

## Telecom Argentina S.A. (TEO)

### Informe Integral

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Fusión con Cablevisión, positiva para la calificación:** En opinión de FIX la transacción, que es efectiva desde el 1° de enero de 2018, tiene sentido desde el punto de vista estratégico, por la complementariedad operativa de las dos compañías para poder brindar servicios convergentes, y por las sinergias en costos por la mayor escala. Sólo quedaba pendiente la aprobación de la CNDC, lo cual ocurrió el 29 de junio de 2018. Los aspectos más importantes del dictamen de la CNDC son la exigencia a Telecom a desprenderse del espectro de frecuencia correspondiente a Nextel, y del servicio de Arnet en 28 localidades del interior de la Provincia de Buenos Aires, Santa Fe y Córdoba, en donde había riesgos de falta de competencia. Esto le representará a la compañía una pérdida de 143.000 clientes, que estimamos impactará en una merma del EBITDA por unos \$ 500 MM por año.

**Robusta generación de flujo operativo:** La calificación de Telecom (TEO) refleja su adecuado desempeño operativo, su sólido perfil financiero y su fuerte generación de caja. En el trimestre al 31 de mar´18 el EBITDA y Flujo Generado por las Operaciones (FGO) alcanzaron \$ 11.737 MM y \$ 9.817 MM respectivamente, con un margen EBITDA del 38,2%. El margen registró una tendencia creciente en los últimos años, impulsado principalmente por servicios móviles, especialmente internet, por la suba de abonos residenciales en servicios fijos (en feb´18), y el incremento de los ingresos por servicios de datos fijos (cuyos precios están fijados en dólares), que compensaron los aumentos en los costos de operación. Producto de un ambicioso plan de inversiones en tecnología 4G y ultra banda ancha por unos USD 5.000 millones en los próximos tres años, FIX espera Flujos de fondo libres negativos en dicho período.

**Fuerte posicionamiento competitivo:** TEO mantiene una sólida posición competitiva en los diferentes segmentos del mercado de telecomunicaciones como consecuencia de su cartera diversificada de servicios con múltiples plataformas y una extensa cobertura geográfica. Dicho mercado se caracteriza por las elevadas barreras de ingreso, por la alta exposición a cambios tecnológicos y el reducido número de participantes. La compañía es líder en el segmento de televisión paga (con una participación estimada del 38%) y como proveedor de servicios de internet de banda ancha (con una participación tras la fusión del orden del 56%) La empresa presenta una participación de mercado cercana al 32% en el segmento de servicios móviles, y de 48% en servicios de telefonía fija. Adicionalmente, la compañía se beneficia de ser un operador integrado, lo cual le permite una mayor fidelización de clientes, mejorar el posicionamiento de marca, y optimizar costos e inversiones. FIX espera que la compañía mantenga una posición de liderazgo en estos segmentos en el mediano plazo, fundamentalmente por su fuerte reconocimiento de marca y por la calidad y cobertura geográfica de su red, tecnológicamente una de las más avanzadas de la región.

**Entorno regulatorio menos discrecional:** Fix observa en el marco regulatorio una tendencia hacia una normalización, con el objetivo de incentivar la competencia y atraer inversiones para desarrollar la infraestructura del sector, al modificar restricciones y límites que la Ley de Medios imponía a los operadores. Entre las modificaciones introducidas está la de ratificar la desregulación total de las tarifas en telefonía fija. La nueva regulación abre las puertas para el crecimiento y consolidación de la compañía como operador de cuádruple play.

#### Sensibilidad de la Calificación

FIX considera que la calificación podría subir en caso de observarse una consolidación de la fusión, que se manifieste en una mejor posición competitiva, mejora de márgenes producto de las sinergias y manteniendo un sólido perfil financiero y robustas métricas operativas.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Perfil financiero conservador y baja exposición al riesgo de liquidez:** A marzo 2018 TEO presenta una conservadora estructura de capital, con un ratio deuda EBITDA de 1,0x y cobertura de intereses de 22,0x. Con un expansivo plan de inversiones entre 2018 y 2020, FIX estima que el ratio inversiones/ventas se mantendrá en el orden del 22%, lo que derivaría en un mayor apalancamiento. De todos modos esto no tendría un impacto significativo en la sólida estructura de capital de la compañía, que quedaría con un ratio de deuda a EBITDA cercano a 1.4x, pero con un mejor perfil de deuda, que estaba muy concentrada en el corto plazo.

#### Calificaciones

Emisor	AA+(arg)
Acciones Ordinarias	1
ON Serie II por hasta \$250MM	AA+(arg)
ON Serie IV por US\$50MM	AA+(arg)

#### Perspectiva

Positiva

#### Resumen Financiero

##### Cifras Consolidadas

	31/03/18	31/12/17
(\$ Millones)	3 Meses	12 Meses
Total Activos	223.134	36.276
Total Deuda	45.866	10.844
Ingresos <sup>1</sup>	30.698	65.319
EBITDA	11.737	19.356
EBITDA (%)	38,5	29,6
Deuda/ EBITDA	1,0	0,6
EBITDA/ intereses	22,0	20,9

<sup>1</sup> Ingresos: Este rubro representa el total de ventas y otros ingresos.

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

#### Informes relacionados

*Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.*

#### Analista Principal

Pablo Cianni  
 Director Asociado  
 5235-8146  
[Pablo.cianni@fixscr.com](mailto:Pablo.cianni@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Pablo Artusso  
 Director Asociado  
 5235-8121  
[Pablo.artusso@fixscr.com](mailto:Pablo.artusso@fixscr.com)

#### Responsable del sector

Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
 5235-8123  
[Cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:Cecilia.minguillon@fixscr.com)

## Perfil del Negocio

Tras la fusión con Cablevisión desde el 1º de enero de 2018, Telecom Argentina S.A. (TEO) brinda los servicios de telefonía fija, telefonía móvil, acceso a internet y TV paga. La telefonía fija tiene mayor presencia en la región norte de la Argentina y parte del Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA). Los suscriptores de los servicios que brindaba Cablevisión (TV paga y acceso a internet por banda ancha) cubren la principal zona demográfica del país, con fuerte presencia en Capital y GBA, en el resto de la Provincia de Buenos Aires y en las provincias de Córdoba, Santa Fe y del Litoral, entre otras, las cuales concentran más del 80% del PBI de la Argentina. La compañía se posiciona como líder en el mercado argentino de telecomunicaciones, caracterizado por sus altas barreras de ingreso, y el reducido número de competidores.

El servicio integrado de TEO consiste en 3,7 MM de líneas fijas, 19.5 MM de clientes de telefonía móvil y 4,1 MM de usuarios de internet. TEO además provee servicios de telefonía móvil en Paraguay (a través de Núcleo S.A.), con 2,5 MM de clientes.

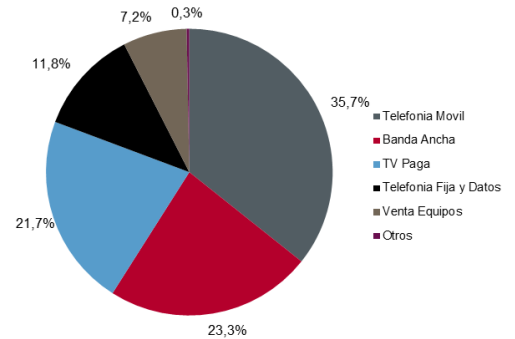
Los ingresos de TEO a mar'18 totalizaron \$ 30.698 MM, de los cuales \$ 10.945 MM pertenecen a servicios móviles, \$ 7.153 MM a internet por banda ancha y \$ 6.666 MM de TV por cable. Los negocios de móviles y banda ancha son los más preponderantes y los de mejores perspectivas de crecimiento.

Durante 2017 el número de líneas de telefonía fija cayó un 3%, continuando con la tendencia de los últimos años. También se estancó el número de abonados de TV paga, aunque en este caso el potencial de crecimiento viene dado por servicios convergentes como Flow y por los paquetes Premium y Fútbol, cuyo nivel de suscriptores pasó de 0,7 millones en marzo 2017 a 1,2 millones en marzo 2018. Las líneas de acceso de internet aumentaron un 4% en 2017.

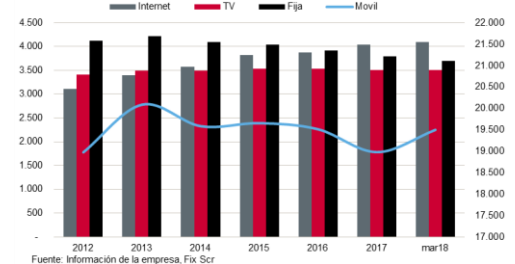
En el segmento de internet, al aumento de clientes se le agregó un mayor uso (mayores velocidades en banda ancha, con aumento de suscriptores de ultra banda ancha, que pasaron de 325.000 en mar'17 a 1 millón en mar'18). Esto permitió un crecimiento del ARPU del 52% entre mar'17 y mar'18. El ajuste de precios de los abonos de telefonía fija fue del 55% durante 2017 y otro 30% en el primer trimestre 2018. Vemos probable que esto siga haciendo mermar la cantidad de líneas fijas.

En el segmento móvil se observa un fuerte crecimiento en el uso de internet, con lo que el indicador MBOU (MB / mes de internet por celular / cliente) aumentó un 59% entre mar'17 y mar'18, y el ARPU en este segmento se incrementó un 35% en el mismo período. El mayor uso de servicios de internet móviles ha reducido el de otros servicios, como servicios de voz y datos (SMS), y en consecuencia, el MOU (en minutos / mes) siguió la tendencia decreciente de los últimos años.

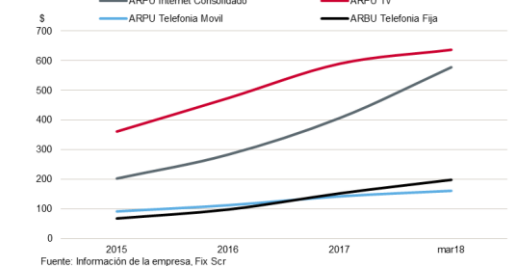
Ventas por Segmentos de Negocio



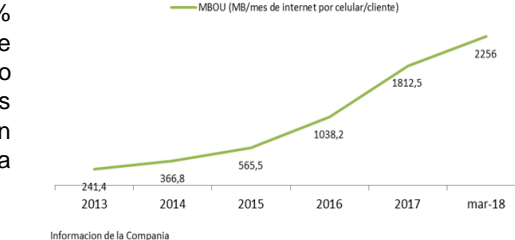
Suscriptores por Segmento ('000)



Evolución Precios por Segmento



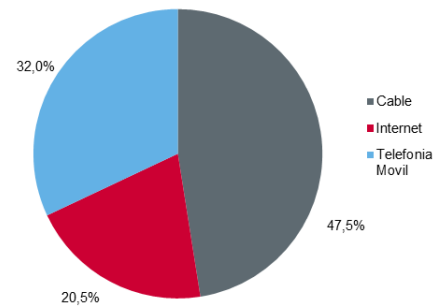
Indicadores Operativos Segmento Móvil



## Inversiones de capital

A fin de seguir desarrollando las redes de fibra óptica y cable, y el despliegue de la red de 4G, la compañía anunció inversiones por USD 5.000 MM para los años 2018-2020. Se espera que el ratio de inversiones/ventas se incremente a 22%, por encima de los años anteriores donde este ratio osciló entre el 15% y el 21%. Las inversiones realizadas y devengadas por la empresa a marzo '18 fueron de \$ 6.324 MM.

CAPEX por Segmento mar18



## Estrategia

La estrategia de TEO está enfocada en brindar una gran variedad de servicios convergentes, hasta poder brindar el denominado cuádruple play, con el lanzamiento de un paquete que incluya voz fija, tv paga, banda ancha e internet móvil. Tras el dictamen de la CNDC esto deberá esperar hasta el 2019. En el negocio móvil, los servicios de valor continuarán siendo un importante impulsor del crecimiento de la empresa para los próximos años, más aún con el desarrollo de los servicios 4G tras la adjudicación de espectro radioeléctrico. En este sentido, las inversiones se orientarán a la ampliación de la cobertura y capacidad de la red móvil y el despliegue de red 4G, para lo cual la empresa anunció un plan de inversiones en capital fijo de más de USD 5.000 MM para el período 2018-2020, que también implica el desarrollo de la red de cable y de fibra óptica para ultra banda ancha, para aumentar las velocidades de acceso y la satisfacción y lealtad de la base de suscriptores.

## Riesgo del sector

**Riesgo regulatorio:** Mayores requisitos de calidad de prestación de servicios podrían afectar la rentabilidad de las empresas del sector. Si bien la mayoría de los ingresos de la compañía se encuentran desregulados, los cambios en el entorno regulatorio han aumentado la competencia entre los jugadores del sector, que podrían redundar en una caída de los márgenes en el segmento de servicios.

**Industria intensiva en capital y alta exposición a cambios tecnológicos:** La industria de telecomunicaciones es intensiva en capital y se encuentra expuesta a cambios tecnológicos constantes, siendo una muestra de esto, el plan de inversiones de capital de USD 5.000 MM que Telecom estima erogar entre 2018 y 2020 en inversiones en PP&E. La fuerte generación de fondos y el probado liderazgo de la compañía mitigan el riesgo operacional de las nuevas inversiones.

## Posición competitiva

Luego de la fusión con Cablevisión, Telecom es la empresa de telecomunicaciones más importante del país. La compañía es líder en el segmento de televisión paga (con una participación estimada del 38%) y como proveedor de servicios de internet de banda ancha (con una participación tras la fusión del orden del 56%) La empresa presenta una participación de mercado cercana al 32% en el segmento de servicios móviles, y de 48% en servicios de telefonía fija. Adicionalmente, la compañía se beneficia de ser un operador integrado, lo cual le permite una mayor fidelización de clientes, mejorar el posicionamiento de marca, y optimizar costos e inversiones. FIX espera que la compañía mantenga una posición de liderazgo en estos segmentos en el mediano plazo, fundamentalmente por su fuerte reconocimiento de marca y por la calidad y cobertura geográfica de su red, tecnológicamente una de las más avanzadas de la región.

## Administración y calidad de los accionistas

Tras la fusión, los principales accionistas de TEO son Cablevisión Holding y Fintech Telecom, con un 40% cada uno. El otro 20% está repartido entre Anses (11%) y el mercado de capitales (9%).

## Factores de Riesgo

**Descalce de moneda:** Los ingresos de la compañía se generan básicamente en pesos (90%) y su estructura de deuda esta denominada principalmente en dólares (98%), al igual que ciertos costos de operación, mantenimiento e inversiones en tecnología.

**Mayor competencia:** Tras la fusión de Telecom con Cablevisión, es esperable algún movimiento por parte de los otros dos grandes jugadores como Telefónica y América Móviles (Claro), como la adquisición de alguna otra cableoperadora como Telecentro o Supercanal que les permita brindar servicios convergentes.

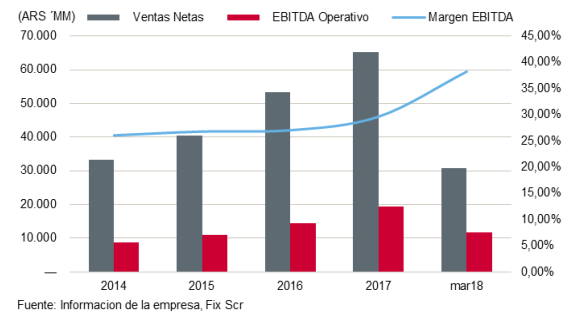
**Ingresos relacionados con las condiciones económicas locales:** Algunos de los ingresos de la TV paga (sobre todo de servicios premium), son más cíclicos y están ligados a la evolución de la economía argentina.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

A marzo '18 los ingresos de la compañía fusionada ascendieron a \$ 30.698 MM, mientras que el EBITDA totalizó \$ 11.737 MM, con un margen del 38,2%, superior al de los años anteriores, que no incluían los negocios de Cablevisión. El mayor uso de internet móvil, el despliegue de la tecnología 4G a más usuarios, el fuerte crecimiento del producto Flow y de ultra banda ancha que agregó Cablevisión, y la posibilidad de poder ofrecer paquetes de servicios convergentes de cuádruple play, proporcionará oportunidades de crecimiento para la compañía en los próximos años. Sin embargo, por el actual contexto macroeconómico esperamos una caída de los márgenes para 2018 a valores cercanos a 29%, con un EBITDA esperado de unos \$ 37.000 MM.

**Evolución Ventas - EBITDA**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A partir de 2019, esperamos una mejora gradual de los márgenes, a valores del orden del 32%, por las sinergias en costos producto de la mayor escala que provee la fusión, y por el crecimiento esperado en los segmentos mencionados tras el plan de inversiones previsto.

### Flujo de fondos

Telecom detenta un flujo de caja operativo positivo que le ha permitido realizar importantes inversiones de capital y cumplir con los compromisos de pago de deuda. A marzo 2018 TEO generó un FCO de \$ 8.852 MM, que fue aplicado a fuertes inversiones de capital por \$ 6.324MM. Hizo una muy importante distribución de dividendos en efectivo por \$ 24.000 MM, obteniendo un flujo de fondos libre negativo de \$ 21.400 MM, que se financió con un préstamo sindicado entre varios bancos por USD 1.000 MM. Hacia adelante no esperamos una distribución de dividendos de esta magnitud, que consideramos que fue excepcional por cuestiones impositivas, pero igualmente esperamos un FFL negativo para el 2018 a 2020, debido al fuerte plan de inversiones por unos \$ 100.000 MM, a ser ejecutado principalmente para el despliegue de la red de fibra óptica, cable y la red de 4G.

<b>Flujo de Fondos (\$ `MM)</b>	2014	2015	2016	2017	mar18
Ventas Netas	33.388	40.540	53.323	65.319	30.698
EBITDA Operativo	8.702	10.866	14.424	19.356	11.737
Resultado Neto	3.673	3.403	3.975	7.630	3.460
Depreciaciones y amortizaciones	3.243	4.438	6.198	6.928	4.611
Otros Ajustes al Cash Flow	(79)	1.018	2.946	5.549	1.746
<b>Flujo Generado por las Operaciones</b>	<b>6.837</b>	<b>8.859</b>	<b>13.119</b>	<b>20.107</b>	<b>9.817</b>
Variación del Capital de Trabajo	(1.145)	(2.518)	(3.327)	(1.623)	(965)
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>5.692</b>	<b>6.341</b>	<b>9.792</b>	<b>18.484</b>	<b>8.852</b>
Inversiones de Capital	9.104	8.714	11.339	11.698	6.324
Dividendos	1.299	849	2.000	4.192	23.951
<b>Flujo de Fondos Libre</b>	<b>(4.711)</b>	<b>(3.222)</b>	<b>(3.547)</b>	<b>2.594</b>	<b>(21.423)</b>

### Liquidez y estructura de capital

Los indicadores crediticios de Telecom a marzo '18 continúan siendo muy sólidos, con ratios de cobertura de intereses de 22,0x, y un bajo apalancamiento (relación deuda a EBITDA de 1,0x).

## Estructura de Deuda

USD MM	mar18	(%)
Préstamo Sindicado	1000	43,9
ON (Cablevisión)	500	22,0
Préstamo IFC	400	17,6
Préstamo IIC	100	4,4
Ons (Telecom)	121	5,3
Otros préstamos	156	6,9
<b>Deuda Total</b>	<b>2.277</b>	<b>100,0</b>

## Capitalización- Mar18

'MM ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	25.965 14,8
Deuda de Largo Plazo	19.901 11,4
Otros	0 -
Deuda Total Ajustada	45.866 26,2
Total Patrimonio	129.252 73,8
Total Capital Ajustado	175.118 100

Fuente: Información de la empresa

La deuda financiera consolidada era de \$ 45.866 MM, de la cual el 43% es de largo plazo. La deuda de corto es fundamentalmente el préstamo sindicado entre varios bancos por USD 1.000 MM que vence en febrero de 2019. La potencial emisión (que se ha venido posponiendo varias veces por el contexto de mercado actual) de un nuevo bono internacional por USD 1.000 millones a 5 años le permitirá mejorar el perfil de deuda, alargando los plazos, para acompañar el plan de inversiones previsto. Para los próximos 3 años FIX espera que el apalancamiento deuda/EBITDA esté en el rango de 1,3x y 1,5x.

La calificación contempla el riesgo de descalce entre la deuda principalmente en dólares (98% de la deuda total es en USD) y su generación de fondos en pesos (algo más del 90% de los ingresos).

La mayoría de la deuda se compone del préstamo sindicado por USD 1.000 millones que vence en febrero 2019, el bono internacional por USD 500 millones con vencimiento en 2021 que había emitido Cablevisión, y préstamos con organismos multilaterales (IFC y IIC) por USD 500 MM con vencimiento en 2022.

Al 31 de mar'18 la empresa presenta una posición de liquidez de \$ 7.849 MM, que alcanza a cubrir el 30% de la deuda de corto plazo. La fuerte generación interna de fondos mitiga el riesgo de liquidez.

Liquidez (ARS 'MM)	2014	2015	2016	2017	mar18
Ventas Netas	33.388	40.540	53.323	65.319	30.698
EBITDA	8.702	10.866	14.424	19.356	11.737
Caja y Equivalentes	825	870	3.945	4.414	7.849
Deuda Corto Plazo	179	3.451	3.266	937	25.965
Deuda Total	433	4.900	11912	10.844	45.866

### Ratios

Deuda Corto Plazo / Caja y Equivalentes	0,22	3,97	0,83	0,21	3,31
Deuda Corto Plazo / EBITDA +Caja y Equivalentes	0,02	0,29	0,18	0,04	0,47
EBITDA / Deuda Total	20,10	2,22	1,21	1,78	1,02
Deuda Total - Caja y Equivalentes / EBITDA	(0,05)	0,37	0,55	0,33	0,81

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

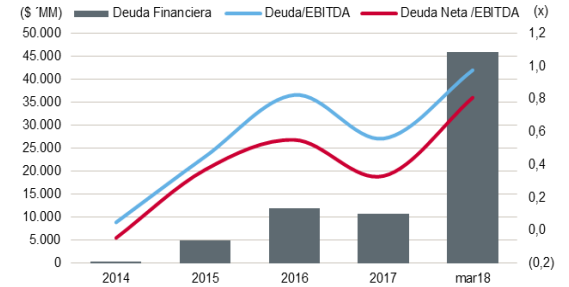
## Fondeo y flexibilidad financiera

La empresa exhibe una fuerte flexibilidad financiera producto de su importante generación interna de fondos. La compañía presenta sólido acceso al mercado bancario, ha obtenido préstamos de organismos multilaterales y también ha conseguido fondos a través del mercado de capitales, con el fin de financiar su demandante plan de inversiones.

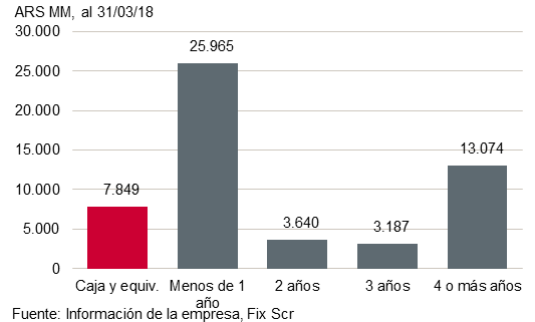
También ha logrado colocar en junio 2016 (como Cablevisión) un bono internacional por USD 500 MM, a 5 años y a una tasa del 6,5%, poco tiempo después de la salida del default de Argentina.

La compañía planea una nueva emisión de Obligaciones Negociables en el mercado internacional por USD 1.000 MM a un plazo de 5 años. La misma ha tenido varias postergaciones por el actual contexto macroeconómico, y en este momento fue aplazada hasta principios de agosto 2018.

## Deuda Total y Endeudamiento



## Vencimiento de la Deuda



## Anexo I. Resumen Financiero

El FCO incluye pago de intereses financieros, y el margen EBITDA fue calculado utilizando los ingresos por ventas totales de la empresa. Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a mar'18 se han estimado anualizando las cifras del período.

### Resumen Financiero- Telecom Argentina S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables Meses	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	mar-18 3 meses	2017 12 meses	2016 12 meses	2015 12 meses	2014 12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>11.737</b>	<b>19.356</b>	<b>14.424</b>	<b>10.866</b>	<b>8.702</b>
<b>Margen de EBITDA</b> (sobre ingresos totales)	<b>38,2</b>	<b>29,6</b>	<b>27,1</b>	<b>26,8</b>	<b>26,1</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	23,6	91,0	46,3	41,9	45,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(69,8)	4,0	(6,7)	(7,9)	(14,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,6	47,5	21,2	21,0	27,4
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	19,4	22,7	9,1	16,7	228,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	22,0	20,9	8,9	19,2	290,1
EBITDA / Servicio de Deuda	1,7	10,4	3,0	2,7	41,6
FGO / Cargos Fijos	19,4	22,7	9,1	16,7	228,9
FFL / Servicio de Deuda	(3,0)	1,9	(0,4)	(0,7)	(22,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(2,7)	4,3	0,4	(0,4)	(18,4)
FCO / Inversiones de Capital	1,4	1,6	0,9	0,7	0,6
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	0,5	0,8	0,5	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	0,6	0,8	0,5	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,3	0,6	0,4	(0,0)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,5	8,2	19,2	21,2	9,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,57	0,09	0,27	0,70	0,41
<b>Balance</b>					
Total Activos	223.134	36.276	47.914	38.465	26.317
Caja e Inversiones Corrientes	7.849	4.414	3.945	870	825
Deuda Corto Plazo	25.965	937	3.266	3.451	179
Deuda Largo Plazo	19.901	9.907	8.646	1.449	254
<b>Deuda Total</b>	<b>45.866</b>	<b>10.844</b>	<b>11.912</b>	<b>4.900</b>	<b>433</b>
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>45.866</b>	<b>10.844</b>	<b>11.912</b>	<b>4.900</b>	<b>433</b>
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>45.866</b>	<b>10.844</b>	<b>11.912</b>	<b>4.900</b>	<b>433</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>129.252</b>	<b>12.261</b>	<b>19.878</b>	<b>17.610</b>	<b>14.769</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>175.118</b>	<b>23.105</b>	<b>31.790</b>	<b>22.510</b>	<b>15.202</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	9.817	20.107	13.119	8.859	6.837
Variación del Capital de Trabajo	(965)	(1.623)	(3.327)	(2.518)	(1.145)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>8.852</b>	<b>18.484</b>	<b>9.792</b>	<b>6.341</b>	<b>5.692</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(6.324)	(11.698)	(11.339)	(8.714)	(9.104)
Dividendos	(23.951)	(4.192)	(2.000)	(849)	(1.299)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(21.423)</b>	<b>2.594</b>	<b>(3.547)</b>	<b>(3.222)</b>	<b>(4.711)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4	27	19	39	17
Otras Inversiones, Neto	3.846	(2.623)	(20)	(976)	(339)
Variación Neta de Deuda	20.595	(1.256)	6.401	4.270	(12)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	-
<b>Variación de Caja</b>	<b>3.022</b>	<b>(1.258)</b>	<b>2.853</b>	<b>111</b>	<b>(5.045)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>30.698</b>	<b>65.319</b>	<b>53.323</b>	<b>40.540</b>	<b>33.388</b>
Variación de Ventas (%)	87,99	22,50	31,53	21,42	22,08
<b>EBIT Operativo</b>	<b>7.126</b>	<b>12.428</b>	<b>8.226</b>	<b>6.428</b>	<b>5.459</b>
Intereses Financieros Brutos	534	928	1.613	566	30
<b>Resultado Neto atribuible a TECO</b>	<b>3.460</b>	<b>7.630</b>	<b>3.975</b>	<b>3.403</b>	<b>3.673</b>

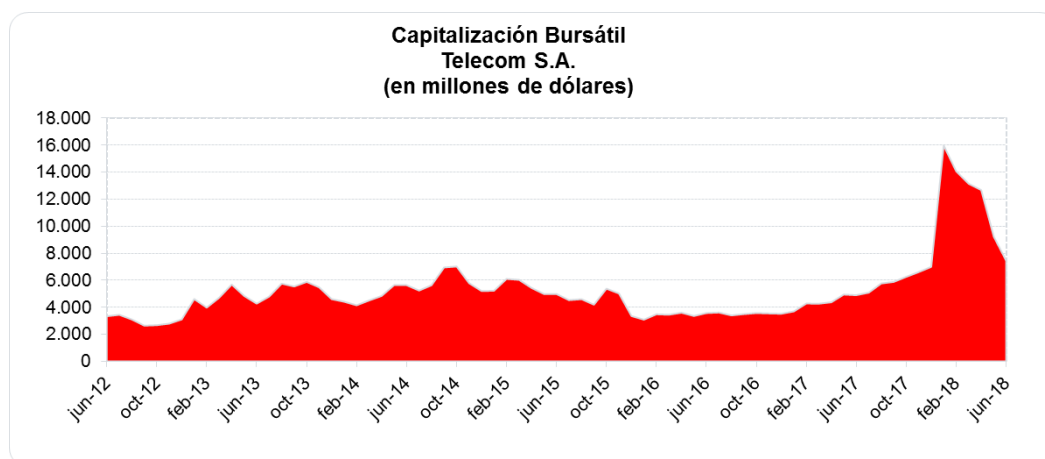
## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- USD: Dólar estadounidense.
- CFI: Corporación Financiera Internacional.
- CNDC: Comisión Nacional de Defensa de la Competencia.

## Anexo III. Acciones

Telecom Argentina S.A. cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde el 30 de marzo de 1992, y a partir del 9 de diciembre de 1994 cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). Tras la fusión con Cablevisión, efectiva desde el 1º de enero de 2018, se emitieron nuevas acciones, hasta alcanzar un capital social total de 2.168.909.384 acciones. De esta manera, a junio'18 la capitalización bursátil ascendía a US\$ 7.446 MM.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la capitalización bursátil en dólares de Telecom, desde jun'12 hasta jun'18:



Fuente de Datos: Economática

### Presencia

En los últimos doce meses móviles a junio'18, la acción de TEO mantuvo una Presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado, manteniéndose en los niveles registrados en los últimos años.

### Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses a junio'18, se observa que la acción de TEO registró una Rotación del 78% sobre el capital flotante en el mercado. El porcentaje en los últimos tres meses fue del 28%.

### Participación

En los últimos doce meses a junio'18, el volumen negociado por TEO fue de \$ 3.524 MM y tuvo una Participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 2,5%.

En conclusión, se considera que la acción de Telecom cuenta con una ALTA liquidez.

## **Pago de Dividendos**

El 8 de enero de 2018, Telecom Argentina, como sociedad continuadora de Cablevisión, ha cancelado los dividendos declarados por Cablevisión el 18 de diciembre de 2017 por \$ 4.078 millones.

El 31 de enero de 2018 el Directorio de Telecom Argentina aprobó la desafectación de \$ 9.729 millones de dicha Reserva, y su distribución como dividendos en efectivo en dos cuotas: 1) \$ 2.863 millones el 15 de febrero de 2018 y 2) \$ 6.866 millones el 30 de abril de 2018, pudiendo el directorio anticipar dicho pago. Posteriormente y en uso de la facultad que le delegó el Directorio, el Presidente de la Sociedad dispuso que esta segunda cuota sea puesta a disposición el 21 de marzo de 2018.

El 31 de enero de 2018 el Directorio también aprobó la distribución de \$ 5.641 millones, como dividendos anticipados correspondientes a la utilidad neta (líquida y realizada) de Telecom Argentina del período comprendido entre el 1 de enero de 2017 y el 30 de septiembre de 2017, los cuales fueron abonados el 15 de febrero de 2018.

El 31 de enero de 2018 el Directorio además aprobó la distribución de \$ 4.503 millones, como dividendos anticipados correspondientes a la utilidad neta (líquida y realizada) de Cablevisión S.A. del período comprendido entre el 1 de enero de 2017 y el 30 de septiembre de 2017, los cuales fueron abonados el 15 de febrero de 2018.



## Anexo IV. Características de los Instrumentos

### **Obligaciones Negociables Serie II por hasta \$250MM (ampliable hasta \$1.000MM)**

- **Monto Emitido:** \$ 149 MM.
- **Moneda:** Pesos.
- **Vencimiento:** 10 de diciembre de 2018 (18 meses desde fecha de emisión).
- **Amortización:** en un solo pago a la fecha de vencimiento.
- **Intereses:** La tasa será fija durante los primeros 9 meses, 28.75%, y variable durante los 27 meses restantes, BADLAR+4%.
- **Pago de intereses:** trimestral por período vencido desde fecha de emisión.

### **Obligaciones Negociables Serie IV por U\$S 50MM, ampliable hasta el equivalente de \$ 1.500MM**

- **Valor Nominal:** U\$S 77,9 MM.
- **Moneda:** Dólares estadounidenses.
- **Vencimiento:** 16 de noviembre de 2018 (24 meses desde fecha de emisión).
- **Amortización:** en un solo pago a la fecha de vencimiento.
- **Intereses:** tasa Fija de corte de 4,85% nominal anual.
- **Pago de intereses:** trimestral por período vencido desde fecha de emisión.

### **Obligaciones Negociables Serie III por \$ 500MM, ampliable hasta \$ 1.500MM**

- **Monto Emitido:** \$ 722 MM.

Esta serie fue totalmente cancelada a su fecha de vencimiento, el 16 de mayo de 2018.

## Anexo V. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 5 de Julio de 2018 confirmó\* en la **Categoría AA+(arg)** la calificación del emisor de **Telecom Argentina S.A.** y de las siguientes Obligaciones Negociables de la compañía:

- ON Serie II por hasta \$250MM (ampliables hasta \$1.000MM)
- ON Serie IV por hasta U\$50MM (ampliables hasta el equivalente de \$1.500MM)

Se asignó una perspectiva Positiva a las calificaciones.

**Categoría AA(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Asimismo, el consejo de calificación confirmó\* la **Categoría 1** de las acciones ordinarias de Telecom Argentina.

**Categoría 1:** Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

### Fuentes

- Balances auditados hasta el 31/03/2018 disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co SRL
- Prospecto del Programa para la emisión de Obligaciones Negociables por hasta U\$500MM de fecha 13-04-2015 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar). La ampliación del Programa hasta U\$1.000MM fue autorizado por la CNV mediante Resolución N° 18.277 de fecha 20 de octubre de 2016.
- Suplemento de Precio de las Series I y II de fecha 24 de noviembre 2015, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Suplemento de Precio de las Series III y IV de fecha 2 de noviembre 2016 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–**, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.