

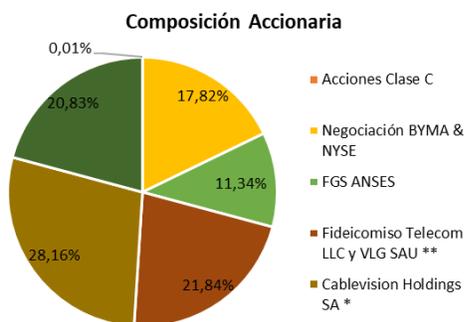
25 de agosto de 2023

Telecom Argentina S.A.

Tras la fusión de Telecom Argentina (TEO) y Cablevisión Holding (CVH) a comienzo de 2018, el grupo se convirtió en el primer operador cuádruple play del país (TV por cable, internet, telefonía móvil y fija) con presencia en Uruguay y Paraguay. Desde entonces, CVH se convirtió en la sociedad controlante de TEO, siendo titular en forma directa e indirecta del 28,16% del capital social. El segundo socio más importante de TEO quedó en manos de Fintech Telecom LLC del empresario mexicano David Martínez con el 20,83% 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 21,84% 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.¹

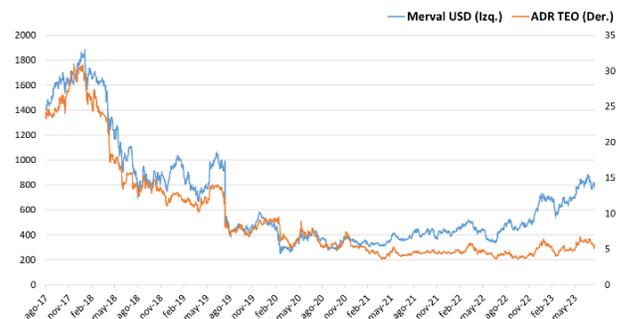
El restante 29,16% de las acciones cotizan en oferta pública. Un 11,34% está en manos del FGS de la ANSES y el resto se negocia en los mercados BYMA y NYSE (como ADS).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance y FGS.

¹ Cablevisión Holding S.A. es titular de forma directa del 18,89% del total del capital social y de forma indirecta del 9,27% del total del

En el momento que fue oficialmente aprobada la fusión, la acción de TEO alcanzó su máximo histórico en la bolsa de NY. A partir de allí, las crisis cambiarias de 2018 y la fuerte crisis económica actual 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. La acción es una de las más rezagadas del Merval y cotiza con múltiplos similares a los de sus pares latinoamericanos debido a los dañados resultados (Precio/Valor Libro: 159% Enterprise Value/EBITDA: 5).



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

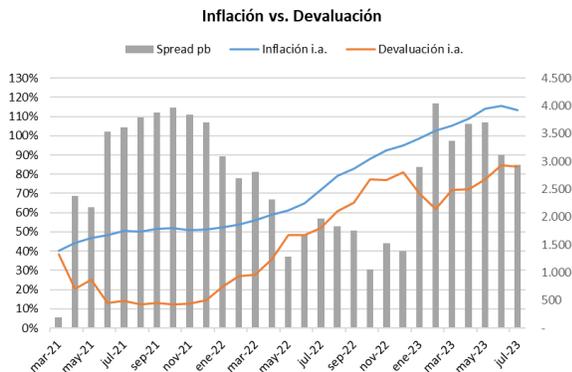
Últimos Resultados

Como es usual en nuestros *Resúmenes económicos* analizamos los estados contables de las compañías argentinas en dólares utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda.

Aun así, dadas las fuertes regulaciones que caracterizan al sector; las distorsiones de la macroeconomía local (donde en los últimos años la tasa de devaluación corrió ampliamente por detrás de la tasa de inflación); y teniendo en cuenta que los ingresos de la compañía se encuentran en un 84% en moneda local, los resultados contables medidos en pesos ajustados por inflación presentan importantes diferencias respecto a los medidos en moneda dura.

capital social a través de VLG S.A.U. Fiduciarios: Héctor Magnetto y David Martínez.

Es así que tomaremos ambas medidas a fin de poder tener un mejor análisis del estado de situación de la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y BCRA.

Los ingresos totales por ventas para la primera mitad del año 2023 fueron de USD 2.303 millones, lo que representa una caída del -2% respecto a igual periodo de 2022. Por su parte, en pesos las ventas caen un -9,3% respecto al mismo periodo de 2022.

El EBITDA de Telecom alcanzó los USD 654 millones, contrayéndose -9%. En el mismo sentido, el margen sobre el nivel de ventas también se contrae -220 puntos básicos (pb) hasta el 28% y en la medición en pesos, el EBITDA se reduce un -16% respecto a igual periodo.

Telecom Arg. SA (USD Mill.)	6M23	6M22	Var (%)	6M21	Var (%)
Ingresos	2.303	2.358	-2,3%	1.970	17%
EBITDA	654	720	-9,3%	670	-3%
Resultado neto	379	284	-	-18	-
EBITDA Margen	28%	31%	(220) pb	34%	(570) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Resultados por Segmento

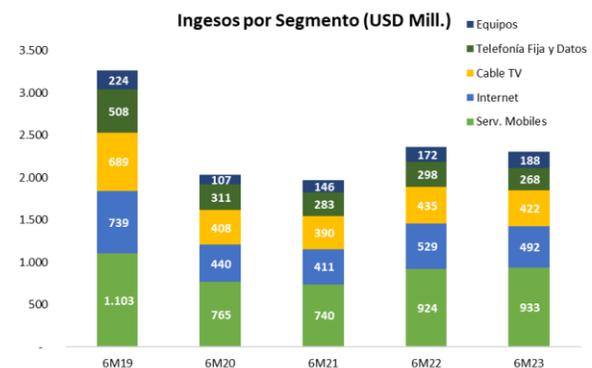
Para el primer semestre de 2023, el 40% de los ingresos de la compañía provinieron de la venta de servicios móviles en Argentina y Paraguay. Los clientes en Argentina alcanzaron los 20,6 millones, un incremento interanual de 573 mil, mientras que en Paraguay se mantuvieron en los 2,3 millones. Los ingresos ascendieron a USD 933 millones incrementándose 1%, pero en moneda constante se contraen -6,2% interanual.

Los servicios de Internet representaron el 21% de los ingresos. En el periodo bajo análisis, el parque de clientes se mantuvo estable alcanzando los 4,1 millones. Los ingresos alcanzaron los USD 492 millones contrayéndose interanualmente -6,9%, mientras que en pesos caen -9,5%.

Los ingresos por venta de servicios de televisión alcanzaron los USD 422 millones, representando el 18% del total. Estas ventas medidas en dólares se contraen -3,2% y en pesos un -14,8% interanual. El número de abonados de TV totalizó aproximadamente 3,4 millones una caída de -160 mil.

La telefonía fija y datos cerró el semestre con una caída interanual de -9,9% alcanzando los USD 268 millones o un 11% de las ventas totales. Medido en moneda local la baja es del -16,4%.

Por último, la venta de equipos representó el 8% del total de los ingresos de la compañía alcanzando los USD 188 millones, un crecimiento del 9,5% y del 3,7% en pesos. La mejoría se debe a la mayor venta de celulares.



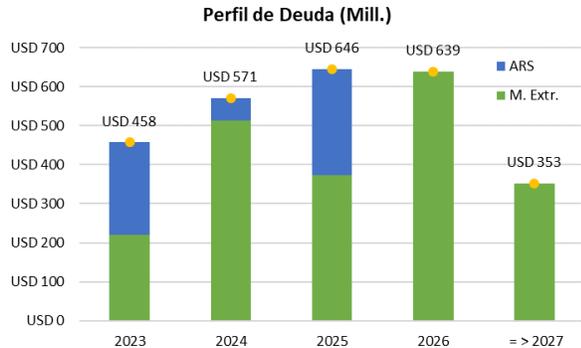
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Perfil de deuda

Al cierre de la mitad del año 2023, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 2.735 millones. Respecto de nuestro *Resumen* anterior, disminuyó levemente hasta 66% el share de deuda en moneda extranjera e incrementó a 34%

en moneda nacional. Esta última, se encuentra diversificada en un el 13% ajustado por dólar linked y 21% ajustado por UVA o BADLAR.

A su vez, tiene un perfil de apalancamiento exigente, pero equilibrado, considerando que el total de su endeudamiento se encuentra distribuido en partes similares dentro de los próximos 5 años.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

A pesar de ello, la compañía tiene un gran acceso a los mercados de deuda tanto nacional como internacional. En 2023, por la parte local logró tomar USD 330 millones mediante la colocación de tres Obligaciones Negociables (ON) ajustadas por tipo de cambio y nula tasa de interés con vencimientos en 2028, 2026 y 2025 (esta última post cierre de balance). Por la parte internacional, sumó una línea de crédito de exportaciones por USD 50 millones con el banco de desarrollo de Canadá y otros USD 171 millones por parte del banco de desarrollo chino.

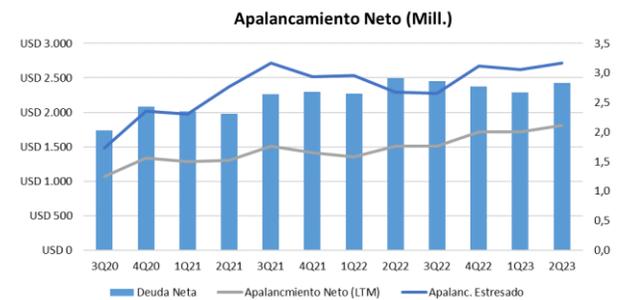
Por su parte, si consideramos la deuda financiera neta (deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos por USD 312 millones), la misma ronda los USD 2.423 millones. Lo que representa una baja del -3% respecto de 2022, debido a un incremento de su posición de caja. A estos niveles el endeudamiento representa 2,1 veces el EBITDA (net leverage) acumulado de los últimos 12 meses y 3,1 veces el pago de intereses anuales (interest coverage).

Telecom Arg. SA (USD Mill.)	6M23	6M22	Var (%)	6M21	Var (%)
Deuda Financiera Total	2.735	2.703	1%	2.510	9%
Caja y equivalentes	312	210	49%	532	-41%
Deuda Neta	2.423	2.493	-3%	1.978	23%
EBITDA (anualizado)	1.149	1.416	-19%	1.304	-12%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	2,1	1,8	0,3	1,5	0,6
Intereses (anualizado)	366	268	36%	238	54%
EBITDA /Intereses (anualizado)	3,1	5,3	-2,1	5,5	-2,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Ahora bien, bajo un escenario de estrés financiero donde a la compañía se le restrinja por completo el acceso al mercado de cambios, esto implicaría dolarizar el flujo operativo y su posición de caja al tipo de cambio contado con liquidación. Básicamente, el riesgo de no poder acceder al dólar oficial para pagar deuda e intereses.

En este sentido, Telecom posee el 16% de sus ingresos ajustados por tipo de cambio, mientras que el 77% de su posición de caja se encuentra en moneda dura y el 21% de su deuda en moneda local. Esto reduciría la deuda neta a USD 2.121 millones, pero también se reduciría el EBITDA anualizado a prácticamente la mitad (USD 618 millones) llevando el ratio de apalancamiento neto a 3,2 y la cobertura de intereses a 1,8. El escenario de stress claramente daña los ratios de la compañía. Empresa con mucha deuda en moneda dura, en relación a sus ingresos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Bonos

Telecom Argentina tiene dos bonos hard dollar. La primera con vencimiento en 2025 con cupón del 8,5% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) en niveles cercanos a 98.25%, tiene TIR de 9.5%, duration de 1.3 años. En 2023,

la ON amortizó 33% del capital, los restantes pagos se realizarán en dos cuotas anuales en 08/2024 y 08/2025. Bono con baja duration.

Tecoar 8.5% vto. 2025



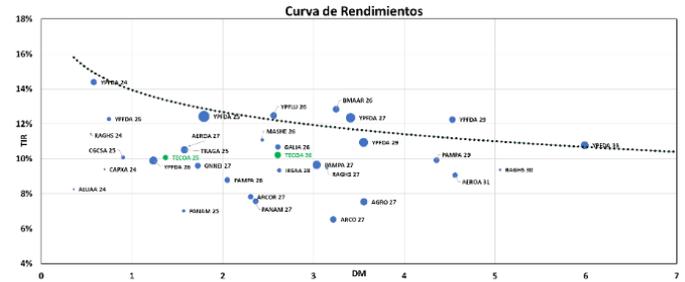
Fuente: Bloomberg.

El segundo bono tiene vencimiento en julio de 2026 con cupón del 8% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) cerca de 94,5%, tiene TIR de 9,7%, duración de 2.6 años, pagos de renta semestral y amortización integra al vencimiento.

Tecoar 8% vto. 2026



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

El sector afronta una multiplicidad de regulaciones que distorsionan las capacidades operativas de la compañía. La empresa tiene una excelente reputación crediticia, mantiene abierto el crédito en el mercado internacional (vía bancos privados, pero también organismos internacionales) y posee prudencia financiera.

Vemos los bonos algo caros en esta coyuntura internacional, encontramos mejor relación riesgo/retorno en otros bonos de la región. Dentro de la curva corporativa argentina, también preferimos otros emisores a estos precios. Sin embargo, hay un punto a favor en los bonos de TECO. Dada la fuerte ponderación del sector de energía entre los emisores locales, estos títulos permiten diversificar sectores.

En esta idea se posiciona nuestro fondo local de renta fija en dólares [CYC Dólares Renta Fija](#) con baja ponderación en 2.1% de su patrimonio. A su vez, desde el lado de la renta variable, dado el mayor atraso relativo de CVH, preferimos ingresar a la posición vía este último. Nuestro fondo local de acciones, [CYC Renta Mixta](#) concentra el 3.1% de la acción en su patrimonio.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino tomasmangino@cucchiara.com.ar