

Ecuador  
Papel Comercial  
Calificación inicial

OTECEL S.A.

## Calificación

Tipo de Instrumento	Resultado Calificación	Calificación Anterior	Último Cambio
VI Programa de Papel Comercial	AAA	N/A	N/A

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación.

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

**Último Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación  
N/A: No aplica

## Definición de la calificación

'AAA' Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

## Resumen Financiero

CUENTA	dic-18	dic-19	may-20
Activos (USD MM)	851.7	1,037.0	843.3
Ventas (USD MM)	652.2	557.1	190.9
Margen EBITDA (%)	25.80%	29.13%	37.67%
ROE (%)	-15.08%	-6.23%	-6.15%
Deuda / capitalización (%)	30.86%	36.32%	27.82%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.02	1.22	-1.56
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.54	1.60	-4.69
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	1.02	0.87	0.52
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	2.37	1.63	0.69

Fuente: OTECEL S.A. Elaboración BWR

## Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Stefany León  
(5932) 226 9767 ext. 112  
[sleon@bwratings.com](mailto:sleon@bwratings.com)

## Fundamento de la Calificación

El comité de calificación decidió otorgar la calificación de "AAA" al Programa de Papel Comercial de USD 20MM de OTECEL S.A., que se analiza en el presente informe, la cual se sustenta tanto en la fortaleza crediticia de su operación local como en la probabilidad de soporte parcial de su casa matriz, Telefónica S.A., quien cuenta con una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de "BBB" para el largo plazo y "F2" en el corto plazo, con perspectiva estable.

Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

**Expectativa de soporte parcial del grupo internacional.** Si bien Telefónica S.A. inició el proceso de spin-off con sus filiales latinoamericanas, se considera que, en caso de necesitarlo, el soporte de la Casa Matriz sería probable, dado el vínculo reputacional por el uso de su marca. OTECEL S.A. es 100% propiedad de Latin American Cellular Holdings S.L., subsidiaria directa del Grupo internacional Telefónica S.A.

**Industria con fuertes regulaciones y carga impositiva elevada.** La empresa se encuentra dentro de la industria de telecomunicaciones, la misma que está sujeta a fuertes regulaciones y cuyo comportamiento se ve influenciado por las distintas normas que se emiten. Bajo la coyuntura actual por COVID-19 la industria se vería afectada en función del comportamiento del ingreso de los hogares y el nivel de desempleo.

**Importante capacidad de generación de flujos operativos.** La empresa históricamente ha mostrado capacidad de generar flujos operativos importantes que han permitido cubrir sus inversiones y mantener un bajo endeudamiento. A mayo-2020, la fuerte competencia de la industria, sumada a la coyuntura actual por la emergencia sanitaria y el cambio de estrategia en el segmento de venta de terminales, ocasionaron una caída de los ingresos operativos. Sin embargo, se espera que la generación tienda a recuperarse hacia el segundo semestre del año. Además, la empresa cuenta con estrategias de eficiencia de gastos que permitirían obtener resultados positivos en los siguientes periodos.

**Capacidad de pago y bajo endeudamiento.** El endeudamiento de la empresa es bajo, lo cual refleja una posición conservadora de la Administración y le brinda a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria. Además, no se evidencian necesidades inminentes de endeudamiento en el corto plazo y la deuda se mantendría con una tendencia a disminuir de acuerdo con las proyecciones efectuadas.

**Liquidez histórica holgada y con perspectiva estable.** Aunque en algunos años han sido significativos los pagos realizados al Estado por la renovación de la concesión y el uso del espectro radioeléctrico, los flujos de la compañía históricamente han sido suficientes para cubrir las necesidades de capital de trabajo e inversiones de capital de la empresa casi en su totalidad. El riesgo de refinanciamiento y los requerimientos adicionales de liquidez se encuentran cubiertos por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente de su bajo endeudamiento y capacidad de generación operativa.

La perspectiva de la calificación es estable. La misma podría variar en caso de que en el futuro existiera la percepción de un debilitamiento significativo en la capacidad o voluntad de soporte de parte de su casa matriz o si la estrategia de endeudamiento del emisor cambiara significativamente.

**Fecha Comité: 14 de julio, 2020**  
**Estados Financieros a: 31 de mayo, 2020**



## CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

VI Programa de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Total Emisión:	20,000,000
Plazo del programa:	720 DÍAS
Plazo de la emisión:	hasta 359 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital	Al vencimiento
Periodicidad Pago de Interés	Cero cupón
Garantía:	General
Objeto de la emisión	100 % para cubrir parte de la adquisición de activos productivos de Red de la empresa: infraestructura, sitios, equipos, frecuencias, y software, y el capital de trabajo asociado
Agente Estructurador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

### HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros.

En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo por el derecho de uso y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos

operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

### ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La propagación del virus COVID-19 nacido en Wuhan-China a finales de 2019 ha tenido fuertes impactos sobre la economía mundial, hábitos de consumo y estilo de vida de la población. El alto nivel de propagación y el desconocimiento de cómo tratar a los infectados ha obligado a los jefes de estado a tomar medidas estrictas como el confinamiento y paralización de actividades no prioritarias para evitar el crecimiento exponencial de contagios y con ello la saturación de los sistemas de salud e incremento de víctimas mortales.

La crisis ha tenido una afectación importante en la producción, empleo y consumo global. El FMI recientemente incrementó la estimación de la contracción que tendrá en 2020 la economía mundial a -4.9%, debido a un impacto mayor de lo previsto de la pandemia en la actividad del primer semestre del año. En 2021 se espera una recuperación de 5.4%, que podría variar dependiendo de la evolución del virus. En el caso de Ecuador, el Banco Central del Ecuador estima que la economía se contraerá entre 7.27% y 9.59%.

El crecimiento del país ya se venía desacelerando desde el 2018 debido a la imposibilidad del Gobierno de mantener el gasto público ante una caída del precio del petróleo y restricciones en el financiamiento externo. Antes del inicio de la crisis producida por el COVID-19, el país ya tenía desafíos importantes, ya que el incumplimiento de los compromisos de ajuste fiscal ponía en riesgo los desembolsos planificados en función de la carta de intención con el FMI firmada el 11 de marzo de 2019, que garantizaba financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) para suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales. Actualmente dicho acuerdo se encuentra en revisión.

El confinamiento obligatorio que inició en marzo-2020 y que se ha ido flexibilizando poco a poco ha tenido un impacto significativo en la mayoría de las actividades económicas, aunque las áreas de

alimentación, salud, telecomunicaciones, y las industrias de exportación pudieron seguir produciendo. Adicionalmente, el desplome del precio del petróleo tiene un impacto directo para Ecuador, tanto en su balanza comercial como en el presupuesto general del Estado, que fue construido con base en un precio promedio estimado de USD 51 por barril. Según el Ministro de Energía y Recursos Renovables, por cada dólar que baja el precio Ecuador pierde USD 500,000 por día. El Gobierno prevé una reducción en la balanza comercial petrolera de USD 3242 millones. A esto se suma la rotura a inicios de abril de un tramo tanto del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) como del OCP, que provocó la paralización de los dos sistemas de bombeo de crudo y derivados por un mes.

En marzo el Gobierno optó por el pago de USD 324MM de capital de los bonos 2020, pero se acogió al periodo de gracia de los intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030 para así aliviar el flujo de caja temporalmente por USD 200 millones. El pago de la deuda externa se efectuó con la finalidad de no vulnerar las fuentes de financiamiento futuras. Fitch Ratings disminuyó la calificación a “default restringido” tras el acuerdo de diferimiento de la deuda externa estatal. Hasta agosto de este año el Gobierno deberá negociar el refinanciamiento de su deuda externa.

En esta coyuntura, el país ha recibido créditos de varios multilaterales como el FMI, Banco Mundial, CAF y BID, así como del Gobierno de China. No obstante, al momento el financiamiento externo parece insuficiente frente a las necesidades emergentes del país. Se espera que el país reciba USD 5,319 millones en créditos externos en este año, de los cuales ya ha recibido USD 1,637 millones hasta mayo, y realiza gestiones para conseguir unos USD 2,400 millones en créditos de dos instituciones chinas hasta fin de año<sup>1</sup>.

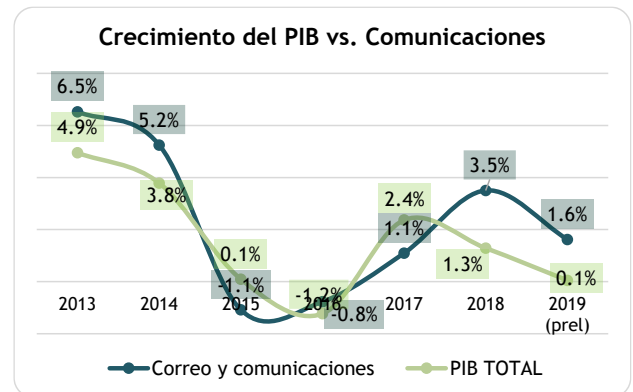
Una vez que se restaure la actividad productiva, es de esperarse que la economía del país y la velocidad de recuperación de los distintos sectores giren en torno al acceso a financiamiento externo. En esta línea, será fundamental la estrategia del gobierno en cuanto a la renegociación de la deuda externa y los acuerdos nacionales que se consigan para evitar

pugnas que agravarían la crisis, esto dentro de un contexto de elecciones presidenciales próximas.

Como mitigante a la situación actual del endeudamiento, es importante destacar que en junio de 2020 el gobierno anunció un acuerdo con una porción importante de tenedores de bonos de la deuda externa que permitiría una reducción de alrededor de USD1,500 MM, la disminución de la tasa de interés en cuatro puntos porcentuales y una ampliación del plazo por 10 y 5 años de gracia para el pago de capital<sup>2</sup>. Se esperaría que este acuerdo se consolide en el mes de agosto de 2020.

En lo que respecta a la industria de correo y comunicaciones, se observa un crecimiento más alto al de la producción nacional en los últimos dos años, liderado especialmente por las empresas de telecomunicaciones.

Gráfico 1



Fuente: BCE Elaboración: BWR

Si bien el crecimiento de la industria fue superior a la producción nacional, la crisis sanitaria impide que este desarrollo se mantenga estable en el tiempo y de acuerdo con fuentes internacionales<sup>3</sup>, la industria de tecnologías de información en mercados emergentes podría presentar una caída importante de hasta quince puntos porcentuales en el año 2020.

Según declaraciones en julio de 2019 de la Secretaría de Comunicación de la Presidencia de la República, Ecuador iniciaría un proceso de implementación de tecnología 5G en el año 2020<sup>4</sup>, sin embargo, el Gobierno no ha incursionado en un proceso de licitación para este proyecto a la fecha de corte del presente estudio. Adicionalmente, lo

<sup>1</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/finanzas-cinco-mil-millones-multilaterales-este-ano-deuda/>

<sup>2</sup> [https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-tenedores-deuda-externa/?utm\\_source=push&utm\\_medium=2020-07-06](https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-tenedores-deuda-externa/?utm_source=push&utm_medium=2020-07-06)

<sup>3</sup> <https://mundoenlinea.cl/2020/06/22/durante-el-2020-la-industria-de-ti-podria-disminuir-entre-5-y-15-puntos-porcentuales-en-mercados-emergentes/>

<sup>4</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/tecnologia/1/ecuador-2020-tecnologia-5g>

<https://www.telecomunicaciones.gob.ec/mintel-presento-la-nueva-politica-de-espectro-en-el-marco-de-un-ecuador-digital/>

anterior podría verse comprometido con las necesidades de cobertura digital bajo la coyuntura actual. En ese sentido, el Presidente del Ecuador indicó la importancia del impulso de la conectividad en varias zonas del país, por lo que se iniciarían medidas que faciliten el acceso de pequeños proveedores en 369 localidades a nivel nacional<sup>5</sup> y zonas wifi-gratuitas en instituciones educativas.

El sector de telecomunicaciones en Ecuador está altamente regulado y por lo tanto su comportamiento está directamente influenciado por las distintas normas que se emiten. Además, el sector es sensible a los ciclos económicos del país y a los niveles de consumo en los hogares, que a su vez están influenciados por el grado de desempleo. Por este motivo se espera que la coyuntura económica actual tenga una implicación directa en el desempeño del sector.

Tras la emergencia sanitaria por COVID-19, el 22 de junio de 2020 se publicó en Registro Oficial la Ley Orgánica de Apoyo Humanitario, que contiene varias reformas impulsadas por el Gobierno en el contexto de la crisis del Covid-19. En el caso del sector de telecomunicaciones, el artículo 5 de dicha Ley dispone: i) el no incremento de tarifas en servicios básicos (incluido los de telecomunicaciones) desde la vigencia del Estado de Excepción y hasta un año después del mismo; (ii) la suspensión temporal de cortes por falta de pago de servicios de telecomunicaciones, mientras permanezca vigente el estado de excepción y hasta por dos meses después de su terminación; (iii) una vez se puedan reanudar las actividades cobro, los mismos se realizarán divididos en doce cuotas iguales, sin intereses, multas ni recargos.. Estas disposiciones podrían tener un efecto perjudicial en la cartera de las empresas de la industria y una complicación en su liquidez, en función del número de usuarios que no realicen sus pagos oportunamente.

A la fecha de corte del presente informe, la proporción de líneas activas prepago es del 72%, es decir, una concentración ligeramente por encima del mismo período del 2019. Adicionalmente, la densidad nacional de líneas activas asciende a 86.37%, conformadas por servicios de: telefonía, telefonía e internet, internet y datos móviles.

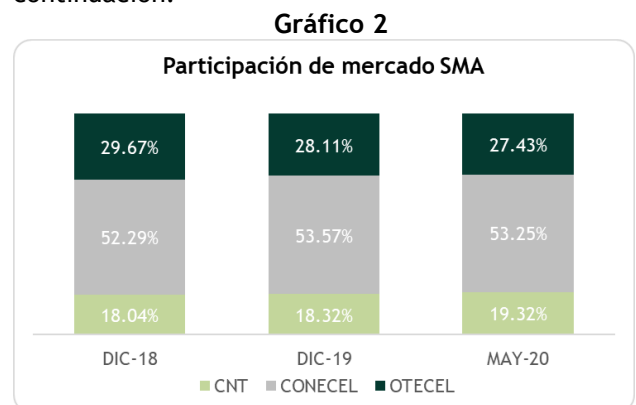
La industria requiere inversiones intensivas de capital debido a los cambios tecnológicos inherentes al sector. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar, pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar una saturación del mercado y por consiguiente una erosión de los ingresos y de los

márgenes.

Así, se evidencia un fuerte crecimiento de la infraestructura requerida para el sector, con un incremento de radiobases de 10.48% interanual al primer trimestre de 2020<sup>6</sup>, con el objetivo de abarcar mayor cobertura en el territorio nacional.

La competencia del mercado de telefonía móvil se define con tres participantes: CONECEL, OTECEL Y CNT, quienes compiten en los segmentos de telefonía móvil, internet, datos y otros servicios digitales. La competencia en el mercado se fundamenta en mejoras de la calidad del servicio y beneficios en precio que permitan la elección de los consumidores. Cabe mencionar que en la actualidad existe el mecanismo de portabilidad de servicios, que permite cambiar de operador con mayor facilidad.

La participación de mercado de las empresas en esta industria se ha mantenido estable en los últimos periodos, aunque históricamente se evidencia mayor crecimiento en la participación de mercado de CNT. A pesar de que la empresa estatal CNT cubre una porción menor del mercado de telefonía móvil, posee un amplio liderazgo en telefonía fija y banda ancha fija y registra crecimientos importantes en su participación de mercado en lo que respecta a Servicio Móvil Avanzado (SMA), que pasa de 1.4% en el año 2013 a 19.32% a mayo-2020. Por otra parte, CONECEL S.A. y OTECEL S.A. poseen en conjunto el 80.68% del mercado nacional, como se observa en el gráfico a continuación:



Fuente: ARCOTEL Elaboración: BWR

Las empresas que pertenecen a esta industria atienden a un mercado diversificado de clientes y proveedores, y constituyen una fuente importante de empleo e impuestos. Al cierre del 2019, alrededor del 72.48% de las líneas activas del mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes prepago. Por otro lado, los

<sup>5</sup> <https://www.bnamericas.com/es/noticias/ecuador-anuncia-medidas-para-impulsar-la-conectividad>

<sup>6</sup> <https://www.arcotel.gob.ec/wp-content/uploads/2015/01/BoletinEstadistico-May2020-SMA-CoberturaInfraestructura.pdf>

planes pospago han tenido un crecimiento relativamente sostenido desde el año 2008 y representan el 27.52% del total de líneas activas.

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

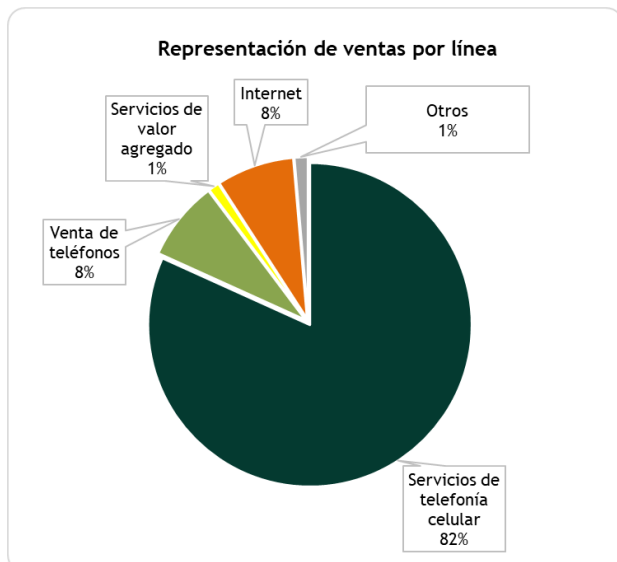
OTECEL S.A. es una empresa privada dedicada al servicio de telecomunicaciones en Ecuador, que a partir del año 2004 forma parte de Telefónica de España. La compañía se constituyó en el año 1993 y se dedica principalmente a los servicios de telecomunicaciones y de acuerdo con información provista por el emisor, se ofrecieron 4.5 millones de accesos móviles en 24 provincias del país a diciembre-2019.

El emisor emplea actualmente a 978 personas, en su mayoría de áreas comerciales y de producción. Las líneas de negocio de la empresa se relacionan con planes prepago; pospago; internet y datos; digitales y conectividad, entre otros.

Cabe mencionar que a partir del año 2015 la empresa incorporó a su negocio la marca Tuenti, que se orienta a un público joven y con una oferta prepago, enfocada en datos y flexibilidad.

En 2019 OTECEL S.A. presentó crecimientos importantes de sus líneas de negocio en relación con su principal competidor, CONECEL S.A. Adicionalmente, la empresa inició un nuevo modelo de franquicias con el despliegue de 25 sitios de cobertura y capacidad. la ampliación de cobertura con 25 sitios nuevos (15 de ellos franquicias).

**Gráfico 3**



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR

OTECEL S.A. cuenta con ingresos por la prestación de servicios móviles, así como la venta de dispositivos. A la fecha de corte, la representación más importante dentro de los ingresos de la

compañía corresponde a servicios de telefonía celular con un 82% de participación en las ventas (69% a diciembre-2019), seguido por internet y venta de teléfonos y accesorios, como se muestra en el gráfico 3.

La ventaja competitiva del emisor radica en su facilidad de acceso a nuevas tecnologías, capacitación y soporte técnico, y el pertenecer a una corporación internacional con fuerte posicionamiento.

Adicionalmente, con la intención de iniciar una reinversión de sus negocios, el grupo internacional anunció la nueva línea de Telefónica Tech que consiste en servicios de ciberseguridad, big data y computación de la nube.

De acuerdo con el grupo internacional, el principal enfoque de su diversificación está en la explosión de la conectividad, inteligencia artificial y las necesidades de sus clientes, con el objetivo de maximizar su eficiencia y buscar nuevos crecimientos que permitan su sostenibilidad en el largo plazo.

A la fecha de corte, la empresa utiliza distribuidores autorizados como su principal canal de distribución, seguido de canales digitales, telefónicos y tiendas propias.

En línea con las decisiones del grupo, OTECEL realizó la venta de 1,408 torres de telecomunicaciones a PTI Phoenix International Ecuador S.A. y suscribió un contrato de arrendamiento de dicha infraestructura por los siguientes 10 años.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO LOCAL**

OTECEL S.A. no forma parte de ningún grupo local ni mantiene subsidiarias a la fecha de corte. Las relaciones comerciales con empresas, relacionadas o no relacionadas se rigen bajo los parámetros de la política comercial internacional del grupo.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

El accionista mayoritario de OTECEL S.A. es la empresa Latin American Cellular Holdings S.L., subsidiaria directa del Grupo internacional Telefónica S.A., cuya casa matriz está ubicada en España.

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Latin American Cellular Holdings S.L.	182,885,739	100%
Donoso Echanique Andrés Francisco	1	0%
<b>TOTAL</b>	<b>182,885,740</b>	<b>100%</b>



Telefónica S.A. posee una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de “BBB” para el largo plazo y “F2” en el corto plazo, con perspectiva estable. Dicha calificación, que fue ratificada en octubre del 2019, pertenece a una escala de grado de inversión y refleja una adecuada capacidad de pago del grupo.

Telefónica S.A. es una empresa que cuenta con una diversificación geográfica de mercados, lo cual protege al Grupo de la volatilidad de los ciclos económicos, cambios estructurales de mercado y tendencias regionales.

Latinoamérica ha constituido en los últimos años un nicho de mercado importante para la casa matriz. No obstante, en 2019 Telefónica inició un proyecto para conseguir una disminución de su endeudamiento, y que considera un plan de *spin-off* que ha derivado en la creación de una unidad que agrupa a varios negocios en Latinoamérica<sup>7</sup>, es decir, la separación de negocios entre la matriz y filiales agrupadas como región Hispam Norte, donde se encuentran varios países latinoamericanos con excepción de Brasil.

De igual forma, se creó Telefónica Infra con el objetivo de abrir esquemas de participación accionarial de inversionistas externos a través de la compartición de infraestructura y optimización de áreas clave del negocio<sup>8</sup>.

La relación con su accionista principal implica para OTECEL el seguimiento de un plan estratégico corporativo, asistencia técnica periódica, una integración operativa con el Grupo Telefónica y el mantenimiento de un vínculo reputacional con la casa matriz por el uso de su marca.

Cabe destacar que el *spin-off* operativo separa las unidades de Latinoamérica como negocios autónomos, lo cual en nuestro criterio refleja una menor vinculación estratégica del grupo internacional frente a las sedes en la región. Sin embargo, OTECEL mantiene los vínculos reputacionales por uso de la marca internacional y consideramos que mientras esta relación permanezca estable, la voluntad de soporte, en caso de requerirse, es probable.

## ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de OTECEL S.A., la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La administración de OTECEL S.A. está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

De acuerdo con la escritura de constitución de la compañía, OTECEL S.A. está gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, el Presidente, Vicepresidente, el Gerente General, los Apoderados y el Gerente Técnico.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne ordinariamente una vez al año para supervisar la evolución del negocio. En cuanto a las juntas extraordinarias, estas se efectúan bajo convocatoria realizada por el Gerente General, el Presidente, el Comisario o la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

El Directorio se define en los estatutos como un órgano de administración que se reúne ordinariamente al menos una vez cada bimestre y tiene como parte de sus funciones designar o remover al Gerente General, Gerente Técnico y demás gerentes y subgerentes que determina la estructura de la compañía; dictar normas administrativas internas; orientar y supervigilar la marcha de la Compañía; dictar los reglamentos internos de la compañía; entre otros. El presidente de la compañía es elegido por el Directorio y puede durar dos años en el ejercicio de sus funciones y ser reelegido indefinidamente.

El Presidente de la compañía cuenta con una sólida preparación técnica, así como la experiencia dentro del sector en el que se desenvuelve la compañía y forma parte del grupo Telefónica desde 2011.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos con una visión de largo plazo orientada por el grupo internacional y un presupuesto anual que se revisa mensualmente. Adicionalmente, contempla en su planificación la ejecución regular de inversiones en CAPEX, las mismas que tienen un enfoque de largo plazo y contribuyen al mantenimiento de la infraestructura que el mercado requiere.

El monto de pago de dividendos es definido por el accionista cada año dependiendo de la coyuntura macroeconómica, de nuevos proyectos estratégicos programados, de regulaciones locales, entre otros factores, pero principalmente de la generación de flujos de la empresa. OTECEL cuenta con un gobierno corporativo sólido, soportado en experiencias de gestión y dirección del Grupo Telefónica S.A., además de conocimiento técnico, la inclusión de aplicaciones tecnológicas comunes a nivel regional, políticas de control de riesgos en cuanto a límites de endeudamiento y un manejo

<sup>7</sup>[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/05/compania-s/1575576861\\_557358.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/05/compania-s/1575576861_557358.html)

<sup>8</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remazon-estrategico-latinoamerica/>



corporativo de la tesorería.

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor al momento. Localmente la empresa se encuentra presidida por el Presidente Ejecutivo, y debajo de este se encuentran las distintas Vicepresidencias y Gerencias. Cada línea de reporte mantiene un contacto directo con áreas similares en el exterior, para coordinación y seguimiento.

En OTECEL no se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas laborales. De acuerdo con el informe de auditoría externa del 2019, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario se encuentra al día, se determina mediante valuaciones actuariales y lo estipulado en el código de trabajo. Por su parte, el cálculo de los beneficios a empleados a largo plazo lo realiza un actuario externo calificado, usando variables y estimaciones de mercado de acuerdo con la metodología del cálculo actuarial.

Es importante indicar que el estudio de precios de transferencia de OTECEL concluyó que no existían ajustes en el impuesto a la renta de 2019. Además, el informe de auditoría externa del mismo periodo menciona que de acuerdo con el análisis de expertos internos de la compañía, no existirían impactos sobre las provisiones registradas.

OTECEL mantiene pólizas de seguro generales para responsabilidad civil y riesgos de infraestructura y de ciber seguridad con aseguradoras reconocidas en el mercado.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. A la fecha de corte, OTECEL indica que no existen contingentes adicionales a los revelados en los informes externos ni se prevén para los periodos subsiguientes.

En cuanto a sus objetivos estratégicos, la compañía busca un enfoque hacia el cliente, mediante la implementación de servicio personalizado, digital, en tiempo real y flexible. Para alcanzar sus metas, OTECEL ha definido tres pilares:

- Palancas del crecimiento: consiste en una serie de iniciativas que mejoren el segmento B2C, además del incremento de su participación en servicios digitales y conectividad fija.
- Modelos alternativos de inversión: reducción de los costos operativos mediante la simplificación de procesos.
- Cambio y simplificación del modelo operativo:

modelos alternativos de inversión de capital para maximizar su cobertura a nivel nacional.

Cabe mencionar que, a la fecha de corte, OTECEL cuenta con las siguientes certificaciones internacionales: ISO 9001 de calidad, ISO 20000 para la gestión de servicio de tecnologías de información, ISO 27001 para la gestión de seguridad de la información e ISO 14001 de responsabilidad ambiental. Adicionalmente, la compañía contribuye a los Objetivos de Desarrollo Sostenible y a la iniciativa de Pacto Global de las Naciones Unidas.

## PERFIL FINANCIERO

### Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de OTECEL S.A., auditados por la firma Price Waterhouse Coopers para los años 2017, 2018 y 2019. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos del emisor a mayo-2020.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2020-2022. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

### Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos de la compañía han tenido una tendencia decreciente desde el año 2016, especialmente en los servicios de telefonía celular, por la reducción de la tarifa promedio, cambios en la demanda del mercado y por un precio más bajo de interconexión.

A la fecha de corte el emisor tiene una caída interanual del 21.5% de sus ingresos operativos, como consecuencia de la situación macroeconómica, la competencia en la industria y la coyuntura actual tras la emergencia sanitaria. Esta reducción se dio de manera generalizada en las diferentes líneas de negocio. En 2019 la facturación incluyendo ingresos operativos y sin incluir la venta de torres y activación del derecho de uso, se redujo en 14.6%, y se vio influenciada por menores ingresos por roaming nacional, menor demanda del segmento de prepago por la coyuntura macroeconómica y una política más conservadora para la aprobación de financiamiento de terminales celulares a sus clientes, con el fin de disminuir el impacto de incobrables.

Las ventas de OTECEL se encuentran correctamente diversificadas, aunque sus principales diez clientes abarcan alrededor del 60% de las cuentas por cobrar de la compañía. Cabe destacar que esta concentración se debe a las cuentas de los otros

participantes del mercado (CONECEL y CNT), que son de corto plazo, lo cual mitiga el riesgo de impago.

Si bien a diciembre-2019 el emisor presentó una caída importante de sus ingresos, la utilidad neta se recuperó tras la venta de las torres de telecomunicaciones, aunque se mantuvo en niveles negativos por una fuerte carga impositiva. A mayo-2020 la pérdida neta alcanza los USD 6.1MM.

Las perspectivas de crecimiento del total de ingresos operativos (sin considerar el efecto de la venta de las torres) para el cierre 2020 se mantienen a la baja, en 13.7 puntos porcentuales en consideración de las condiciones actuales y la contracción de la economía y por ende de los ingresos familiares. Cabe mencionar que estas perspectivas incorporan la capacidad de la empresa de retomar el negocio de ventas directas en sus locales comerciales, tras la reactivación económica paulatina a nivel nacional.

Debido a la situación macroeconómica y la incertidumbre existente, nuestras proyecciones son más conservadoras y consideran para 2020 una caída de 15% en los ingresos operativos del emisor. Adicionalmente, esta proyección recoge el efecto que podrían tener los descuentos ofrecidos a clientes como estrategia de cobro de la cartera de clientes tras la emergencia sanitaria actual.

Con el objetivo de evaluar la eficiencia operativa de la empresa se utiliza como indicador la suma de gastos operativos y costos de venta sobre el total de ventas. A mayo-2020 este indicador es de 97.2% debido a que la disminución de ingresos influye en que el gasto fijo no pueda diluirse de la misma forma que en periodos anteriores. A futuro se espera que la recuperación del nivel de ingresos, así como las estrategias de eficiencia y reducción de gastos de la empresa, permitan un nivel de eficiencia operativa de alrededor del 95%.

**Gráfico 4**



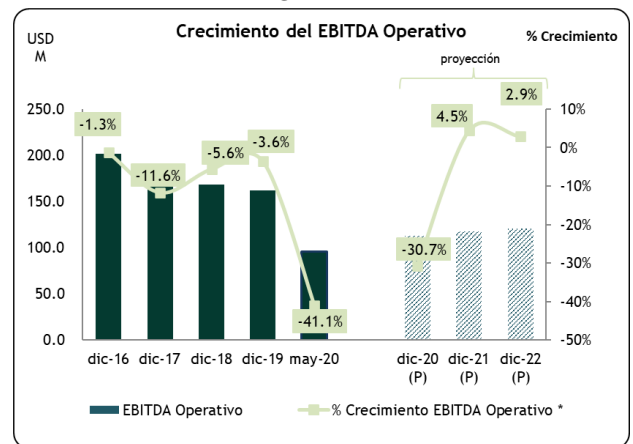
Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Cabe indicar que una porción importante del costo y gasto operativo del emisor está compuesta por la depreciación de sus inversiones y amortización de activos intangibles propios de su negocio, por lo cual el EBITDA se ha mantenido positivo en todos los periodos analizados. A la fecha de corte el EBITDA representa 20.86% de los ingresos operativos (29.1% a dic-2019), que es holgado frente a otros negocios. Al mismo tiempo, el peso de la amortización y depreciación refleja también que la industria es intensiva en inversiones de capital.

El EBITDA ha mostrado una tendencia a decrecer, relacionada al comportamiento de los ingresos y consecuente menor absorción de sus costos y gastos operativos fijos. A la fecha de corte se evidencia el efecto de la crisis macroeconómica y sanitaria en la generación operativa del emisor, que se recuperaría parcialmente hacia el cierre del 2020, aunque aún por debajo del año anterior.

El EBITDA de 2021 y 2022 presentaría ligeros crecimientos gracias a la recuperación de ingresos, influido por la evolución que tenga el entorno macroeconómico, bajo el supuesto que las restricciones de movilidad que se dieron entre marzo y mayo no se repitan.

**Gráfico 5**



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Es importante destacar que, en línea con la estrategia del grupo internacional, la empresa se encuentra en implementaciones constantes de eficiencias del gasto que a medida que se consoliden podrían mejorar los resultados.

Por otra parte, el ROA y el ROE en mayo-2020 son de -1.56% y -6.15%, respectivamente (-2.08% y -6.23% en diciembre-2019). El emisor espera volver a tener resultados positivos modestos en 2020, aunque dependiendo de la evolución de la crisis, esto podría darse a partir del 2021.

El efecto más importante en los índices de rentabilidad de la compañía se genera por fuertes cargas impositivas y gastos extraordinarios relacionados con disposiciones del regulador.

### Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 843MM) en su mayoría se concentran en plazos superiores a un año, por lo que su recuperación no sería inmediata. Adicionalmente, un 14.1% del activo está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación, aunque muestran una tendencia de incremento de la morosidad a la fecha de corte, en función de la situación actual por la crisis sanitaria a causa de COVID-19. Actualmente el emisor se encuentra tomando acciones con el objetivo de evitar un deterioro de las cuentas por cobrar al cierre del año.

#### ACTIVOS

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20
Total Activo Corriente	16.52%	18.49%	25.10%	37.70%	21.26%
Fondos Disponibles	2.64%	2.18%	4.97%	11.30%	3.69%
CxC Comerciales	10.72%	14.13%	16.63%	9.75%	14.12%
Inventarios Neto	1.50%	1.36%	1.38%	0.48%	0.84%
Otras cuentas por cobrar	0.30%	0.10%	0.13%	14.38%	0.00%
Gastos anticipados	1.37%	0.73%	0.51%	0.35%	0.98%
Otros activos corrientes	0.00%	0.00%	1.48%	1.44%	1.64%
Total Activo No Corriente	83.48%	81.51%	74.90%	62.30%	78.74%
Propiedad, planta y equipo	50.80%	50.01%	48.47%	43.24%	57.22%
Activos Intangibles	24.48%	22.18%	16.88%	11.70%	13.95%
Cuentas por Cobrar LP Otras	6.82%	7.79%	7.95%	5.49%	6.60%
Otros activos	1.37%	1.52%	1.59%	1.88%	0.97%
Total Activo	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

#### PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20
Total Pasivo Corriente	33.96%	42.26%	45.44%	54.51%	39.78%
Deuda Financiera CP	10.15%	18.53%	13.39%	12.35%	10.57%
Deuda Comercial	16.79%	17.40%	21.47%	14.95%	17.22%
Otros Pasivos CP	7.02%	6.33%	10.58%	27.20%	11.99%
Total Pasivo LP	13.41%	5.46%	9.49%	21.71%	32.79%
Deuda Financiera LP	11.07%	2.99%	6.72%	1.21%	0.00%
Otros pasivos LP	2.34%	2.47%	2.77%	20.51%	32.79%
PATRIMONIO	52.63%	52.27%	45.06%	23.78%	27.44%
Total Pasivo y Patrimonio	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR

En el caso de los inventarios (0.8 % del activo), los mismos están compuestos principalmente por terminales. Estos han disminuido en 2019 y a mayo-2020 en función de la demanda ajustada por la actual política de financiamiento ofrecida a sus clientes.

En vista de que las condiciones determinantes para la compra de inventario se mantendrían estables y no se prevén requerimientos importantes de capital de trabajo por este concepto, las proyecciones consideran que el inventario no difiera significativamente frente al último cierre auditado, es decir, en alrededor de USD 6.7MM.

Por otro lado, se observa que la deuda financiera de largo plazo se cancela en su totalidad a la fecha de corte y se registra un aumento importante de la concentración de otros pasivos de largo plazo,

principalmente por un aumento del pasivo por derecho de uso no corriente que asciende a USD 258MM.

Cabe mencionar que la deuda comercial de la compañía considera tanto OPEX como CAPEX y saldos de garantías entregadas, por lo cual representa el 17% del total del activo.

El patrimonio de la empresa se ubica en USD 231.38MM a la fecha de corte y su disminución se explica por la pérdida neta de diciembre-2019 y mayo-2020.

### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

La generación de flujos de OTECEL ha permitido que la empresa mantenga bajos niveles de endeudamiento y que cubra sus inversiones de capital (CAPEX) casi en su totalidad. Las inversiones más fuertes de la empresa corresponden a las requeridas para ampliar su cobertura, mantener el servicio y actualizar tecnologías, aunque en algunos años han sido significativos los pagos realizados al Estado por la renovación de la concesión y el uso del espectro radioeléctrico. La próxima renovación deberá darse a fines de 2023.

En el año 2019 el emisor registró un flujo de caja libre operativo importante, que permitió cubrir las inversiones en CAPEX, disminuir la deuda financiera en USD 30.7MM e incrementar los recursos líquidos en USD 74.8MM. Adicionalmente, la venta de torres del año 2019 permitió que la empresa generara un flujo importante a inicios de 2020, que se usó principalmente para el pago de dividendos al accionista internacional por alrededor de USD 115MM y una disminución de su deuda financiera.

Por otro lado, en los primeros cinco meses del año la baja en la generación operativa, ocasionada por la disminución de los ingresos mencionada con anterioridad y requerimientos operativos principalmente por pago de impuestos, incrementos en las cuentas por cobrar comerciales y disminución de las cuentas por pagar a proveedores, produce que la compañía registre un flujo de caja libre negativo a la fecha de corte que se ha cubierto con los recursos líquidos excedentes generados en 2019.

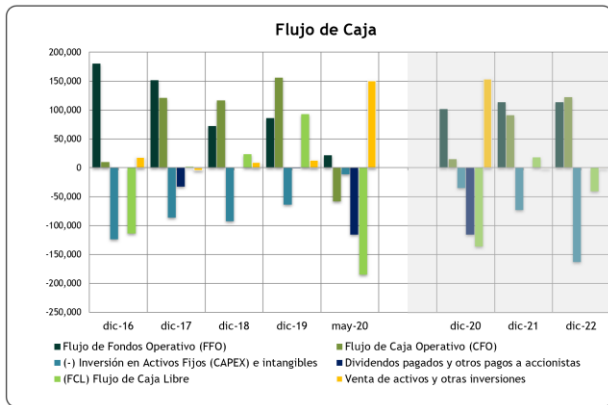
Hasta fines de año esperamos que esta situación tienda a revertirse y que el emisor consiga un flujo de caja libre neto positivo de alrededor de USD 17MM, que en conjunto con los excedentes generados en 2019 permitan que la deuda financiera se reduzca en USD 102MM, es decir, -72.7% interanual.

La recuperación de la generación operativa esperada estaría apalancada por mayores

eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos frente al primer semestre del año.

OTECEL S.A. no prevé el pago de dividendos en los siguientes periodos y, además, ha iniciado estrategias de mejor orientación de las inversiones con la intención de optimizar la generación de flujo, en línea con la estrategia del grupo internacional.

Gráfico 6



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el año 2022 la compañía requiere de mayores inversiones de CAPEX por la renovación de la concesión del espectro, por lo cual se proyectan mayores necesidades de financiamiento en ese año.

El ciclo de operación de OTECEL se caracteriza por bajos niveles de inventario - asociados a la venta de terminales, cuentas por pagar a proveedores con una política de 60 días y ha mantenido una rotación histórica de cuentas por cobrar en alrededor de 73 días con una tendencia al alza.

Cabe mencionar que las cifras de la empresa sugieren mayores días de pago a proveedores de los que constan en sus políticas, debido a que la cuenta de proveedores comerciales incluye rubros relacionados a inversiones de capital y garantías entregadas. Por tanto, la evolución del saldo de las cuentas de proveedores se ven influenciados por los requerimientos de CAPEX anuales.

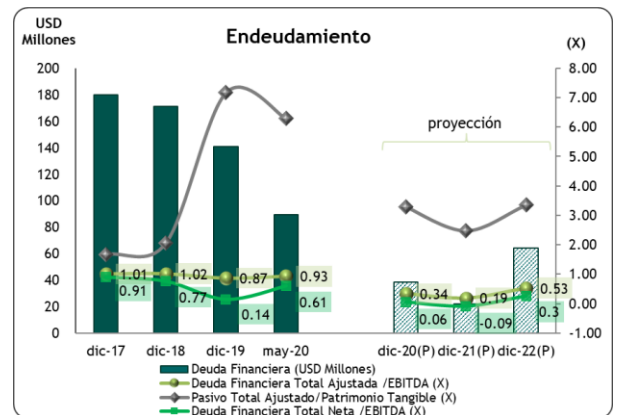
A la fecha de corte, el inventario de la empresa asciende a USD 7MM y no se prevén requerimientos de capital de trabajo adicionales por este concepto en los siguientes periodos. Las cuentas por pagar a proveedores son de USD 145.2MM y se considera que, debido a la disminución de las inversiones de capital y a los convenios con los proveedores internacionales más importantes tras la coyuntura actual, el saldo de esta cuenta disminuiría en los siguientes años por debajo de los USD 125MM.

En lo que respecta a las cuentas por cobrar, se evidencia un incremento de cerca de 35 días a

mayo-2020, por lo que los días promedio de cobro se ubican en 115 días. Debido al entorno macroeconómico, y en especial a las potenciales consecuencias de la emergencia sanitaria en la economía nacional, nuestra proyección considera un escenario en el que los días de cuentas por cobrar aumenten en alrededor de 11 días frente a diciembre-2019. Sin embargo, el emisor espera generar cobros en función de los convenios y la negociación con sus clientes.

El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA a la fecha de corte llegó a 0.93 veces, lo cual refleja la capacidad del emisor de generar flujos operativos para el pago de su endeudamiento, antes de considerar sus necesidades de inversión.

Gráfico 7



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Los bajos índices de endeudamiento de OTECEL frente a su generación operativa representan una fortaleza frente a otras empresas emisoras del mercado de valores, pues reflejan una posición conservadora de la Administración y le brindan a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria.

El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible<sup>9</sup> refleja las variaciones del patrimonio en los últimos años y se eleva significativamente a partir de diciembre-2019 por el pago de dividendos. Para el cálculo de este indicador a mayo-2020 se restaron del patrimonio USD 134.05MM, que corresponden a activos intangibles y otros activos no corrientes. Se espera que la tendencia se mantenga en el futuro. El pasivo ajustado representa a mayo-2020 6.3 veces el patrimonio tangible del emisor.

El apalancamiento patrimonial ajustado es elevado, pero se encuentra mitigado por la capacidad de generación anual de flujos operativos y el soporte del grupo internacional al que pertenece.

Cabe mencionar que, dentro del pasivo, USD 290MM

<sup>9</sup> Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

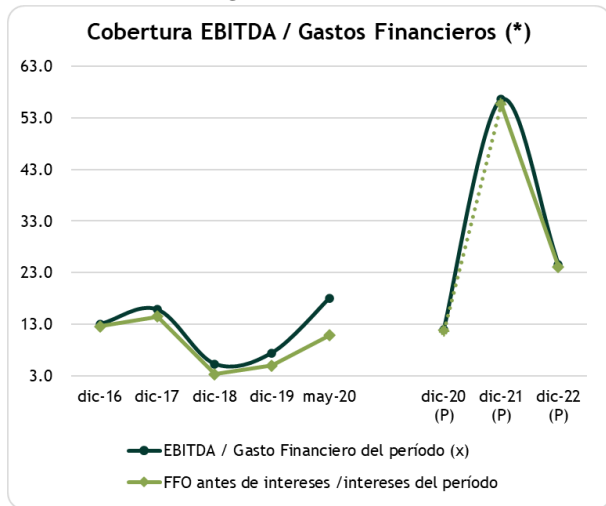
opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

corresponden al reconocimiento contable de los arrendamientos operativos que exige la norma NIIF 16. Estos se consideran como pasivos operativos para efectos del presente análisis.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

En el gráfico 8 se muestra la cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros de OTECEL S.A. La cobertura alcanza las 7.4 veces a dic-2019 y se espera que se mantenga en niveles holgados debido a que los siguientes periodos requieren de menor endeudamiento y el gasto financiero se da principalmente por los arriendos operativos del emisor. Este indicador refleja una alta flexibilidad financiera por parte del emisor para cubrir el costo financiero de su deuda.

**Gráfico 8**



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. No considera gasto financiero implícito de pasivo por arrendamiento operativo, ya que el EBITDA se encuentra ajustado.

En los últimos tres años el emisor ha sido generador de flujos de caja libre positivos pese a las importantes inversiones tanto en activos fijos como intangibles, y aún luego de los pagos relacionados a impuesto a la renta y otros rubros extraordinarios que han sido elevados. Esto ha sido posible también gracias a que no se han repartido dividendos.

En 2020 se espera que OTECEL logre reducir de forma importante su endeudamiento financiero gracias al flujo obtenido de la venta de las torres de telecomunicaciones y al uso de sus recursos líquidos, que eran de USD 117 millones al cierre de 2019. A la fecha de corte la deuda financiera ya se ha reducido en USD 51.4 millones.

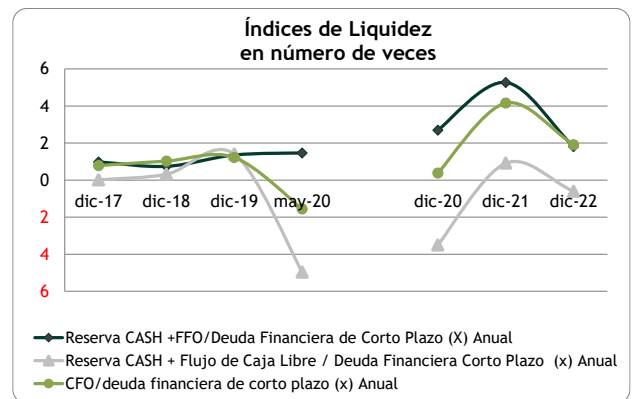
A la fecha de corte, la empresa cuenta con fondos disponibles por USD 31MM y se esperarían niveles similares hacia el 2022.

A la fecha de corte, el 100% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos

locales a corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento y los requerimientos adicionales de liquidez se encuentran cubiertos por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente de su bajo endeudamiento y capacidad de generación operativa, así como por su prestigio como sujeto de crédito y por el soporte de su casa matriz. Adicionalmente, se reconoce la flexibilidad que ha mostrado su casa matriz respecto al no pago de dividendos.

**Gráfico 9**



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior. Además, el emisor se compromete a mantener libre de gravamen las cuentas por cobrar comerciales hasta por USD 20MM, las cuales no incluyen cuentas por cobrar con compañías relacionadas.

Fecha de corte	may-20
Activo Total Ajustado (USD M)	709,271
Activo Total (USD M)	843,320

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	36,798	36,798	19.27
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	89,159	125,957	5.63
3era	Deuda sin garantía específica de balance	485,984	611,941	1.16
<b>TOTAL</b>		<b>611,941</b>	<b>611,941</b>	<b>1.16</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de



prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.16 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

**RESGUARDOS**

Los resguardos para el VI Programa de Papel Comercial serán los siguientes:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

El incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias.

Adicionalmente, el emisor se compromete a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda financiera / Ebitda no mayor a 2.5 veces.

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un monto agregado del V y VI programas de papel comercial de 34.58% del patrimonio, inferior al límite máximo de 200% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal.

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos de sus obligaciones vigentes tanto normativos como internos y que las obligaciones de mercado de valores y del sistema financiero se mantienen al día.

**POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2009 con una titularización de flujos futuros y varias emisiones de papel comercial, y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. A la fecha de corte de este análisis, OTECEL S.A. mantiene la siguiente emisión vigente en el mercado de valores:

Tipo de Instrumento	Resolución SCVS	Calificación	Calificadora	Fecha de calificación
V Programa de Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.2018.00011894	AAA	Global Ratings	2020-05-28

Atentamente,

Patricio Baus  
Gerente General

OTECEL S.A.								
(Miles de USD)						PROYECCIONES		
Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20	dic-20	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	22,694	18,225	42,355	117,153	31,119	32,000	32,000	32,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	92,027	118,104	141,618	101,141	119,044	93,566	93,603	90,953
Inventarios	12,867	11,384	11,785	4,962	7,049	6,723	6,873	6,737
Activos fijos	436,227	418,191	412,794	448,351	482,536	398,417	372,308	374,890
Otros activos	294,858	270,228	243,115	365,380	203,572	175,935	157,786	201,044
<b>Total Activos</b>	<b>858,673</b>	<b>836,132</b>	<b>851,667</b>	<b>1,036,987</b>	<b>843,320</b>	<b>706,641</b>	<b>662,569</b>	<b>705,625</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	144,177	145,483	182,841	155,073	145,195	122,018	104,420	110,827
Deuda Financiera Total	182,174	179,958	171,326	140,605	89,159	38,438	21,926	64,176
<i>Deuda Financiera Corto Plazo</i>	<i>87,147</i>	<i>154,941</i>	<i>114,076</i>	<i>128,105</i>	<i>89,159</i>	<i>38,438</i>	<i>21,926</i>	<i>64,176</i>
<i>Deuda Financiera Largo Plazo</i>	<i>95,027</i>	<i>25,017</i>	<i>57,250</i>	<i>12,500</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Otros Pasivos	80,408	73,615	113,717	494,756	377,587	303,532	287,269	273,684
<b>Total Pasivos</b>	<b>406,759</b>	<b>399,056</b>	<b>467,884</b>	<b>790,434</b>	<b>611,941</b>	<b>463,988</b>	<b>413,615</b>	<b>448,688</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>451,914</b>	<b>437,076</b>	<b>383,783</b>	<b>246,553</b>	<b>231,379</b>	<b>242,654</b>	<b>248,954</b>	<b>256,937</b>
<b>Resumen de Resultados</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>may-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
Ventas	628,471	617,978	652,232	557,085	190,933	473,522	482,993	492,653
Costo de ventas	-311,842	-308,278	-270,683	-185,138	-41,808	-99,606	-101,598	-103,631
Otros Ingresos Operativos	129	50	0	76,310	0	0	0	0
Egresos Operativos	-250,755	-265,682	-346,968	-317,904	-143,847	-354,463	-358,008	-361,588
<b>EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>65,874</b>	<b>44,018</b>	<b>34,581</b>	<b>54,043</b>	<b>5,278</b>	<b>19,453</b>	<b>23,387</b>	<b>27,434</b>
Resultado no operativo	129	50	-196	15,801	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-15,599	-11,271	-31,964	-25,541	-8,209	-23,352	-14,987	-16,790
Impuestos a la renta	-16,316	-14,507	-64,323	-63,940	-3,190	0	-2,100	-2,661
<b>Utilidad Neta de la gestión</b>	<b>34,088</b>	<b>18,290</b>	<b>-61,902</b>	<b>-19,637</b>	<b>-6,121</b>	<b>-3,899</b>	<b>6,300</b>	<b>7,983</b>
Otros Resultados Integrales	627	-939	-1,713	-1,698	0	0	0	0
<b>Utilidad Integral Neta</b>	<b>34,715</b>	<b>17,351</b>	<b>-63,615</b>	<b>-21,335</b>	<b>-6,121</b>	<b>-3,899</b>	<b>6,300</b>	<b>7,983</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>may-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
EBITDA OPERATIVO	201,653	178,193	168,297	162,286	39,831	112,441	117,506	120,929
(-) Gasto Financiero del período	-15,599	-11,271	-31,964	-21,994	-2,218	-9,445	-2,077	-4,915
(-) Impuesto a la renta del período	-5,933	-15,257	-63,936	-54,038	-15,790	-1,571	-1,945	-2,502
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	180,121	151,665	72,397	86,254	21,823	101,425	113,484	113,513
(-) Variación Capital de Trabajo	-170,376	-30,580	44,281	70,014	-79,999	-86,977	-22,408	8,886
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	9,745	121,085	116,678	156,268	-58,176	14,448	91,077	122,398
(+/-) Flujo de caja no operativo	129	50	-153	364	376	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	-33,000	0	-1	-115,894	-115,894	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) e inversión en activos intangibles	-77,391	-41,356	-70,455	-63,719	-11,309	-12,456	-36,281	-64,972
(-) Inversión en activos intangibles	-46,734	-45,022	-22,385	0	0	-22,844	-36,772	-98,121
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-114,251	1,757	23,685	92,912	-185,003	-136,746	18,024	-40,695
(+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto	17,582	-4,821	9,077	12,607	150,415	153,761	-1,512	-1,556
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-96,669	-3,064	32,762	105,519	-34,588	17,014	16,512	-42,250
Variación neta de deuda financiera	104,611	-2,216	-8,632	-30,721	-51,446	-102,167	-16,512	42,250
Variación neta de capital o aportes	0	811	0	0	0	0	0	0
Variación neta de caja y equivalentes en el período	7,942	-4,469	24,130	74,798	-86,034	-85,153	0	0
Saldo de caja y equivalentes al comienzo del período (balance)	14,752	22,694	18,225	42,355	117,153	117,153	32,000	32,000
<b>Indicadores</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>may-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
Patrimonio Tangible	225,901	238,861	227,607	110,243	97,330	141,267	167,439	133,937
% crecimiento en ventas	-7.62%	-1.67%	5.54%	-14.59%	-21.49%	-15.00%	2.00%	2.00%
MARGEN EBIT (%)	10.48%	7.12%	5.30%	9.70%	2.76%	4.11%	4.84%	5.57%
MARGEN EBITDA (%)	32.09%	28.83%	25.80%	29.13%	20.86%	23.75%	24.33%	24.55%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.55	14.46	3.26	4.92	10.84	11.74	55.64	24.10
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	12.93	15.81	5.27	7.38	17.96	11.90	56.57	24.60
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	12.93	15.81	5.27	7.38	17.96	11.90	56.57	24.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.90	1.01	1.02	0.87	0.93	0.34	0.19	0.53
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.79	0.91	0.77	0.14	0.61	0.06	-0.09	0.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.29	0.29	0.31	0.36	0.28	0.14	0.08	0.20
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.11	0.78	1.13	1.90	-1.55	0.43	4.25	1.94
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.11	0.78	1.02	1.22	-1.57	0.38	4.15	1.91
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-1.31	0.01	0.32	1.41	-4.97	-3.51	0.91	-0.60

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo con la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación con los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2020.