

Favorecida por múltiplos de valuación y el crecimiento de las telecomunicaciones. Pero el marco sectorial regulatorio y contexto macroeconómico limitan su desempeño.

Recomendación: **MANTENER**
 Precio objetivo (12m): USD 6,50

17 de febrero de 2023

Resumen financiero

Precio ADR	USD 5,90
Rendimiento esperado (base)	+10% USD
Capitalización Bursátil (M de USD)	1.492,2
Valuación Compañía (M de USD)	3.507,1
Beta vs. S&P 500	0,68
Precio Máx. (52 sem.)	USD 6,85
Precio Mín. (52 sem.)	USD 3,72
Variación (12M en USD)	+6,7%

Múltiplos de valuación

	2021	2022e	2023e	2024e
EV/EBITDA	2,6	4,1	3,1	2,7
PE	11,8	16,8	9,8	34,3
PBV	0,2	0,2	0,3	0,3
PS	0,3	0,3	0,4	0,4

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	4.477,0	3.805,5	3.615,2	3.723,6
Crec. YoY		-15,0%	-5,0%	3,0%
EBIT	-29,2	-437,1	-155,8	-27,0
Crec. YoY		1396,8%	-64,4%	-82,6%
EBITDA	1.381,0	849,7	1.131,0	1.259,8
Crec. YoY		-38,5%	33,1%	11,4%
Res neto	105,1	77,4	152,7	43,5
Crec. YoY		-26,3%	97,2%	-71,5%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022e	2023e	2024e
Margen bruto	73,2%	72,9%	74,4%	74,2%
Margen operativo	-0,7%	-11,5%	-4,3%	-0,7%
Margen neto	2,3%	2,0%	4,2%	1,2%
Margen EBITDA	30,8%	22,3%	31,3%	33,8%
ROE	2,1%	1,4%	2,8%	0,8%
ROA	1,1%	0,7%	1,4%	0,4%

Ratios de deuda

	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda neta/EBITDA	1,7x	2,6x	1,8x	1,5x
Deuda neta/PN	44,9%	40,8%	36,1%	33,9%

RESUMEN EJECUTIVO

Recomendamos **MANTENER** el ADR de Telecom Argentina (TEO) con un precio objetivo de USD 6,50 que representa un *upside* de +10% en dólares a 12 meses como escenario más probable.

TEO anunció para el 3°T22 un EPS de USD 0,358 con ingresos de USD 912,47 M. El mercado estimaba un EPS de USD 0,358 sobre unos ingresos de USD 895 M. Para el 4°T22 se espera un EPS de USD 0,2365 (+616% YoY) sobre ingresos de USD 940 M (-1,59% YoY).

Telecom Argentina mantiene buena posición patrimonial, beneficiada por el fuerte crecimiento de las telecomunicaciones. Además, registra un bajo endeudamiento, tiene buena cobertura de intereses y mantiene sus operaciones estables. La compañía se beneficia de ser un operador integrado, que le permite una mayor fidelización de clientes, mejorar el posicionamiento de marca, y optimizar costos e inversiones.

Se destaca el riesgo de poseer la mayor parte de su deuda denominada en dólares (cerca del 69%), mientras el 84% de sus ingresos son en moneda local. Mitiga parcialmente este riesgo a través de sus operaciones en Paraguay, Uruguay y EE.UU. (10% del EBITDA a septiembre 2022) y con el segmento de Datos (grandes clientes), que está denominado en dólares pero pagadero en pesos y representa cerca del 7,5% de los ingresos.

Telecom totaliza ingresos en dólares por aproximadamente el 16% de sus ventas totales.

Sin embargo, la creciente injerencia regulatoria del Gobierno nacional en el sector aumenta los riesgos de un congelamiento tarifario extenso, conllevando una caída de las inversiones que podrían afectar a sus ingresos a largo plazo. En ese contexto, el servicio de Prestación Básica Universal continúa vigente pero suspendido bajo medida cautelar.

Perspectivas operativas 2022 y 2023

En base a estos resultados, proyectamos que Telecom Argentina finalizaría el año 2023 con una caída en sus ingresos de -5,0% en dólares, como consecuencia de una caída de la facturación en todos los segmentos operativos, en un contexto de creciente injerencia regulatoria oficial sobre el sector.

Se espera que el resultado financiero se ubique en valores positivos que inciden en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 4,2% en 2023, avanzando desde el 2,0% registrado en 2022.

La deuda financiera neta como proporción del capital permanecería en valores moderados, en torno a 36,1% en 2023, siendo una cifra inferior a la observada en 2022 (40,8%) ante las expectativas de una disminución en su endeudamiento neto.

Para 2024 estimamos incremento de los ingresos en dólares de +3,0% ante las expectativas de mayores ajustes tarifarios en línea con la devaluación proyectada para la Argentina. Por su parte, proyectamos que el margen bruto se ubique en 74,2%, mientras que su margen operativo aumentaría a -0,7%, el margen neto a 1,2% y el margen EBITDA cerraría en 33,8%.

Desempeño operativo de 9M22

Telecom registró ingresos por ARS 470.960 M en los primeros nueve meses de 2022, de los cuales un 39,7% provinieron del servicio móvil, un 22,3% de banda ancha, un 18,2% de TV paga, un 12,4% en telefonía fija y datos, un 6,5% en venta de equipos y un 0,8% en otros servicios.

Así es como la compañía reportó una baja de 12,2% en sus ingresos ajustados por inflación. La caída fue consecuencia de una baja en todos los segmentos: -6,8% en el segmento móvil, -7,5% en Internet, -18,5% en televisión por cable y -22,2% en telefonía fija y datos. La facturación por equipos, en tanto, bajó 19,7% hasta ARS 30.591 M.

En tanto, el EBITDA alcanzó los ARS 135.138 M y el margen EBITDA cayó de 33% en el mismo período del 2021 a 28,7%, ajustado por inflación. En los 9M22, la compañía registró una utilidad neta de -ARS 163.498 M, que revierte la ganancia de ARS 1.876 M de igual período de 2021.

Al 30 de septiembre de 2022, los clientes totales en Argentina y Paraguay sumaban 22,3 millones. La compañía tiene una base sólida de usuarios postpago que representa un 43% de sus clientes totales.

Su nueva billetera móvil, Personal Pay, llegó a 527.675 usuarios al cierre del 3°T22 y el número de abonados de TV rondó los 3,5 millones, mientras que las líneas de banda ancha se situaron en 4,2 millones. Por último, los usuarios de telefonía fija llegaron a 3,1 millones, 4% menos en la comparación.

Injerencia regulatoria sobre las comunicaciones locales

En agosto de 2020 a través del DNU 690/2020 el presidente Alberto Fernández declara a las telecomunicaciones como servicios públicos esenciales. Asimismo, se estableció que los precios de los servicios serán regulados por el Enacom. La compañía había cuestionado los bajos aumentos y el comienzo de las prestaciones básicas universales y obligatorias para este sector.

"Se está destruyendo la ecuación económica de las empresas TIC, poniendo en riesgo la calidad de los servicios que prestan, su desarrollo, sus miles de puestos de trabajo directos e indirectos y con consecuencias en muchos casos, irreversibles", habían comunicado desde la compañía en aquel entonces.

En otras palabras, las empresas del sector cuestionan el DNU porque argumentan que alejará y ahuyentará las inversiones, además de poner más obstáculos a las pymes para seguir operando. A esto se suma que si la suba de precios depende del Gobierno, no es un buen incentivo sobre todo en un país en donde es muy complicado prever cuál será la inflación.

Telecom sostiene que no se dan los supuestos legales para la calificación como "servicio público" a una actividad privada y libre que se realiza en condiciones de competencia. En este sentido, según la empresa, el DNU 690/2020 desconoce los derechos de propiedad de los licenciatarios, destruye la mínima seguridad jurídica necesaria para brindar un horizonte de previsibilidad a servicios que exigen de permanentes y millonarias inversiones para funcionar.

En ese sentido, las grandes empresas de telefonía fueron a la Justicia y en 2021 obtuvieron una medida cautelar que les permitió realizar subas por encima de lo autorizado por el Enacom.

En octubre del año pasado, Telecom Argentina obtuvo una resolución favorable del Juzgado Contencioso Administrativo Federal N° 8, que se decidió prorrogar la vigencia de la medida cautelar por seis meses. Un tiempo antes, Telefónica también había obtenido una prórroga similar.

Desde que los servicios de telefonía, Internet y televisión por cable pasaron a ser considerados como servicios públicos regulados, los aumentos autorizados por el Gobierno fueron de entre 5% y 8% en enero de 2021; luego, 7,5% en febrero, 2,5% en marzo y 5% en julio. En 2022, hubo subas de 9,8% en enero, 9,5% en mayo y julio, 19,8% en octubre y finalmente 9,8% en diciembre pasado.

No obstante, Telecom Argentina anunció un aumento promedio del 15% en todos sus servicios móviles, fijos, de TV Paga e Internet en enero de 2022. En abril de realizó un incremento del 12% en promedio para todos los servicios, en julio del 11% y en octubre del 19%. Desde noviembre, también efectuó una suba del 19% para el segmento de telefonía móvil.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

En base a estos resultados, proyectamos que Telecom Argentina finalizaría el año 2023 con una caída en sus ingresos de -5,0% en dólares, como consecuencia de una caída de la facturación en todos los segmentos operativos, en un contexto de creciente injerencia regulatoria oficial sobre el sector.

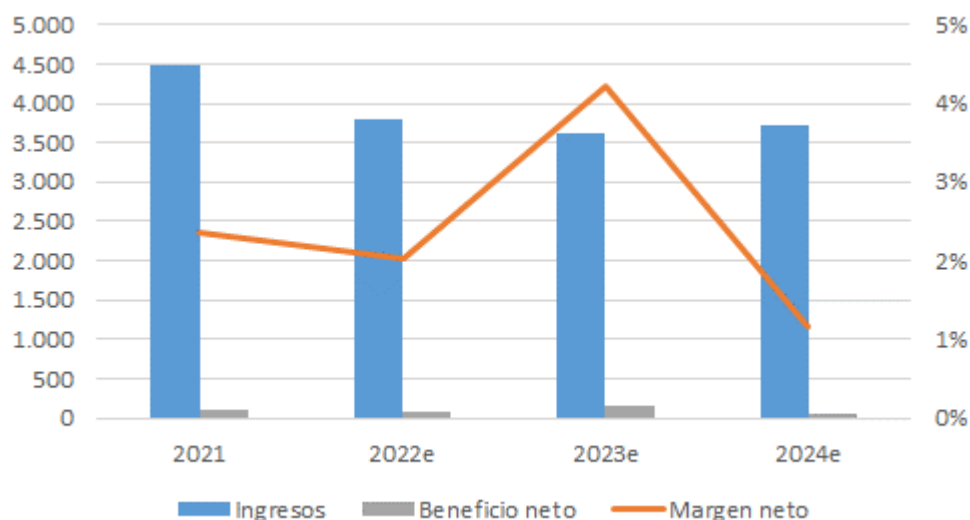
Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 74,4% respecto al dato de 2022 (72,9%). Calculamos una suba en el resultado operativo a -USD 155,8 M, mientras que su margen operativo pasaría a -4,3%. No obstante vemos una rectificación de esta situación en 2024 llevando su resultado operativo a -USD 27,8 M con un margen de -0,7%.

Se espera que el resultado financiero se ubique en valores positivos que inciden en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 4,2% en 2023, avanzando desde el 2,0% registrado en 2022.

Proyectamos que el EBITDA refleje una suba respecto a 2022, mientras que el margen EBITDA se ubicaría en 31,3% en 2023. Por otro lado, su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 2,8% y 1,4% respectivamente.

De esta manera, podemos estimar un Price-to-Earnings (PE) *forward* 12M de 9,8x para este año, ante la mayor ganancia proyectada con relación a 2022.

TELECOM ARGENTINA: evolución de los ingresos, beneficio y margen neto



Fuente: Elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

La deuda financiera neta como proporción del capital permanecería en valores moderados, en torno a 36,1% en 2023, siendo una cifra inferior a la observada en 2022 (40,8%) ante las expectativas de una disminución en su endeudamiento neto.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA se ubicaría en torno a 1,8x. La misma disminuiría en 2024, lo que daría cuenta de una dificultad moderada para administrar sus pasivos a futuro.

Se espera que el apalancamiento se reduzca levemente, ya que el capital aumentaría al 52,0% del activo en 2023 y 52,2% en 2024.

Para 2024 estimamos incremento de los ingresos en dólares de +3,0% ante las expectativas de mayores ajustes tarifarios en línea con la devaluación proyectada para la Argentina, al tiempo que está muy condicionado a la evolución de las variables regulatorias. Una política oficial agresiva podría afectar la recuperación de los ingresos a largo plazo.

Por su parte, proyectamos que el margen bruto se ubique en 74,2%, mientras que su margen operativo aumentaría a -0,7%, el margen neto a 1,2% y el margen EBITDA cerraría en 33,8%.

Ratios comparables

Tomando como muestra algunas de las empresas de comunicaciones más importantes de Latinoamérica y el resto del mundo, Telecom Argentina presenta el mayor PE *trailing* 12M en la muestra, debido a los menores niveles de ganancias luego de un período de mayor resultado neto. Es menor que su socio local Cablevisión.

El ratio Price-to-Sales (PS) *trailing* 12M de Telecom Argentina se encuentra por debajo del promedio de la muestra, cercano a Telecom Italia que se encuentra por debajo ligeramente. El Price-to-Book value (PBV) *trailing* 12M se ubica en el último lugar (cerca de Telecom Italia), dando cuenta que pareciera estar subvaluada bajo estas métricas.

En lo referido al EV/EBITDA, Telecom Argentina se encuentra registrando el menor valor en la muestra (próximo a 3,5x) mientras que el resto promedia 5,6x (con Telecom Italia y Verizon Communications por encima de 6x).

En términos de retornos, los ROA y ROE de Telecom Argentina registran comportamiento negativo, al igual que los de Cablevisión. Mientras que el resto presenta registros fuertemente positivos (excepto Telecom Italia) destacándose Entel y Verizon Communications, que alcanzan un ROE por encima de 24% y un ROA por sobre el 5% cada uno.

Si analizamos el patrimonio neto como proporción del activo, Telecom Argentina exhibe valores altos, al igual que Megacable, dado su bajo nivel de apalancamiento. En cambio, América Móvil, Cablevisión y Verizon poseen bajo respaldo patrimonial de su activo.

Finalmente, el margen neto *trailing* 12M se encuentra en terreno negativo, en contraste a Entel, Verizon y Megacable que tienen márgenes más robustos.

ANÁLISIS COMPARATIVO MÚLTIPLOS DE VALUACIÓN: Empresas de comunicaciones

Nombre Completo	Precio (moneda local)	Pais	Ticker	Cap. Bursátil USD M	P/B Trail.12m	P/E Trail. 12m
Telecom Argentina	5,8	Argentina	TEO	1.434,1	0,40	20,88
America Movil	18,4	México	AMXL.MX	63.272,5	3,14	14,17
Telecom Italia	0,3	Italia	TLIT.MI	6.769,9	0,41	-
Cablevision Holding	1.111,0	Argentina	CVH.BA	717,9	0,51	9,84
Verizon Communications	40,2	EE.UU.	VZ	169.381,3	1,86	7,98
Entel	3.065,0	Chile	ENTEL.SN	1.154,2	0,59	2,01
Megacable	56,5	México	MEGACPO.MX	2.618,5	1,42	7,37

Fuente: Refinitiv

Nombre Completo	EV/EB Trail. 12m	P/S Trail. 12m	Marg.neto (%)	ROE (%)	ROA (%)	PN / A (%)
Telecom Argentina	3,53	0,46	-25,62	-26,63	-12,45	46,74
America Movil	5,34	1,39	10,45	21,71	5,02	23,10
Telecom Italia	7,41	0,41	-71,83	-54,85	-13,44	24,50
Cablevision Holding	5,09	0,23	-20,41	-33,08	-6,07	18,36
Verizon Communications	6,66	1,24	15,89	24,58	5,90	24,01
Entel	4,77	0,36	17,98	29,88	8,30	27,78
Megacable	4,68	1,84	13,20	9,82	5,85	59,64

Fuente: Refinitiv

Telecom Argentina (TEO)

Company report

Gráfico de precio histórico

El precio del ADR de Telecom Argentina cotiza por encima de sus medias móviles de 50 y 200 ruedas, las que a su vez marcaron un *golden cross* a mediados de enero de 2023. Durante los últimos 2 años, la tendencia del precio ha sido muy volátil, acentuada tras las PASO de 2019 y la irrupción de la pandemia en 2020.

Sin embargo, desde mediados octubre de 2022 la acción registró una marcada tendencia alcista, que la llevó a registrar una performance de +78,6% desde ese momento hasta finales de enero cuando tocó máximo de dos años de USD 6. A partir de ese momento, la acción ha registrado una corrección en su nivel de precio llevándola a registrar una performance de -15,6% hasta el actual nivel de precio de USD 5,76.

TELECOM ARGENTINA (TEO): últimos 2 años, precio en USD, MA de 50 y 200 ruedas



Fuente: Trading View

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos por ventas	4.477,0	3.805,5	3.615,2	3.723,6
Costo de ventas	-1.200,0	-1.033,1	-926,0	-959,2
Resultado bruto	3.277,0	2.772,3	2.689,2	2.764,5
Gastos operativos	-3.306,2	-3.209,4	-2.845,0	-2.791,5
Resultado operativo	-29,2	-437,1	-155,8	-27,0
Resultado financiero neto	483,7	-138,8	13,5	95,9
Resultado antes de impuesto	454,5	-575,9	-142,3	68,9
Impuesto a las ganancias	-349,4	653,3	295,0	-25,4
Ganancia o pérdida neta	105,1	77,4	152,7	43,5
EBITDA	1.381,0	849,7	1.131,0	1.259,8
Efectivo y equivalentes	193,3	203,0	233,5	226,4
Deuda financiera	2.599,5	2.417,5	2.248,3	2.135,9
Deuda financiera neta	2.406,2	2.214,5	2.014,9	1.909,4
Deuda neta/EBITDA	1,7x	2,6x	1,8x	1,5x
Deuda neta/patrimonio	44,9%	40,8%	36,1%	33,9%
Patrimonio neto	5.356,4	5.433,8	5.586,5	5.630,0
Cantidad de acciones totales	2.153,7	2.153,7	2.153,7	2.153,7
Activo total	10.509,5	10.586,9	10.739,6	10.783,1
Relación patrimonio/activo	51,0%	51,3%	52,0%	52,2%
Capitalización Bursátil	1.237	1.302	1.492	1.492
Valor de la empresa	3.644	3.517	3.507	3.401

Fuente: información pública de la empresa

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved