

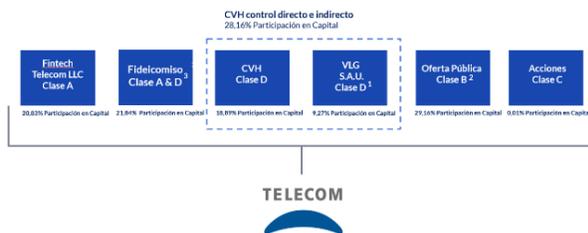
3 de diciembre de 2021

### Telecom Argentina S.A.

En 2018, luego de un año de tratativas, las empresas Telecom Argentina (TEO) y Cablevisión Holding (CVH) llevaron a cabo una fusión que convirtió al grupo en el primer operador del país que brinda en simultáneo servicios de TV por cable, internet, telefonía móvil y fija (lo que se conoce como cuádruple play).

A partir de allí, CVH se convirtió en la sociedad controlante de TEO, siendo titular en forma directa e indirecta del 28,2% del capital social de la Sociedad. El segundo socio más importante de TEO, quedó en manos de Fintech Telecom LLC del empresario mexicano David Martínez con el 20.8% de las acciones.

Un año después de la fusión, en 2019, ambas empresas formalizaron un Fideicomiso de Voto en el cual Fintech Telecom LLC y VLG S.A.U. (controlada 100% por CVH) integraron 21.8% acciones de TEO. En el contrato un co-fiduciario representante de CVH le otorgó a la sociedad el derecho a la toma de decisiones. De este modo, CVH pasó a controlar societariamente más del 50% de las acciones en circulación.



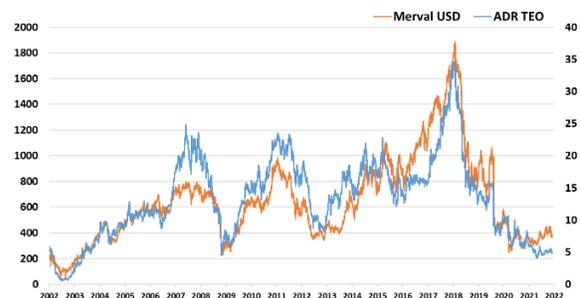
Fuente: Presentación institucional.

El restante 29.2% de las acciones cotizan en oferta pública. Un 11.4% está en manos del FGS

de la ANSES y el resto se negocian en los mercados BYMA y NYSE (como ADS).

La fusión convirtió al grupo en el operador de medios más grande del país, con también presencia en Uruguay y Paraguay. En el momento que fue aprobada la fusión por parte de los organismos estatales el mercado llevó a la acción de TEO a su máximo histórico en la bolsa de NY.

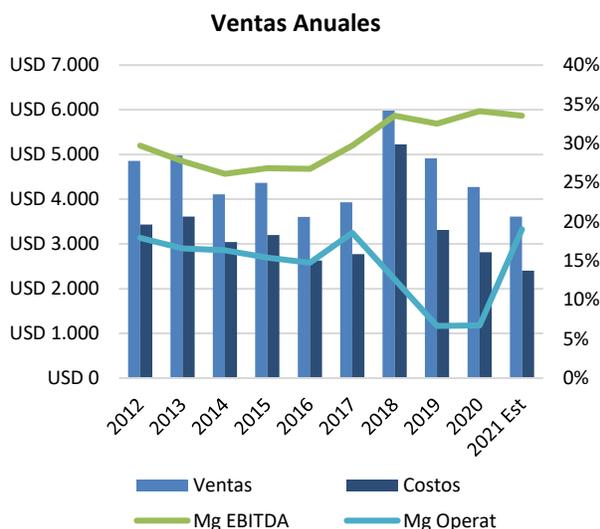
A partir de allí, las crisis cambiarias de 2018 y 2019, sumado a la incertidumbre ante el cambio de gobierno y la posterior crisis económica desatada por la pandemia tuvieron como resultado una fuerte contracción de sus balances e hicieron que la cotización de TEO en el exterior se encuentre hoy prácticamente en mínimos históricos, en valores cercanos a las crisis de 2001-2 y 2008.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Vale recordar las medidas tomadas por el gobierno que afectaron fuertemente al negocio de la compañía; como la declaración de las telecomunicaciones como servicio esencial, el congelamiento de precios y la suspensión de efectuar cortes por falta de pago. En 2021 el promedio de aumentos que el gobierno permitió para cada uno de los segmentos quedó muy lejos de la inflación acumulada desde la pandemia.

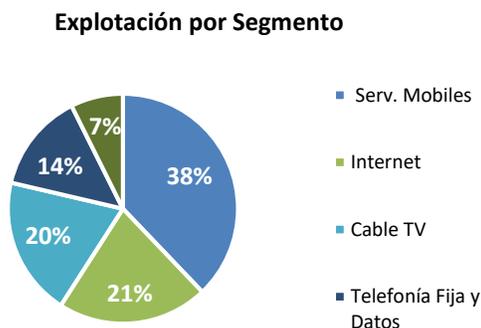
En términos de largo plazo, como se observa en el gráfico debajo, a pesar de que los ingresos por ventas se contrajeran hasta la actualidad en un 40% desde el máximo del 2018, la sinergia lograda por la fusión y la buena administración de crisis del grupo lograron mantener el aumento en el margen de EBITDA en torno al 34% sobre las ventas y el margen operativo en torno al 19% (extrayendo del análisis las revaluaciones por tipo de cambio entre activos y pasivos de los periodos 2018, 2019 y 2020, como también la pérdida por impuesto a las ganancias registrada en el año 2021).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

## Últimos Resultados

Como se mencionó anteriormente, la compañía posee varios segmentos los cuales son representados a continuación como participación de las ventas totales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

**Servicios móviles:** El 58% de los clientes corresponde a la modalidad prepaga y el 42% son post-pagos. Los ingresos por ventas representaron un 38% de las ventas totales por USD 1.047 millones para los 9 meses 2021, un 7% superior comparado con el segundo trimestre de 2021, pero un 2.75% menor en la comparación interanual.

**Servicios de internet:** Los ingresos por ventas de este segmento representaron el 21% de los ingresos totales siendo de USD 586 millones al cierre de los 9 meses 2021, implicando un crecimiento del 12% en comparación con el trimestre anterior, pero una contracción del 1.2% interanual.

**Servicio de TV por Cable:** El parque de clientes en Argentina se mantuvo estable y ascendió a 3,3 millones de clientes, los cuales 1,1 millón pertenecen a Flow. Fue el tercer segmento en importancia de ingresos por ventas representado el 20%. Al cierre de los 9 meses 2021 los ingresos fueron por USD 541 millones. Lo que implicó un crecimiento del 4% en comparación con el trimestre anterior, pero se contrajo 1.4% interanualmente.

**Telefonía Fija y Datos:** Los ingresos por ventas de este segmento representaron el 20% de los ingresos totales. Éste fue uno de los segmentos más golpeado, con ingresos por USD 387 millones en los 9 meses de 2021, tuvo una caída del 3% respecto del trimestre anterior y del 10.33% interanual.

**Equipos:** explica el 7% de los ingresos totales. Al cierre de los 9 meses 2021 las ventas totalizaron un importe de USD 203 millones implicando una contracción del 4% trimestralmente, pero un crecimiento del 27.5% interanual.

En 2021 se permitieron aumentos de hasta un 5% en enero y otro de hasta un 7% en febrero para las empresas con menos de cien mil accesos en total. A fines del mismo mes, se permitió a las compañías de telefonía celular aumentar un 7,5% y, luego, otro 2,5% en marzo.

Por otro lado, las compañías de TV por cable, internet y telefonía fija, pudieron aumentar entre un 5% y un 7,5% a partir de marzo de este año.

Como resultado, los ingresos totales por ventas para los 9 meses del 2021 medidos al tipo de cambio oficial fueron de USD 3.136 millones un 2% más comparado a igual periodo de 2020. Por otro lado, el resultado operativo se redujo un 96%, principalmente afectado por la inflación en los costos.

En lo que respecta al EBITDA, al cierre de los 9 meses de 2021, Telecom alcanzó los USD 1.021 millones lo que implicó una caída del 7% interanual. Esta caída repercute en su margen de EBITDA que cierra en el orden del 32.6% de las ventas, contrayéndose 320 puntos básicos respecto de los 9 meses 2020.

Telecom Arg. SA (millones USD)	9M21	9M20	Var (%)
Ingresos	3.136	3.079	2%
EBITDA	1.021	1.101	-7%
Resultado operativo	13	287	-96%
Resultado neto	11	18	-41%
EBITDA Margen	32,6%	35,8%	320 pb
Margen operativo	0,4%	9,3%	891 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

## Perfil de deuda

Al cierre del tercer trimestre de 2021, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 2.519 millones. El 79% se encuentra en moneda extranjera y el 21% en moneda nacional.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos de USD 256 millones, la misma ronda los USD 2.263 millones. Lo que representó un incremento del 29% debido principalmente a un aumento del 12% de la deuda total y una reducción de la posición de caja del 49%.

La deuda neta representa a estos niveles 1,9 veces el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses. Por otro lado, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representa 4.3 veces su pago anual. Ambos ratios muestran un deterioro con respecto al año anterior. A pesar

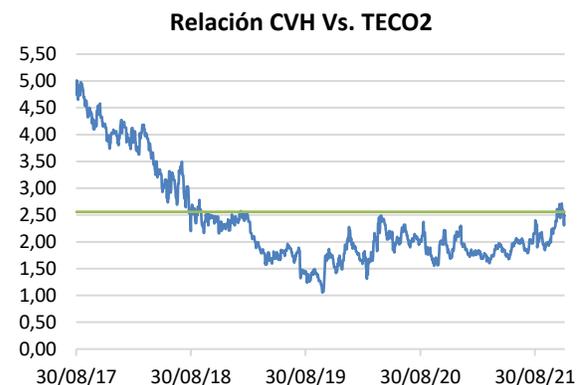
de ello el nivel de apalancamiento luce equilibrado considerando que el 48% de los vencimientos que recaen entre el 2022 y 2023 corresponden a endeudamiento con organismos internacionales de crédito. La empresa tiene créditos con el Banco Mundial a través de la Corporación Financiera Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo. Telecom informó en su último que se encuentra negociando su refinanciación.

Telecom Arg. SA (millones USD)	9M21	9M20	Var (%)	6M21	Var (%)
Deuda Financiera Total	2.519	2.256	12%	2.510	0%
Caja y equivalentes	256	499	-49%	532	-52%
Deuda Neta	2.263	1.757	29%	1.978	14%
EBITDA (anualizado)	1.178	1.398	-16%	1.199	-2%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	1,9	1,3	-	1,7	-
Intereses (anualizado)	275	275	0%	238	16%
EBITDA /Intereses (anualizado)	4,3	5,1	-	5,0	-

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

## Cotización de acciones

En su último cierre el holding CVH informó que posee directa e indirectamente 39.08% del capital de TEO. Luce atractivo arbitrar vendiendo acciones de TECO2 (TEO en el mercado local) y comprando CVH cada vez que dicha relación se encuentra por debajo de 2,56x.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance y Reuters

## Obligaciones Negociables

Telecom posee una obligación negociable con vencimiento en 2025 con cupón del 8.5%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 97%, tiene TIR de 8.3%, duración de 3 años, pagos de renta semestral y amortización en tres pagos anuales a partir de 2023.

# RESUMEN ECONÓMICO



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, Telecom posee una segunda obligación negociable con vencimiento en 2026 con cupón del 8%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 94%, tiene TIR de 8.6%, duración de 3.6 años, pagos de renta semestral y amortización al vencimiento. Pero esta posee mínimos de 150.000 nominales.

Si bien la regulación que afronta el sector suele ser bastante adversa durante los Gobiernos kirchneristas, la empresa muestra una buena reputación crediticia, gran prudencia financiera y mantiene abierto el crédito en el mercado internacional.



Fuente: Bloomberg.

Buen fin de semana.

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)