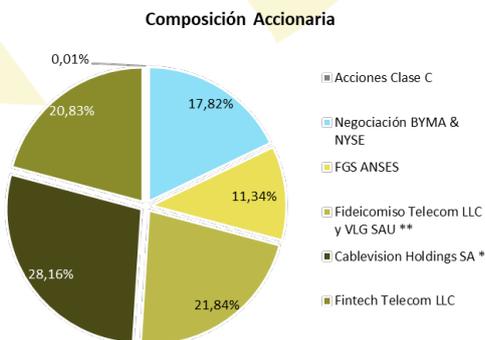


29 de noviembre de 2024  
**Telecom Argentina S.A.**

Tras la fusión de Telecom Argentina (TEO) y Cablevisión S.A. (subsidiaria local de la cotizante 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 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.<sup>1</sup> (Mediante el mencionado Fideicomiso de Voto se garantiza el cumplimiento de dicho acuerdo y el gobierno corporativo de la Sociedad).

El restante 29,16% de las acciones cotizan en oferta pública. Un 11,42% está en manos del FGS de la ANSES y el resto se negocia en los mercados BYMA y NYSE (como ADS).



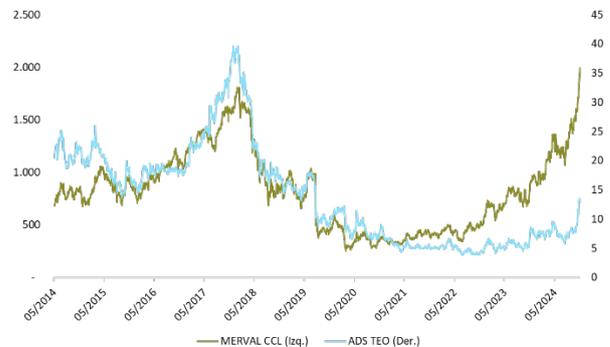
**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance y FGS.

En el momento que fue oficialmente aprobada la fusión, la acción de TEO alcanzó su máximo

<sup>1</sup> 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

histórico en la bolsa de NY. A partir de allí, las crisis cambiarias de 2018 y la fuerte crisis económica de los últimos años dieron como resultado una fuerte contracción de sus balances e hicieron que la cotización de TEO en el exterior llegue a mínimos históricos. En la actualidad, tras la fuerte recuperación de las acciones en el mercado local, el papel continúa se encuentra lejos de los máximos registrados en 2018.

La acción es una de las más rezagadas del Merval, pero aun así cotiza con múltiplos levemente superiores a los de sus pares latinoamericanos (Precio/Valor Libro: 125% Enterprise Value/EBITDA: 8.5).



**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, debido a que los ingresos de la compañía se encuentran en un 81% en moneda local y a los importantes cambios en las variables de la macroeconomía local del último año, informaremos los resultados contables medidos en pesos ajustados por inflación que presenten diferencias relevantes respecto a los medidos en moneda dura.

Los ingresos totales por ventas para los nueve meses de 2024 fueron de USD 2.682 millones, lo que representa una caída del -9.5% respecto a igual periodo de 2023. Por su parte, medido en

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

pesos ajustados por inflación las ventas caen un -10.4% respecto al mismo periodo de 2023. Esto es debido a que el segmento es extremadamente competitivo y la compañía realizó incrementos de precios por debajo de los niveles inflacionarios del periodo. Aun así, se observa una fuerte recuperación en el último trimestre comparado con los primeros dos de 2024.

Por su parte, los costos operativos consolidados se contrajeron un 11% i.a. principalmente como consecuencia de menores costos laborales, gracias a una reducción del 6% del personal y evolución del costo salarial por debajo de la inflación. Sumado a menores honorarios por servicios y mantenimiento, y menores impuestos del ente regulador.

Así, el EBITDA de Telecom en estos 9 meses alcanzó los USD 827 millones, contrayéndose -5.8%. Aun así, el margen sobre el nivel de ventas se mantiene constante en 30%.

| Telecom Arg. SA (USD MM) | 9M24  | 9M23  | Var (%) | 9M22  | Var (%) |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| Ingresos                 | 2.682 | 2.965 | -9,5%   | 3.076 | -13%    |
| Costos Operativos        | 1.855 | 2.087 | -11,1%  | 2.183 | -15%    |
| EBITDA                   | 827   | 878   | -5,8%   | 893   | -7%     |
| EBITDA Margen            | 30,8% | 29,6% | 123 pb  | 29,0% | 181 pb  |

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

## Resultados por Segmento

En los nueve meses de 2024, 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 21,4 millones, un incremento interanual de 668 mil. Los ingresos ascendieron a USD 1.086 millones representando una caída del 9% respecto de igual periodo de 2023 tanto en dólares como en pesos constantes. Aún así, las ventas de los dos últimos trimestres crecen en términos reales respecto del primer trimestre de los 9M2024.

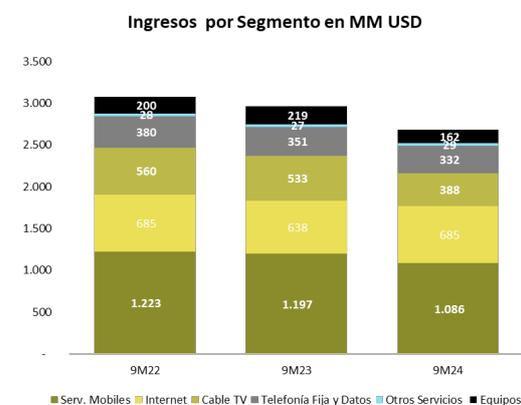
Los servicios de Internet representaron el 26% de los ingresos. En el periodo bajo análisis, el parque de clientes se redujo levemente en 47 mil alcanzando los 4,0 millones comparado con los 9M de 2023. Los ingresos alcanzaron los USD 685 lo que representa un incremento interanual

de 7% y un 6% en moneda local ajustada por inflación.

Por su parte, a pesar de que el número de suscriptores de los servicios de televisión por cable se mantuvieron estables, los ingresos por venta tuvieron una fuerte contracción del 27% alcanzando los USD 388 millones y representando el 14% del total de los ingresos de la compañía.

En cuanto a la telefonía fija y datos cerró el período con una caída interanual de 6% alcanzando los USD 332 millones y representó el 12% de las ventas totales. Sumado a esto, la compañía tuvo ingresos por USD 29 millones provenientes de la venta de servicios relacionados a su billetera virtual Personal Pay, la cual finalizó el periodo con 3,3 millones de clientes comparado a los 1,6 millones de 9M23.

Por último, la venta de equipos representó el 6% del total de los ingresos de la compañía alcanzando los USD 162 millones, lo cual implicó una caída del 26% i.a. relacionada directamente a una caída del 22% en la venta de celulares.



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

## Perfil de deuda

Al cierre del tercer trimestre del año, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 2.743 millones, lo que implica un incremento de apenas 4% respecto de los 9M23. En la comparación interanual, se ve una notable disminución de la posición de deuda en moneda extranjera pasando de 63% a 55% del total. Respecto de la correspondiente en moneda

local, ésta se diversifica en 23% ajustado por dólar linked y 22% ajustado por UVA o BADLAR.

Telecom cuenta con un envidiable respaldo en el mercado de deuda internacional y mantiene acceso fluido al mercado de capitales local. Es así que, en 2024, la compañía emitió bonos por USD 730 millones. El 15% mediante las clases 20 y 22 ajustadas por tipo de cambio, a junio y febrero de 2026, con cupón de 5% y 2% respectivamente y amortización a vencimiento. El restante 85% mediante la colocación de la clase 21, pagadera en dólares, con vencimiento en 2031, cupón anual con pago semestral de 9.5% y amortización en tres cuotas anuales a partir de 2029.

Con lo producido por dichas colocaciones, mayormente fue utilizado para la cancelación de los tramos correspondientes a los préstamos con el Banco Mundial (IFC), la Corporación Interamericana de Inversiones (IIC) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Sumado a esto, el bono internacional clase 21 fue integrado en un 19% mediante el bono en dólares clase 1 con vencimiento en 2026, como también se canceló la amortización correspondiente del bono en dólares clase 5 con vencimiento en 2025 y se ejecutó una oferta de canje por USD 20 millones sobre el mismo bono.

De este modo, en los últimos trimestres, Telecom llevó a cabo una importante gestión de sus pasivos consiguiendo extender la vida promedio de su deuda desde 2.1 años al cierre del 2Q24 a 2.9 al cierre del 3Q24, como también redujo el costo de la deuda de 7% a 6.7% en igual comparación. Como consecuencia, la compañía tiene un perfil de deuda menos desafiante hasta 2031.

**Perfil de Deuda en MM USD**

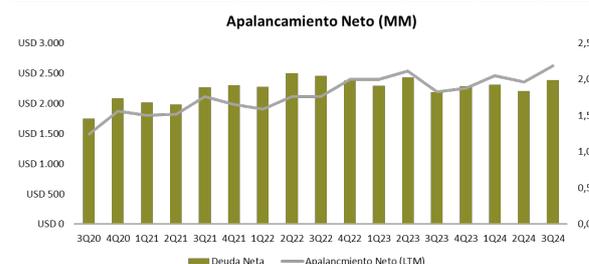


**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

Posterior al cierre de los presentes estados contables, la compañía volvió a acceder al mercado de capitales mediante dos colocaciones: por un lado, la reapertura del bono clase 21 antes detallado por USD 275 millones y, por el otro, una nueva clase 23, pagaderas en dólares, con vencimiento en noviembre de 2028, cupón anual con pago semestral de 7%, amortización al vencimiento y legislación argentina, por un monto de USD 75 millones (dichas emisiones no están contempladas en el presente análisis).

Por su parte, si consideramos la deuda financiera neta (deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos por USD 356 millones), la misma ronda los USD 2.387 millones. Lo que representa un leve incremento del 6% respecto de 9M23, debido mayormente a una baja en su posición de caja. A estos niveles el endeudamiento representa 2,2 veces el EBITDA (net leverage) acumulado de los últimos 12 meses y 10,7 veces el pago de intereses anuales (interest coverage).

| Telecom Arg. SA (USD MM) | 9M24  | 9M23  | Var (%) | 9M22  | Var (%) |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| Deuda Financiera Total   | 2.743 | 2.649 | 4%      | 2.715 | 1%      |
| Caja y equivalentes      | 356   | 392   | -9%     | 301   | 18%     |
| Deuda Neta               | 2.387 | 2.257 | 6%      | 2.414 | -1%     |
| EBITDA LTM               | 1.091 | 1.198 | -9%     | 1.392 | -22%    |
| Deuda Neta/EBITDA        | 2,2   | 1,9   | 0,3     | 1,7   | 0,5     |
| Intereses LTM            | 107   | 123   | -13%    | 134   | -20%    |
| EBITDA /Intereses LTM    | 10,2  | 9,8   | 0,4     | 10,4  | -0,2    |



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

## Bonos

Telecom Argentina tiene cuatro bonos hard dólar. El primero Clase 5 con legislación New York, vencimiento en 2025 con cupón del 8,5% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) en niveles cercanos a 101%, tiene TIR de 6,9%, duration de 0.6 años. A la fecha, la ON ya amortizó 66% del capital, quedando una sola cuota al vencimiento.

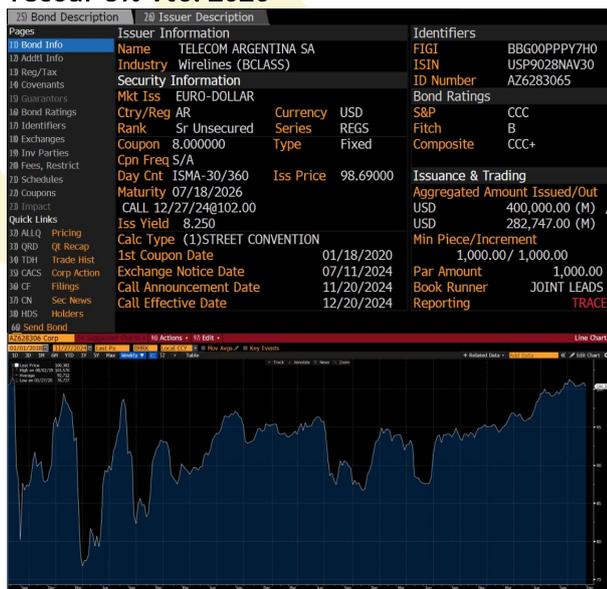
### Tecoar 8.5% vto. 2025



Fuente: Bloomberg.

El segundo bono Clase 1 tiene vencimiento en julio de 2026, con legislación New York, cupón del 8% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) cerca de 101.25%, tiene TIR de 7,1%, duración de 1.4 años, pagos de renta semestral y amortización íntegra al vencimiento. Como ya se mencionó, el bono fue utilizado para suscribir los nuevos bonos Clase 21 quedando un remanente por amortizar del 70%.

### Tecoar 8% vto. 2026



Fuente: Bloomberg.

El tercero corresponde a la Clase 21, con vencimiento en julio de 2031, cupón anual con

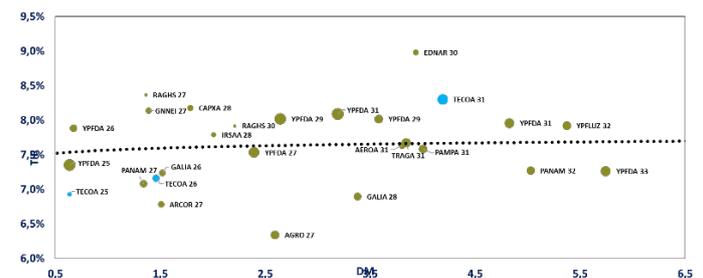
pago semestral de 9.5% y amortización en tres cuotas iguales y anuales a partir de 2029. El bono tiene un mínimo de 1.000 nominales, cotiza clean cable 105.2%, tiene TIR de 8.3%, duration de 4.2 años.

### Tecoar 9.5% vto. 2031



Fuente: Bloomberg.

Por último, la Clase 23 ley argentina emitida el pasado jueves 28/11, pagadera en dólares, con precio de corte en 100%, cupón anual con pago semestral de 7% y duration de 3.56 años. EL bono vence en noviembre de 2028 y amortiza la totalidad en un solo pago.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

### Perspectivas

La empresa tiene una excelente reputación crediticia, mantiene abierto el crédito en el mercado internacional. Se desenvuelve en un mercado altamente competitivo y a pesar de la fuerte contracción de los ingresos posee remarcable prudencia financiera. El Ebitda y los márgenes han sufrido la coyuntura recesiva e

inflacionaria de Argentina, pero la empresa nunca perdió prudencia financiera. El canje reciente estiró los plazos de vencimiento, lo que nos lleva a sentirnos cómodos con el bono 2031.

Dentro de la curva corporativa argentina, a estos precios consideramos que Telecom ofrece un buen riesgo/retorno. Sumado, los bonos de TECO ofrecen diversificación frente a la fuerte ponderación del sector de energía entre los emisores locales. En esta idea se posiciona nuestro fondo local de renta fija en dólares [CYC Dólares Renta Fija](#) con baja ponderación en 1.5% de su patrimonio.

Buen fin de semana.

---

Sekoia Research  
[research@sekoia.com.uy](mailto:research@sekoia.com.uy)