

Telecom Argentina S.A. (TEO)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	AA+(arg)
Obligaciones Negociables	
Clase 3 por hasta \$1.500 MM(*)	A1+(arg)
Clase 4 por hasta \$1.500 MM(*)	AA+(arg)
(*) Clase 3 y 4 ampliables por hasta \$5.000 MM.	
Clase 6 Por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$3.000 MM (**)	A1+(arg)
Clase 7 Por hasta el equivalente en UVA de \$1.500 MM ampliable por hasta \$8.000 MM (**)	AA+(arg)
(**) Clase 6 y 7 ampliables en conjunto por hasta \$10.000 MM.	
Acciones Ordinarias	1
Perspectiva	
Negativa	

Resumen Financiero

Consolidado	30/9/2020*	31/12/2019*
(\$ miles constantes a sept-20)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	692.852	707.013
Deuda Financiera	181.457	189.101
Ingresos	279.892	289.854
EBITDA	95.763	94.265
EBITDA (%)	34,2	32,5
Deuda Total / EBITDA	1,9	2,0
Deuda Meta Total / EBITDA	1,7	1,7
EBITDA / Intereses	6,6	7,2

(*) Los datos están ajustados por inflación y expresados en moneda homogénea de septiembre 2020.

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

Cándido Pérez
 Director Asociado
 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

Gustavo Avila
 Director
 5235-8142
gustavo.avila@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

ON Clase 6 y Clase 7: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de emisor de largo plazo de Telecom Argentina S.A (TEO) y de las ON de largo plazo previamente emitidas por la compañía en AA+(arg) con Perspectiva Negativa y en la categoría A1+(arg) las ON de corto plazo. Asimismo, asignó en la categoría AA+(arg) con Perspectiva Negativa la calificación de las ON Clase 7 y en A1+(arg) a las ON Clase 6 a ser emitidas por la compañía.

Riesgo regulatorio alto: Tras la declaración como servicios públicos esenciales y estratégicos a la telefonía fija, móvil, internet y cable (entre otros), además de congelar los precios de dichos servicios hasta el 31/12/2020, se estableció como Autoridad de Aplicación al ENACOM, quien será el encargado de autorizar los futuros ajustes de precios y quien regule los precios de los servicios básicos, universales y obligatorios. En ausencia de un ambiente regulatorio constructivo que incentive las inversiones (principalmente 5G) mediante ajustes automáticos, se podría ver deteriorado el entorno operativo del sector telecomunicaciones, generando incertidumbre en la generación de flujo de las compañías del sector. FIX considera que, dada la alta sensibilidad de la industria a inversiones y financiamiento, dicha regulación y la falta de ajustes en el horizonte de calificación, podrían repercutir en la calidad crediticia de la compañía en el mediano plazo.

Robusta generación de flujo operativo: En el año móvil a sept'20, el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo (FCO) (en moneda homogénea de cierre) alcanzaron \$ 85.763 MM y \$ 78.100 MM respectivamente, con un margen EBITDA del 34,2%. La principal fuente de generación de fondos son los servicios móviles, con el 38,3% del total, impulsado por un mayor uso de datos. Los otros negocios clave son banda ancha con el 21,2% y servicios de TV paga con el 19,6%. La oferta se completa con segmento de datos y telefonía fija (con una continua caída de abonados), y venta de equipos (que tuvieron una disminución del 18,7% respecto a sept'19). En el actual contexto, con precios congelados hasta dic'20, pero con una mayor eficiencia en costos y cierto crecimiento por el uso de productos de mayor valor agregado (más ancho de banda y más servicios como *streaming* y datos), FIX espera para 2020 márgenes cercanos a 32% con un EBITDA de unos USD 1.200 MM. La compañía ha flexibilizado el plan de inversiones en tecnología 4G y ultra banda ancha, por lo que FIX espera Flujo de Fondos Libre positivo para este año.

Fuerte posicionamiento competitivo: 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. FIX espera que TEO mantenga una posición de liderazgo en estos segmentos en el mediano plazo, 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. La compañía es líder en el segmento de televisión paga (con una participación estimada del 37%) y como proveedor de servicios de internet de banda ancha (con una participación del orden del 54%), una participación de mercado cercana al 33% en el segmento de servicios móviles, y de 50% en servicios de telefonía fija.

Riesgo de descalce de moneda: TEO presenta un riesgo de descalce por tener la mayor parte de su deuda en dólares (a la fecha cerca del 91%) y sus ingresos principalmente en pesos. Mitiga parcialmente este riesgo a través de sus operaciones en Paraguay, Uruguay y USA (7% del EBITDA) y con el segmento de Datos (grandes clientes), que está dolarizado y representa el 9% de los ingresos. Además tiene cobertura con caja e instrumentos derivados de los servicios de deuda en dólares de 12 meses.

Sensibilidad de la Calificación

Una acción de calificación podría darse con una combinación de factores determinados por una evolución del entorno regulatorio vis a vis con el desenvolvimiento macroeconómico fundamentalmente inflación y tipo de cambio. FIX monitoreará la evolución del negocio con respecto a decisiones regulatorias que deterioren o beneficien las métricas operativas y que luego repercutan en la rentabilidad e inversión, resultando en cambios significativos en las principales métricas crediticias de la empresa. La calificación actual no contempla un ratio deuda/EBITDA por encima de 3,0x de manera sostenida.

Liquidez y Estructura de Capital

Perfil financiero moderado y baja exposición al riesgo de liquidez: A sept'20 TEO presenta una moderada estructura de capital, con un ratio deuda neta/EBITDA de 1,7x y cobertura de intereses de 6,6x. En su caso base, FIX prevé para dic'20 un ratio deuda neta/EBITDA cercano a 1,8x, y para dic'21, en un escenario con ajustes de precios por debajo de la inflación, este ratio podría quedar en torno a 2,3-2,6x. La caja a sept'20 por \$ 21.092 MM le permitía cubrir un 52% de la deuda de corto plazo. En ago'20 emitió la ON Clase 5 por USD 388,9 MM, que se integró mediante canje de la ON 2021 de Cablevisión (con un 77,7% de adhesión, por el cual los tenedores de la ON 2021 recibieron un 32% en efectivo y un 70% de la nueva ON 2025) por USD 253,5 MM y en efectivo por USD 135,4 MM. TEO demuestra un excelente acceso al financiamiento, habiendo recientemente refinanciado préstamos con organismos multilaterales por casi USD 330 MM extendiendo plazos por el 85% del vencimiento de capital a entre 24 y 66 meses adicionales de sus vencimientos originales entre finales de 2020 y 2021, precancelando el 15% restante. Esto le permitió despejar buena parte de los compromisos financieros de corto plazo, quedando vencimientos por USD 21 MM en 2020 (un 41% en pesos), USD 341 MM en 2021 (55% en pesos), USD 512 MM para 2022 y los restantes USD 1.338 MM entre 2024-2027.

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. TEO posee una participación por encima del 30% en todos los segmentos en los que participa, siendo líder en internet de banda ancha, TV paga y telefonía fija. Además de los servicios en Argentina, TEO provee servicios de telefonía móvil en Paraguay (a través de Núcleo S.A.), con 2,2 MM de clientes y servicios de TV paga en Uruguay con 142.000 abonados.

Los ingresos de TEO en los primeros nueve meses de 2020 totalizaron \$ 208.220 MM, de los cuales \$ 79.706 MM pertenecen a servicios móviles, \$ 44.053 MM a internet por banda ancha, \$ 40.755 MM de TV por cable y \$ 31.955 MM a telefonía fija y datos. El negocio de móviles es el más preponderante, seguido por el de banda ancha y TV Paga, siendo los tres los de mejores perspectivas de crecimiento.

En el segmento móvil se observa un fuerte crecimiento en el uso de datos de internet, con lo que el indicador MBOU (MB/mes de internet por celular/cliente) aumentó un 18% entre sept'20 y sept'19, en tanto el ARPU en este segmento se incrementó un 3,5% en términos reales y mientras que el parque de clientes cayó un 1,7% en el mismo período. El mayor uso de servicios de internet móviles ha reducido el de otros servicios, como servicios de voz y SMS, aunque el servicio de voz volvió a incrementarse tras el aislamiento obligatorio cerca de un 50%. Por otra parte, Los clientes pospago se viene incrementando gradualmente como proporción del total llegando a niveles del 41% del total en sept'20, que provee al segmento una mayor estabilidad al flujo de ingresos. La venta de equipos móviles cayó un 18.7% en términos reales, debido a menores unidades vendidas (-35%) a pesar de que los precios subieron 71% en promedio muy por encima de la inflación del período.

En el segmento de internet, el número de abonados se mantuvo estable en el último año (en 4,2 MM de abonados), pero se incrementó la velocidad de banda ancha, con aumento de suscriptores de ultra banda ancha (más de 50 MB de velocidad), que pasaron del 33% del total de clientes de internet en sept'19 al 58% en sept'20.

Con los servicios convergentes que brinda la plataforma de Flow, se revirtió la leve caída que venía teniendo hasta mar'19 el número de abonados de TV paga, con un potencial de crecimiento de los ingresos a través de los paquetes Premium. Los suscriptores de Flow pasaron de 873 mil con decodificadores y 927 mil desde la aplicación a sept'19 hasta 1.17 millones y 1,31 millones en sept'20, respectivamente.

A sept'20 el número de líneas de telefonía fija cayó un 10,2% interanual, continuando con la tendencia declinante de los últimos años y es probable que esto continúe de esta manera.

Durante el tercer trimestre de 2020 la compañía lanzó Mi Negocio Personal, una plataforma de comercio electrónico que le permite a micro emprendedores digitalizar la experiencia comercial de su negocio y vender a sus clientes de manera personalizada a través de las redes sociales que elija y con los métodos de pago integrados.

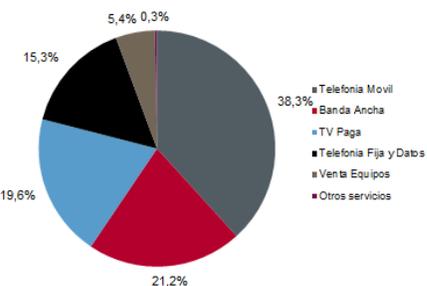
Inversiones de capital

A fin de seguir desarrollando las redes de fibra óptica y cable, y el despliegue de la red 4G, la compañía había anunciado inversiones por USD 5.000 MM para los años 2018-2020, pero ante el contexto macroeconómico de los últimos 2 años, TEO ha flexibilizado dicho plan, para llevarlo a cabo en un plazo bastante mayor. El ritmo de inversiones/ventas fue del 20/22% en 2018 y 2019. Teniendo en cuenta el actual entorno, durante los nueve meses de 2020 la compañía invirtió \$ 40.699 MM o 19,5% de las ventas Vs \$ 60.030 MM o 27.5% de las ventas en los primeros tres trimestres del 2019, representando una caída real del 32.2%. Para 2020 se estiman inversiones por unos USD 500 MM, por debajo de los USD 850 MM de 2019 y los USD 1.300 MM de 2018. En los siguientes años y dependiendo del entrono regulatorio se espera que el ratio de inversiones/ventas ronde un 17%, por debajo de los 19-20% calculados anteriormente.

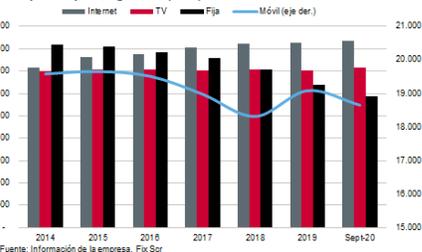
	Suscriptores (MM)	Participación del Mercado (%)
A Sept-20		
Internet Banda Ancha	4,2	53
TV Paga	3,6	36
Telefonía Móvil	18,7	33
Telefonía Fija	2,9	50

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

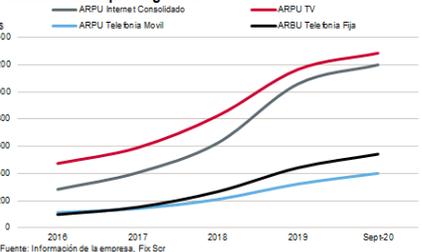
Ventas por Segmento de Negocio (sept'20)



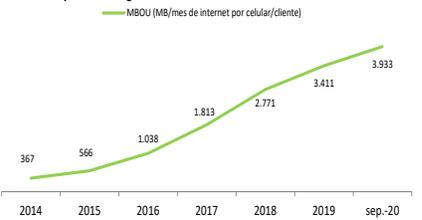
Suscriptores por Segmento ('000)



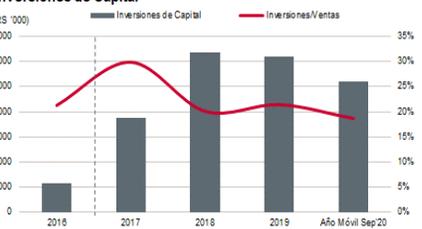
Evolución Precios por Segmento



Indicadores Operativos Segmento Móvil



Inversiones de Capital



(1) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

(2) Desde el 1 de enero de 2018 no facturado con Cablevisión.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Riesgo del sector

Riesgo regulatorio: FIX observa un aumento del riesgo regulatorio en el sector, tras el decreto que suspende los cortes por falta de pago (brindando un servicio reducido, que representa menos del 3% de la base de suscriptores) o el congelamiento de tarifas de telefonía hasta diciembre 2020. Si bien TEO ha conseguido eficiencias en costos que le permiten sostener la rentabilidad en un entorno complejo, una falta de ajustes por un período prolongado de tiempo podría repercutir en los ratios crediticios de la compañía en el mediano plazo.

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. 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 36%) y como proveedor de servicios de internet de banda ancha (con una participación del orden del 53%) La empresa tiene una participación de mercado cercana al 33% en el segmento de servicios móviles, y de 50% 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.

Respecto a los principales competidores, América Móvil (Claro) no tiene una red fija relevante sobre la cual apalancarse, mientras que Telefónica sí posee la red de cobre, pero la capacidad de la banda ancha es menos de la mitad que la de fibra de Cablevisión. El nivel de inversiones/ventas de los principales competidores es del 15%, por debajo de los valores de TEO.

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, a marzo 2020 los principales accionistas de TEO son Cablevisión Holding y Fintech Telecom, con un porcentaje cercano a 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 (91%), al igual que ciertos costos de operación, mantenimiento e inversiones en tecnología. Mitiga parcialmente este riesgo a través de sus operaciones en Paraguay, Uruguay y USA (7% del EBITDA) y con el segmento de Datos (grandes clientes), que está dolarizado y representa el 9% de los ingresos. Además tiene cobertura con instrumentos derivados de los servicios de deuda en dólares de 12 meses.

Mayor competencia: Tras la fusión de Telecom con Cablevisión en ene'18, 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

Nota: Todos los valores en pesos a los que hacemos mención en el perfil financiero son expresados en moneda constante al cierre de marzo 2020. Los datos hasta 2016 son de Telecom sólo, los de 2017 de Cablevisión sólo y desde 2018 Telecom y Cablevisión fusionados.

Rentabilidad

En el año móvil a septiembre '20 los ingresos de la compañía ascendieron a \$ 279.892 MM, mientras que el EBITDA totalizó \$ 95.763 MM, con un margen del 34,2%, superior al 32,5% de dic'19. 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 de Fibertel, y la posibilidad de poder ofrecer paquetes de servicios convergentes de cuádruple play, proporciona oportunidades de crecimiento para la compañía, aún en un entorno de caída de actividad en la mayoría de los sectores.

Para 2020 FIX espera que TEO logre mantener márgenes de rentabilidad cercanos a 32/33%, con un EBITDA de unos USD 1.200 MM, dado que los menores ajustes de tarifas se compensan con una mayor eficiencia en costos. Hacia adelante, con una normalización del entorno y con ajustes siguiendo la inflación, podría mejorar los márgenes hasta un 34/35%, por las sinergias en costos producto de la mayor escala, y por el crecimiento esperado en los segmentos mencionados a pesar de haber redimensionado los planes de inversiones.

Flujo de fondos

Telecom detenta un flujo de caja operativo (FCO) positivo, que le ha permitido realizar importantes inversiones de capital y cumplir con los compromisos de pago de deuda. En el año móvil a septiembre '20 TEO generó un FCO de \$ 95.681 MM, que fue aplicado a inversiones de capital por \$ 52.223 MM. Tras una distribución de dividendos por \$ 23.089 MM, quedó un flujo de fondos libre positivo por \$ 2.788 MM. En 2020 no habría una distribución de dividendos de esta magnitud ni sería en efectivo ya que la compañía anunció el pago en especie con bonos soberanos denominados en dólares que mantenía en cartera, estimando un FFL positivo, teniendo en cuenta la flexibilidad del plan de inversiones para el despliegue de la red de fibra óptica, cable y la red de 4G, el cual se irá ejecutando de acuerdo a la generación de fondos propios.

Flujo de Fondos	Año Móvil					
ARS 'MM	2015	2016	2017	2018	2019	Sep'20
Ventas	40.540	53.323	125.380	316.139	289.854	279.892
Flujo Generado por las Operaciones	8.859	13.119	40.500	78.660	106.730	95.681
Variación del Capital de Trabajo	(2.518)	(3.327)	(24)	(22.444)	(16.187)	(17.581)
Flujo de Caja Operativo	6.341	9.792	40.476	56.216	90.543	78.100
Inversiones de Capital	(8.714)	(11.339)	(37.479)	(63.527)	(62.120)	(52.223)
Dividendos	(849)	(2.000)	(4.616)	(64.005)	(43.447)	(23.089)
Flujo de Fondos Libre	(3.222)	(3.547)	(1.620)	(71.315)	(15.024)	2.788

(1) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

(2) Desde el 1 de enero de 2018 se fusionó con Cablevisión.

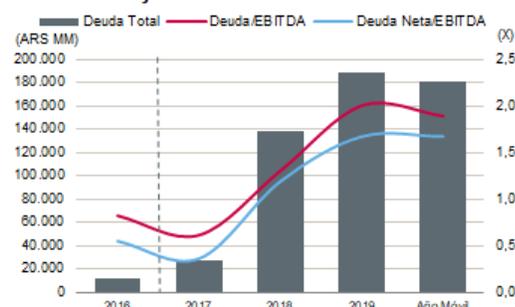
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

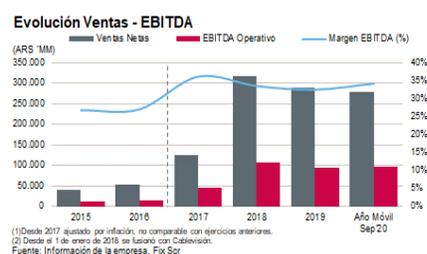
Los indicadores crediticios de Telecom en el año móvil a septiembre '20 continúan siendo muy sólidos, con ratios de cobertura de intereses de 6,6x, y un moderado apalancamiento (relación deuda neta a EBITDA de 1,7x).

La deuda financiera era de \$ 181.457 MM, de la cual el 78% es de largo plazo. El canje parcial pero exitoso de la ON Clase (77.74%) con vencimiento en 2021 y la refinanciación de préstamos con bancos internacionales y organismos multilaterales por casi USD 330 MM extendiendo plazos por el 85% del vencimiento de capital a entre 24 y 66 meses adicionales de sus vencimientos originales entre finales de 2020 y 2021, precancelando el 15% restante, le permitió mejorar el perfil de deuda, alargando los plazos y despejando gran parte de los vencimientos 2020-2021.

Deuda Total y Endeudamiento



(*) Desde 2017 ajustado por inflación, en 2018 se fusionó con Cablevisión.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



(1) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
(2) Desde el 1 de enero de 2018 se fusionó con Cablevisión.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización (Sept'20)

ARS MM		
Deuda de Corto Plazo	40.518	7%
Deuda de Largo Plazo	140.939	25%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	181.457	33%
Total Patrimonio	376.365	67%
Total Capital Ajustado	557.822	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de Deuda

USD MM	Año Móvil Sep'20	(%)
Préstamos bancarios	140	6,3
Obligaciones Negociables	951	42,8
Multilaterales (IFC, IIC, IDB)	770	34,7
Núcleo	67	3,0
Otros	293	13,2
Deuda Total	2.221	100,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La deuda a septiembre '20 se encuentra dividida principalmente entre obligaciones negociables por USD 951 MM con el remanente del bono internacional por USD104 MM (originalmente de USD 465 MM) con vencimiento en 2021 que había emitido originalmente Cablevisión, el cual fue canjeado parcialmente por las ON Clase 5 por USD 389 MM con amortizaciones parciales entre 2023 y 2026, la ON Clase 1 por USD 400 MM con vencimiento en 2026 y ON en el mercado local por el equivalente a USD 58 MM con vencimiento en 2021. Préstamos con organismos multilaterales (IFC, IDB y IIC) por USD 770 MM con vencimientos entre 2022 y 2027, y un préstamo bancario por USD 140 MM con vencimiento en 2020 y otro garantizado por la agencia finlandesa de crédito Finnvera, por USD 68 MM amortizable semestralmente, con vencimiento en 2026.

FIX prevé para dic'20 un ratio deuda neta/EBITDA cercano a 1,8x, y para dic'21, en un escenario con ajustes de precios por debajo de la inflación, este ratio podría quedar en torno a 2,3-2,6x. La caja a sept'20 por \$ 21.092 MM le permitía cubrir un 52% de la deuda de corto plazo. En ago'20 emitió la ON Clase 5 por USD 388,9 MM, que se integró mediante canje de la ON 2021 de Cablevisión (con un 77,7% de adhesión, por el cual los tenedores de la ON 2021 recibieron un 32% en efectivo y un 70% de la nueva ON 2025) por USD 253,5 MM y en efectivo por USD 135,4 MM. Esto le permitió despejar buena parte de los compromisos financieros del 2020-2021, quedando vencimientos por USD 21 MM en 2020 (un 41% en pesos), USD 341 MM en 2021 (55% en pesos), USD 512 MM en 2022, USD 444 MM en 2023, USD 271 MM en 2024 y USD 632 MM entre 2025 al 2027.

A septiembre '20 la empresa presenta una posición de liquidez de \$ 21.092 MM, que alcanza a cubrir el 52% de la deuda de corto plazo. La fuerte generación interna de fondos mitiga el riesgo de liquidez.

Liquidez - Telecom Argentina S.A.

ARS 'MM	2017	2018	2019	Año Móvil Sep'20
EBITDA Operativo	45.361	106.043	94.265	95.763
Caja e Inversiones Corrientes	11.388	12.042	31.284	21.092
Deuda Corto Plazo	2.417	35.027	46.371	40.518
Deuda Largo Plazo	25.558	103.571	142.730	140.939

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	18,8	3,0	2,0	2,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	23,5	3,4	2,7	2,9
Deuda Total / EBITDA	0,6	1,3	2,0	1,9

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. Actualmente la compañía cuenta con USD 893 MM en bonos emitidos en el mercado internacional, el equivalente de USD 58 MM en ON locales, USD 500 MM en préstamos con bancos internacionales, otras facilidades crediticias y financiamiento de equipo de tecnología y USD 770 MM en préstamos de organismos multilaterales y bancos internacionales. De estos últimos recientemente, logró refinanciar con el IFC, IDB y IIC, casi USD 330 MM extendiendo plazos por el 85% del vencimiento de capital a entre 24 y 66 meses adicionales de sus vencimientos originales entre finales de 2020 y 2021, precancelando el 15% restante, lo cual denota su flexibilidad financiera en diversos mercados y contrapartes.

La compañía busca con la emisión de las ON locales Clase 6 y Clase 7 seguir financiándose en moneda local y esta vez con la particularidad de que la Clase 7 esta denominada en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), con la idea de financiar su capital de trabajo y refinanciación de pasivos de corto plazo.

Anexo I. Resumen Financiero

Los datos desde 2017 han sido ajustados por inflación, con lo cual no son comparables con los de períodos anteriores. FIX ha actualizado a moneda homogénea a jun'20 los estados contables desde 2017, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Además, desde el 1/1/2018 rige la fusión de Telecom con Cablevisión, con lo cual los números desde 2018 son de la compañía fusionada. El FCO incluye pago de intereses financieros, y la deuda financiera incluye los pasivos por arrendamiento.

Resumen Financiero - Telecom Argentina S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	sep-20	2019	2018	2017	2016
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		346,62	283,44	283,44	184,26	
Coefficiente de actualización		346,62	346,62	346,62	346,62	
Ratio de ajuste		1,00	1,22	1,22	1,88	
Rentabilidad						
EBITDA Operativo		95.763	74.175	94.265	106.043	45.361
EBITDAR Operativo		95.763	74.175	94.265	106.043	45.361
Margen de EBITDA		34,2	35,6	32,5	33,5	36,2
Margen de EBITDAR		34,2	35,6	32,5	33,5	36,2
Margen del Flujo de Fondos Libre		1,0	10,4	(5,2)	(22,6)	(1,3)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos		7,6	7,1	9,1	10,6	19,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos		6,6	7,1	7,2	13,0	21,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)		6,6	7,1	7,2	13,0	21,2
EBITDA / Servicio de Deuda		1,7	1,8	1,6	2,5	10,0
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda		1,7	1,8	1,6	2,5	10,0
FGO / Cargos Fijos		7,6	7,1	9,1	10,6	19,9
FFL / Servicio de Deuda		0,3	0,8	(0,0)	(1,5)	0,1
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO		1,6	1,8	1,6	1,6	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA		1,9	1,8	2,0	1,3	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA		1,7	1,6	1,7	1,2	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo		1,9	1,8	2,0	1,3	0,6
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo		1,7	1,6	1,7	1,2	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)		7,8	7,5	8,0	9,8	10,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)		22,3	22,3	24,5	25,3	8,6
Balance						
Total Activos		692.852	692.852	707.013	649.610	164.381
Caja e Inversiones Corrientes		21.092	21.092	31.284	12.042	11.388
Deuda Corto Plazo		40.518	40.518	46.371	35.027	2.417
Deuda Largo Plazo		140.939	140.939	142.730	103.571	25.558
Deuda Total		181.457	181.457	189.101	138.598	27.975
Deuda asimilable al Patrimonio		0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio		181.457	181.457	189.101	138.598	27.975
Deuda Fuera de Balance		0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio		181.457	181.457	189.101	138.598	27.975
Total Patrimonio		376.365	376.365	378.908	400.019	96.156
Total Capital Ajustado		557.822	557.822	568.009	538.617	124.131
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)		95.681	64.237	106.730	78.660	40.500
Variación del Capital de Trabajo		(17.581)	(8.184)	(16.187)	(22.444)	(24)
Flujo de Caja Operativo (FCO)		78.100	56.053	90.543	56.216	40.476
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total		0	0	0	0	0
Inversiones de Capital		(52.223)	(34.184)	(62.120)	(63.527)	(37.479)
Dividendos		(23.089)	(158)	(43.447)	(64.005)	(4.616)
Flujo de Fondos Libre (FFL)		2.788	21.711	(15.024)	(71.315)	(1.620)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto		124	0	125	11	24
Otras Inversiones, Neto		(11.849)	(13.009)	7.222	21.050	5.318
Variación Neta de Deuda		(19.832)	(17.417)	26.908	43.753	(675)
Variación Neta del Capital		0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)		(4.992)	(2.956)	(4.434)	0	0
Variación de Caja		(33.761)	(11.671)	14.797	(6.502)	3.048
Estado de Resultados						
Ventas Netas		279.892	208.220	289.854	316.139	125.380
Variación de Ventas (%)		N/A	(4,6)	(8,3)	152,1	N/A
EBIT Operativo		19.037	19.393	19.316	39.990	26.918
Intereses Financieros Brutos		14.531	10.463	13.140	8.187	2.141
Alquileres		0	0	0	0	0
Resultado Neto		10.326	(1.645)	(5.376)	9.960	18.306

(*) Moneda constante a septiembre 2020

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.
- MM: Millones.
- USD: Dólar estadounidense.
- IFC: Corporación Financiera Internacional, por su sigla en inglés.
- CNDC: Comisión Nacional de Defensa de la Competencia.
- DNU: Decreto de Necesidad y Urgencia.
- ENACOM: Ente Nacional de Comunicaciones.
- Streaming: Retransmisión en directo o en continuo, se refiere a la distribución digital de contenido multimedia de manera que el usuario utiliza el producto a la vez que se descarga.

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. Tras la reducción de capital por cancelación de acciones en cartera en tres tramos entre jun'19 y nov'19, al 31 de dic'19 el capital social de Telecom Argentina quedó conformado por un total de 2.153.688.011 acciones ordinarias.



A nov'20 la capitalización bursátil ascendía a USD 6.150 MM. El siguiente gráfico muestra la evolución de la capitalización bursátil en dólares de Telecom, desde nov'15 hasta nov'20:

Fuente de Datos: Economática

Presencia

En los últimos doce meses móviles a nov'20, 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 nov'20, se observa que la acción de TEO registró una Rotación del 60% sobre el capital flotante en el mercado. El porcentaje en los últimos tres meses fue del 16%.

Participación

En los últimos doce meses a nov'20, el volumen negociado por TEO fue de \$ 3.860 MM y tuvo una Participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 1,6%.

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

Pago de Dividendos

La Asamblea Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas de Telecom, celebrada el 13 de noviembre de 2020 dispuso distribuir en concepto de dividendos en especie: i) Bonos Globales de la República Argentina amortizables en Dólares Estadounidenses con vencimiento el 09/07/2030 "Bonos Globales 2030" por un valor nominal de US\$ 157.642.897 y ii) Bonos Globales de la República Argentina amortizables en Dólares Estadounidenses con vencimiento el 09/07/2035 "Bonos Globales 2035" por un valor nominal de US\$ 271.896.177, a una relación de US\$ 0,073196719 Bonos Globales 2030 y US\$ 0,126246780 Bonos Globales 2035 por cada acción de \$ 1 valor nominal en circulación de la Sociedad, lo que representa el 1.147,96% sobre el capital social en circulación.

Teniendo derecho a percibir el dividendo las cuatro clases de acciones en circulación representativas del capital social (Acciones Clases A, B, C y D). Los tenedores de Certificados Americanos de Depósitos (ADRs) recibirán las distribuciones que les correspondan de conformidad con el respectivo contrato de depósito a través de JP Morgan Chase Bank NA, depositario de las Acciones Clase B subyacentes a dichos certificados a partir de la fecha que resulte por aplicación de las normas que rijan en la jurisdicción donde cotizan los ADRs de la Sociedad.

Anexo IV. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase 3

Monto Autorizado:	Por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$5.000 MM
Monto Emisión:	3.196.524.154
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	31/01/2020
Fecha de Vencimiento:	31/01/2021
Amortización de Capital:	En un solo pago al vencimiento
Intereses:	Tasa BADLAR más 4,75%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Capital de Trabajo y refinanciación de pasivos
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	NA
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 4

Monto Autorizado:	Por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$5.000 MM
Monto Emisión:	1.200.229.180
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	31/01/2020
Fecha de Vencimiento:	31/07/2021
Amortización de Capital:	En un solo pago al vencimiento
Intereses:	Tasa BADLAR más 5,25%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Capital de Trabajo y refinanciación de pasivos
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	NA
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 6

Monto Autorizado:	Por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$3.000 MM
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 12 meses despues de la emisión
Amortización de Capital:	En un solo pago al vencimiento
Intereses:	Tasa BADLAR más margen a licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Capital de Trabajo y refinanciación de pasivos
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	NA
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 7

Monto Autorizado:	Por hasta el equivalente en UVA de \$1.500 MM ampliable por hasta \$8.000 MM
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Unidades de Valor Adquisitivo (UVA)
Moneda de Suscripción e Integración:	Las Obligaciones Negociables serán suscriptas e integradas en Pesos en la fecha de emisión y liquidación al Valor Inicial de UVA (que será indicada en el suplemento de precios)
Moneda de Pago:	Los pagos se realizarán en Pesos en las respectivas Fechas de Pago de Amortización y en cada Fecha de Pago de Intereses (según se establece en el suplemento de precios)
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses despues de la emisión
Amortización de Capital:	En un solo pago al vencimiento
Intereses:	Tasa fija a licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Capital de Trabajo y refinanciación de pasivos
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	NA
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

El valor nominal conjunto de las Obligaciones Negociables que se emitan en ningún caso superará los \$1.500 MM (ampliable hasta \$10.000 MM)

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 02 de diciembre de 2020 confirmó* en la **Categoría AA+(arg)** con **Perspectiva Negativa** a la calificación de emisor de largo plazo de **Telecom Argentina S.A.** y a la del siguiente título emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$5.000 MM

Asimismo, el mencionado Consejo confirmó* en **A1+(arg)** al siguiente título emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 3 por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$5.000 MM

En el mismo consejo, se asignó en la **Categoría AA+(arg)** con **Perspectiva Negativa** a la calificación del siguiente título de largo a ser emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 7 Por hasta el equivalente en UVA de \$1.500 MM ampliable por hasta \$8.000 MM**.

De igual forma, se asignó en la **Categoría A1+(arg)** al siguiente título de corto plazo a ser emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 6 por hasta \$1.500 MM ampliable por hasta \$3.000 MM**

(**) El valor nominal conjunto de las Obligaciones Negociables que se emitan en ningún caso superará los \$1.500 MM (ampliable hasta \$10.000 MM).

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.

Categoría A1(arg): Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

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 30/09/2020 (6 meses) disponibles en www.cnv.gov.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co SRL
- Hechos relevantes publicados por la compañía.
- Suplemento de precio de las ON Clase 3 y Clase 4, de fecha 23 de enero de 2020. disponibles en www.cnv.gov.ar
- Suplemento provisorio de precio de las ON Clase 6 y Clase 7, provisto por el emisor.

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 LIDER 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.