

Ecuador
VII Papel Comercial
Primer seguimiento

OTECEL S.A.

Calificación

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

Perspectiva: Estable

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 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-19	dic-20	mar-21
Activos (USD MM)	1,037.0	745.3	768.9
Ventas (USD MM)	557.1	444.5	112.7
Margen EBITDA (%)	33.30%	24.67%	21.50%
ROE (%)	-6.23%	-7.23%	-15.08%
Deuda / capitalización (%)	36.32%	19.34%	33.15%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.21	-0.37	-0.33
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1.41	-2.59	-0.14
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.76	0.50	1.13
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	1.28	0.75	1.21

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767 Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 Ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El comité de calificación decidió mantener la calificación de "AAA" al VII Programa de Papel Comercial de OTECEL S.A., que se analiza en el presente informe. La calificación se sustenta tanto en la fortaleza crediticia de su operación local dentro de la vigencia del instrumento calificado, como en la probabilidad de soporte 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.

Reconocimiento parcial de soporte 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 Telefónica Hispanoamérica S.A., 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 ha visto afectada dado el comportamiento del ingreso de los hogares y el nivel de desempleo. La calificación no considera las necesidades de flujo que podría requerir la empresa en 2023 por la renovación de la concesión de los servicios de telecomunicaciones ya el programa de papel comercial vencerá en 2022.

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. Durante 2020, la coyuntura actual por la emergencia sanitaria y el cambio de estrategia en el segmento de venta de terminales generaron una contracción de los ingresos operativos. Se espera una recuperación de las ventas para el año 2021, que acompañado de estrategias de eficiencia de gastos permitirían obtener resultados positivos en los siguientes periodos.

Capacidad de pago y bajo endeudamiento. A pesar del incremento observado a mar-2021, el endeudamiento de la empresa en relación con el EBITDA 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 importantes de nuevo 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. 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.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un resumen de las características de la emisión calificada en este informe:

VII Programa de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Total Emisión:	60,000,000
Saldo insoluto:	48,490,533
Plazo del programa:	720 DÍAS
Res. Aprobación:	SCVS.IRQ.DRMV.2020.00007836
Fecha de aprobación:	30-nov-20
Fecha de vencimiento	20-nov-22
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 % capital de trabajo y para cubrir parte de la adquisición de activos productivos de Red de la empresa: infraestructura, sitios, equipos, frecuencias, y software.
Agente Estructurador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador :	DCV - BCE
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.¹

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto-2020, se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitió a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones se desembolsaron en 2020, USD 1500 millones se desembolsarán en 2021 y USD 1000 millones en 2022.

El riesgo país, que en abril de 2020 cerró en 5033 puntos base y una calificación de "Restricted Default" otorgada por FITCH Ratings, en abril 2021 marcó 760 puntos luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización. (789 puntos base dic-2019).

La calificación de FITCH Ratings se incrementó de RD a B-/estable en septiembre-2020, luego de la restructuración de los bonos soberanos, un cronograma de pagos más adecuado para el país y una desaceleración económica menor a la esperada. La menor desaceleración económica se atribuyó al incremento de las exportaciones no petroleras

¹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

lideradas por minería y a la habilidad del sistema financiero para proveer alivio (que el gobierno no lo pudo hacer) al consumo de los hogares. (El consumo final en 2020 se redujo en 6.64%; 3.71% gobierno y 7.36% hogares)

Los temas mencionados han propiciado un clima de confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso.

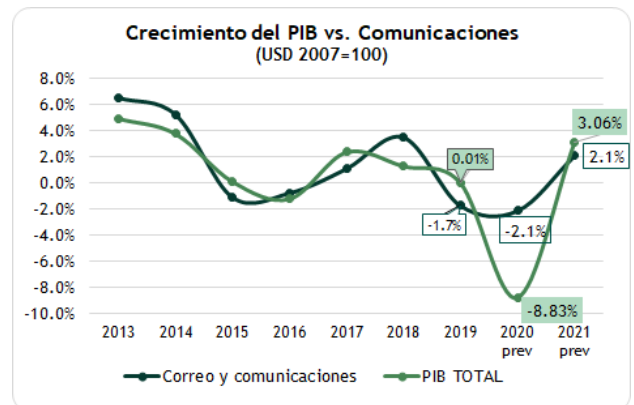
La ley de protección a la dolarización fortalecerá el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie a los gobiernos locales u otras necesidades a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. La reforma dispone que los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035, según el actual Ministro de Finanzas, Mauricio Pozo. (El Comercio, 24 abril de 2021).

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, especialmente por la confianza recuperada. Sin embargo, las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensadas de políticas planificadas.

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. De acuerdo con las cifras del BCE en el año 2020 esta industria habría decrecido en menor proporción que el PIB total y para el año 2021 se espera un crecimiento de 2.07% ligeramente menor al crecimiento esperado del PIB.

Gráfico 1

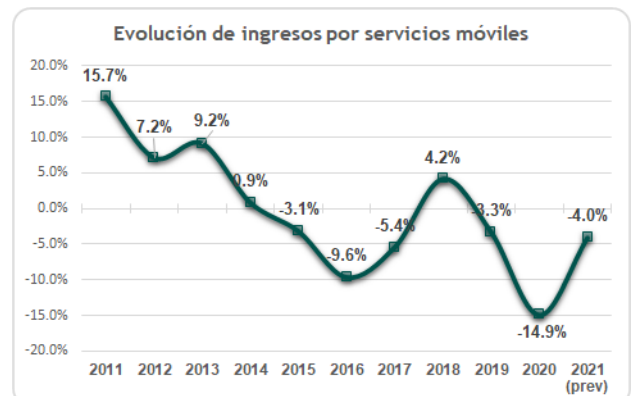


Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La crisis sanitaria impide que el desarrollo de las telecomunicaciones y del sector móvil se mantenga estable en el tiempo y de acuerdo con fuentes internacionales², la industria de tecnologías de información en mercados emergentes podría presentar una caída importante de hasta quince puntos porcentuales en el año 2020.

Según estimaciones de GSMA intelligence, en Ecuador la caída de ingresos del sector móvil habría alcanzado el 14.9% anual en el año 2020. En el año 2021 aún no se esperaría una recuperación con una tasa de -4% anual. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los ingresos del sector móvil.

Gráfico 2



Fuente: GSMA. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Si bien el Gobierno manifestó interés en que el Ecuador inicie un proceso de implementación de tecnología 5G en el año 2020³, estas expectativas no se alcanzaron y no se han definido las fechas de

² <https://mundoenlinea.cl/2020/06/22/durante-el-2020-la-industria-de-ti-podria-disminuir-entre-5-y-15-puntos-porcentuales-en-mercados-emergentes/>

³ <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/>

inicio del proceso. Dadas las dificultades económicas, el objetivo del Gobierno ha cambiado hacia la universalización en el uso de la tecnología 4G, como parte de un trabajo de inclusión digital. Además, se ha manifestado que se pretende fijar el marco regulatorio y las bases para marcar la política pública que abra el camino del 5G.

Al momento, en Ecuador se han hecho pruebas de la aplicación de esta tecnología, en julio del 2019 la Corporación Nacional de Telecomunicaciones (CNT) y la empresa china Huawei verificaron la alta velocidad que proporciona y las aplicaciones de realidad virtual. En septiembre del mismo año la compañía de telefonía móvil Claro realizó el mismo ejercicio. La llegada de la tecnología 5G se podría enfocar al uso de las empresas, para que se mejore su productividad, antes de ofrecerlo masivamente.

En enero-2021, el experto de la Cepal, Sebastián Rovira, señaló que la pandemia evidenció la falta de acceso a internet en la región, que es mucho más urgente de solucionar, y que en este período fue necesario para el teletrabajo y la teleeducación. La principal dificultad para acceder a internet es la económica, ya que en Ecuador el servicio de banda ancha cuesta en promedio el 12% de un salario básico, por lo que el 62% de los hogares de los quintiles más altos están conectados, frente a solo el 13% de los quintiles más pobres, según datos la CEPAL.

Durante el 2020, se evidenció la importancia de la inclusión digital por la necesidad de continuar con las actividades básicas a pesar del COVID-19. Fue posible sostener gran parte de los empleos de manera remota, continuar con la educación a distancia, permitir que pequeños emprendimientos continuaran con sus actividades a través del comercio electrónico, efectuar pagos móviles y mantener la comunicación con el entorno social.

Las empresas de telecomunicaciones lograron sostener un crecimiento exponencial del tráfico de datos gracias a las inversiones de años anteriores. Sin embargo, hay una parte de la población que no contó con el acceso a estos servicios, por lo que se mira con expectativa las políticas de apoyo que se podrían ejecutar desde el nuevo gobierno para profundizar la inclusión digital, mejoras en el servicio y la optimización de la relación entre sector público y privado.

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

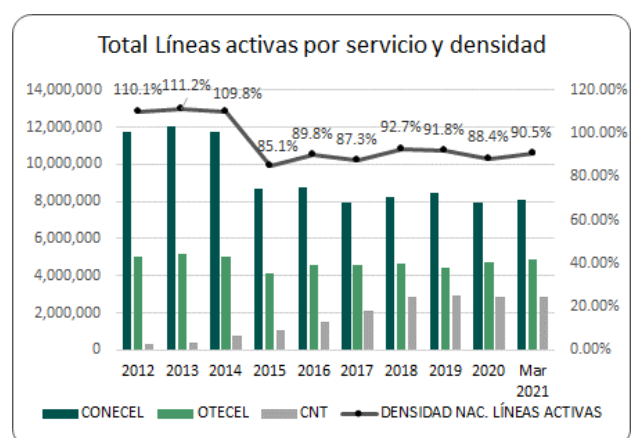
económica actual tenga una implicación directa en el desempeño del sector.

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 dispuso: 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, hasta 60 días después de finalizado el estado de excepción, es decir, hasta el 12 de noviembre de 2020; (iii) una vez se puedan reanudar las actividades de cobro, los mismos se realizarán divididos en doce cuotas iguales, sin intereses, multas ni recargos. (iv) En caso de que el usuario acogido al diferimiento de pago incumpliese condiciones de pago definidas se procederá con lo estipulado en el contrato de prestación de servicios por el incumplimiento, incluido intereses por mora.

Estas disposiciones tuvieron un efecto perjudicial en la cartera y liquidez de las empresas de la industria, en función del número de usuarios que no realizaron sus pagos oportunamente. En los dos últimos meses del año, una vez finalizada la vigencia de la resolución, estas pudieron implementar estrategias de cobro más efectivas.

En los próximos años el Ecuador deberá revisar los programas y políticas para fortalecer el desarrollo en materia digital, optimizando algunos de los mecanismos existentes y tomando nuevas decisiones que mejoren la conectividad y la inclusión de la toda la población.

Gráfico 3



Fuente: ARCOTEL. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

A mar-2021, existen 15.84 millones de líneas activas, luego de una reducción de 2.32% en el año 2020, desde los últimos meses del año anterior y hasta marzo 2021 se advierte una lenta recuperación de

las líneas activas (2.29% trimestral), y la densidad nacional de líneas activas asciende a 90.5% conformadas por servicios de telefonía, telefonía e internet, internet y datos móviles.

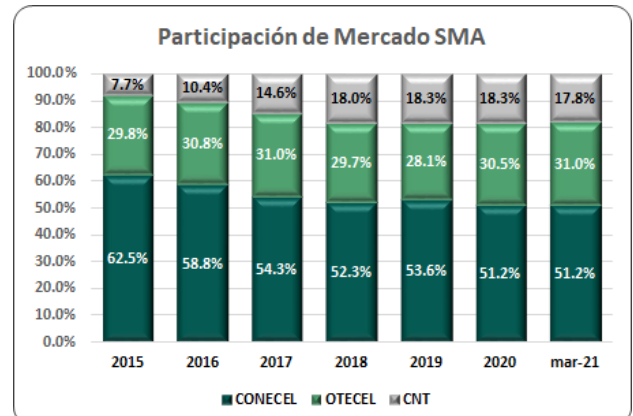
La industria requiere inversiones intensivas de capital debido a los cambios tecnológicos inherentes al sector. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar, pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar una saturación del mercado y por consiguiente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

Según información estadística del ARCOTEL, se evidencia un fuerte crecimiento de la infraestructura requerida para el sector, con un incremento constante de radiobases por cada operador, con el objetivo de abarcar mayor cobertura en el territorio nacional, en el año 2020 las empresas continuaron con este proceso llegando a incrementar el 7.86% (9.01% en 2019) de las radiobases, y en el último trimestre del 2020 el crecimiento es de 2.85%.

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 relativamente 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 7.7% en el año 2015 a 17.8% en mar-2021. Por otra parte, CONECEL S.A. y OTECEL S.A. poseen en conjunto el 82.2% del mercado nacional, como se observa en el gráfico a continuación:

Gráfico 4



Fuente: ARCOTEL. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

Las empresas que pertenecen a esta industria atienden a un mercado diversificado de clientes y trabajan con múltiples proveedores, a la vez que constituyen una fuente importante de empleo e impuestos.

A mar-2021, alrededor del 77.3% de las líneas activas del mercado pertenecen a cuentas con planes prepago, proporción que ha aumentado paulatinamente en los últimos años y que aumenta en 4.7pp en el último año. Por otro lado, los planes pospago muestran una reducción sostenida en los últimos años y representan el 22.53% del total de líneas activas. El servicio de telefonía pública ha reducido drásticamente en los últimos años por lo que tienen una participación de 0.16%.

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 4.9 millones de accesos móviles en 24 provincias del país a mar-2021.

El emisor emplea actualmente a 925 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 2020 contrariamente a la tendencia del mercado OTECEL S.A. presentó un crecimiento de 6.1% anual en sus líneas activas y llegando a 11.5% anual entre marzo-2020 y mar-2021, por la recuperación que se

observa desde el segundo semestre del año 2020 y que continúa en el último trimestre con una tasa de crecimiento de 3.8% trimestral. Contrariamente, su principal competidor, CONECEL S.A. registra una reducción de 6.6% anual durante el año 2020 y mantiene una reducción de 4.4% anual entre marzo-2020 y marzo 2021, a pesar de la recuperación que ya se observa en el último trimestre con un crecimiento de 2.2% trimestral.

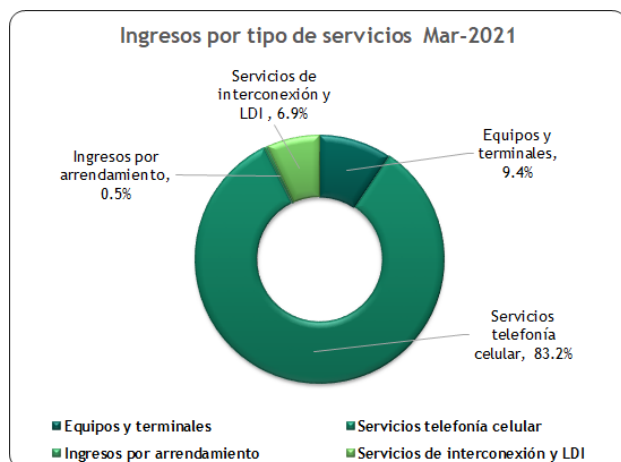
OTECEL S.A. cuenta con ingresos diversificados por la prestación de servicios móviles, así como la venta de dispositivos. A la fecha de corte, la representación más importante dentro de los ingresos trimestrales de la compañía corresponde a servicios de telefonía celular con un 63% (60% a dic-20) de participación en las ventas, seguido por internet (28.9%) y venta de teléfonos y accesorios (8.1%).

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 expansión 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.

Gráfico 5



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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 en 2019 la venta de 1,408 torres de telecomunicaciones y 88 torres adicionales, en 2020, a PTI Phoenix International Ecuador S.A. y suscribió un contrato de arrendamiento de dicha infraestructura por los siguientes 10 años.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

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 Telefónica Hispanoamérica S.A., subsidiaria directa del Grupo internacional Telefónica S.A., cuya casa matriz está ubicada en España.

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
TELEFONICA HISPANOAMERICA SA	182,885,739	99.999999%
Donoso Echanique Andrés Francisco	1	0.000001%
TOTAL	182,885,740	100%

Telefónica S.A. posee una calificación de crédito a nivel internacional, otorgada por Fitch Ratings, de “BBB” con perspectiva estable para el largo plazo y “F2” en el corto plazo. Dicha calificación, que fue ratificada en septiembre y respaldada en noviembre del 2020, 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 Latinoamérica⁴, 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 negocio⁵.

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 supervisar 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 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

⁴ https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/05/companias/1575576861_557358.html

⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remezon-estrategico-latinoamerica/>

2020, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario cumple los requerimientos legales, 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. A dic-2020 la Compañía no cuenta aún con el mencionado estudio para el año 2020; sin embargo, la auditoría externa considera que debido a que las transacciones del 2020 son similares a las del año 2019, no prevé impactos de este asunto en los estados financieros del año 2020.

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 (consumo masivo), 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 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. correspondientes al año 2020 auditados por la firma Paredes Santos & Asociados Cía. Ltda., 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 marzo-2021.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el periodo 2020-2022, mismas que no han cambiado hasta marzo 2021. La calificadoradora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

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 Calificadoradora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del periodo. 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.

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.

En el año 2020 los ingresos operativos de la empresa se reducen en 20.21% y en el trimestre enero-marzo de 2021 se mantiene aún una disminución de 8.5% en comparación con mar-20, dado que la caída más fuerte de los ingresos se produjo en los siguientes meses del año 2020. Sin embargo, se advierte ya una recuperación importante desde el mes de marzo, que continuará dependiendo de las condiciones de la coyuntura sanitaria en los siguientes meses.

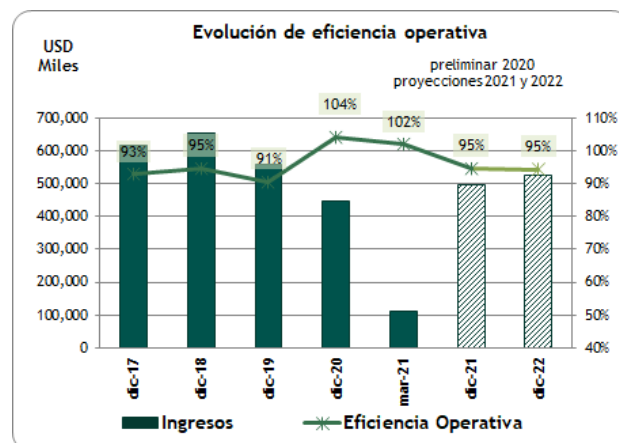
Esta reducción se dio de manera generalizada en las diferentes líneas de negocio, especialmente en menor venta de terminales, servicios de internet y digitales, menor demanda del segmento de prepago por la coyuntura macroeconómica y una política más conservadora para la aprobación de financiamiento de terminales celulares a sus clientes, con el fin de disminuir el impacto de incobrables y en otros ingresos diversos.

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%. 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 diciembre-2020 se registra también ingresos no operativos por USD 20MM, por ganancias en la venta de torres, terreno y otros activos no operativos, sin embargo, el resultado final es una pérdida neta de USD -21.3MM, y de USD -15.88 MM luego de resultados integrales.

Debido a la volatilidad del margen bruto y a cambios en la presentación de los estados financieros, se utiliza la suma de gastos operativos y costos de venta sobre el total de ingresos operativos como indicador para evaluar la eficiencia operativa de la empresa. A dic-2020 este indicador llegó a 104% (81.9% sin considerar amortizaciones y depreciaciones) y compara negativamente contra otros periodos debido a que la disminución de ingresos influye en que el gasto fijo no pueda diluirse de la misma forma que en periodos anteriores. En mar-2021 este indicador llega a 101.9% (se mantiene en 81.9% antes de depreciaciones y amortizaciones).

A futuro se espera que la recuperación del nivel de ingresos operativos, así como las estrategias de eficiencia y reducción de gastos de la empresa, mix de ventas y control en campañas de descuento, permitan una recuperación en el nivel de eficiencia operativa. Para 2021 y 2022 se estima que este indicador sea cercano a 94.7% y 74.9% sin considerar amortizaciones y depreciaciones.

Gráfico 6



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Cabe indicar que una porción importante del costo y gasto operativo del emisor corresponde a 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 períodos analizados. Sin embargo, dada la reducción importante de los ingresos a dic-2020 el EBITDA reduce en 40.89% anual y a mar-2021 la reducción es de 11.59% anualizada.

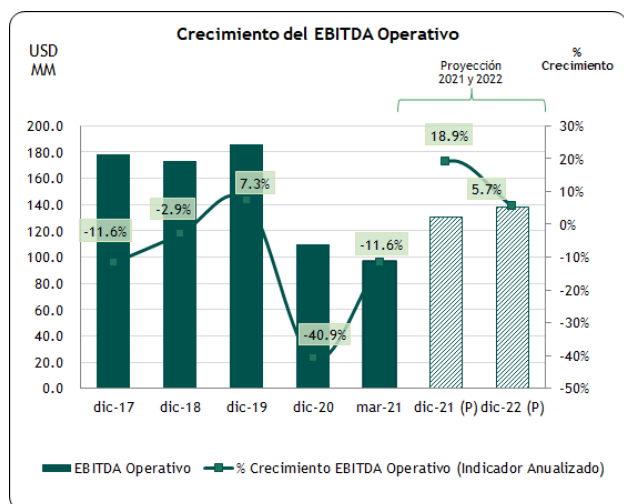
A mar-2021 el EBITDA representa 21.50% de los ingresos operativos (24.67% a dic-2020), que es holgado frente a otros negocios. Al mismo tiempo, el peso de la amortización y depreciación refleja también que la industria es intensiva en inversiones de capital, incluyendo los pagos por concesión y uso del espectro radioeléctrico.

El EBITDA se presionó drásticamente en el año 2020 como consecuencia de la reducción de los ingresos y, por tanto, de la menor absorción de sus costos y gastos operativos fijos. A la fecha de corte se mantiene el efecto de la crisis macroeconómica y sanitaria en la generación operativa del emisor.

El EBITDA proyectado de 2021 y 2022 presentaría crecimientos gracias a la recuperación de ingresos frente a 2020, lo cual dependerá de la evolución que tenga el entorno macroeconómico, y bajo el supuesto que las restricciones de movilidad no se repitan en los siguientes meses del año. Se proyecta un crecimiento importante del EBITDA en el año

2021 debido a la recuperación de los ingresos que sin embargo no llegarían a lo registrado en el 2019.

Gráfico 7



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Es importante destacar que, en línea con la estrategia del grupo internacional, la empresa se encuentra en ejecución constante de mejoras de eficiencias del gasto que, a medida que se consoliden, podrían mejorar los resultados. El gasto operativo a diciembre-2020 mostró una reducción de 19.3% y para el fin de año 2021 se esperaría una disminución de 21.2% y un crecimiento de 5% para el 2022.

Si bien se han generado reducciones importantes de los ingresos en los dos años anteriores y especialmente en el año 2020, la empresa mantiene un proceso de reestructuración de mediano plazo, con el que buscan mayores eficiencias y se continuará con estas estrategias también en este año.

Por otra parte, el ROA y el ROE en mar-2021 son de -4.50% y -15.08%, respectivamente (-1.94% y -7.23% en diciembre-2020). El emisor espera volver a tener resultados positivos en 2021, según las cifras proyectadas el ROA estaría alrededor de 2%.

Por último, cabe indicar que las fuertes cargas impositivas y gastos extraordinarios relacionados con disposiciones del regulador son un factor significativo en la presión histórica de los índices de rentabilidad.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 768.91MM) en su mayoría se concentran en plazos superiores a un año por altas inversiones en activo fijo e intangible, por lo que su recuperación no sería inmediata. Adicionalmente, un 9.17% del activo

está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación, y muestran una reducción de 32.9% en el año 2020 debido tanto a la disminución de las ventas, pero también al incremento importante de provisiones que fueron necesarias por el incremento de la morosidad. Las provisiones crecen en 67% anual en el mismo período. A mar-21 la cartera muestra nuevamente crecimiento (3.95%) debido a la reactivación de las ventas en el mes de marzo y al proceso de reestructuraciones generado con los clientes.

El emisor se encuentra tomando acciones con el objetivo de contrarrestar el deterioro de las cuentas por cobrar comerciales, además ha controlado el deterioro con castigos que en el año 2020 representaron el 8.7% de las cuentas por cobrar brutas.

ACTIVOS

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Total Activo Corriente	18.49%	25.10%	37.70%	17.92%	23.45%
Fondos Disponibles	2.18%	4.97%	11.30%	4.81%	10.03%
CxC Comerciales	14.13%	16.63%	9.75%	9.10%	9.17%
Inventarios Neto	1.36%	1.38%	0.48%	0.70%	0.86%
Otras cuentas por cobrar	0.10%	0.13%	14.38%	0.29%	0.20%
Gastos anticipados	0.73%	0.51%	0.35%	1.74%	2.03%
Otros activos corrientes	0.00%	1.48%	1.44%	1.29%	1.15%
Total Activo No Corriente	81.51%	74.90%	62.30%	82.08%	76.55%
Propiedad, planta y equipo	50.01%	48.47%	43.24%	57.60%	55.22%
Inversiones Emp. Relac.	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
Activos Intangibles	22.18%	16.88%	11.70%	13.13%	11.29%
Cuentas por Cobrar LP Otras	7.79%	7.95%	5.49%	7.01%	6.45%
Otros activos	1.52%	1.59%	1.88%	4.34%	3.57%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Total Pasivo Corriente	42.26%	45.44%	54.51%	40.02%	41.41%
Deuda Financiera CP	18.53%	13.39%	12.35%	7.42%	14.25%
Deuda Comercial	17.40%	21.47%	14.95%	14.25%	15.16%
Otros Pasivos CP	6.33%	10.58%	27.20%	18.35%	12.00%
Total Pasivo LP	5.46%	9.49%	21.71%	29.03%	29.84%
Deuda Financiera LP	2.99%	6.72%	1.21%	0.00%	0.00%
Otros pasivos LP	2.47%	2.77%	20.51%	29.03%	29.83%
PATRIMONIO	52.27%	45.06%	23.78%	30.95%	28.75%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El pasivo incrementa su participación en el balance en el último trimestre debido a la colocación de emisiones de papel comercial en mercado de valores, lo cual se refleja también en el crecimiento de fondos disponibles, debido a una posición prudente frente a la incertidumbre que se presentó en el entorno operativo en el contexto de las elecciones. A marzo-2021, la deuda financiera se concentra en el corto plazo.

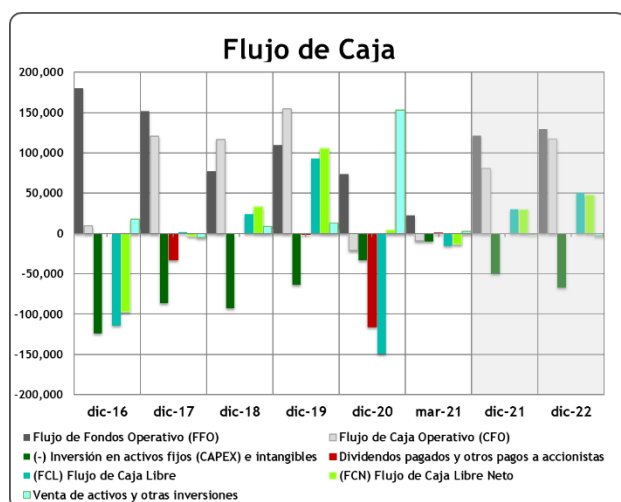
El patrimonio de la empresa se ubica en USD 221.07MM a la fecha de corte y está conformado en su mayoría por capital social y la reserva legal. Su disminución se explica por la pérdida neta que ha registrado la empresa en los últimos tres años. En el

año 2020 la reducción fue 6.44% y 4.16% en el último trimestre.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

OTECEL es una empresa generadora de importantes flujos operativos que han 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 y aún no se cuenta con un estimado de la inversión.

Gráfico 8



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

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.

La venta de las torres que se realizó en el año 2019 y las ganancias no operativas que se generaron por esta transacción en el año 2020, junto con la reducción de caja, le permiten pagar los dividendos al accionista internacional (USD 115MM), declarados en el año 2019, y reducir la deuda financiera de forma importante (USD 85.3MM).

En el flujo operativo del 2020 se observa la caída en la generación operativa, ocasionada por la disminución de los ingresos, deterioro de la cobranza y menor financiamiento de proveedores, que generan un requerimiento importante de capital de trabajo y un flujo de caja operativo

negativo (CFO) por USD 20.67MM. Además, se mantienen inversiones en CAPEX por USD 33MM.

Al 2020 la empresa genera un flujo de caja libre neto, antes de dividendos pagados a accionistas, de USD 119.9 millones, el cual proviene principalmente del cobro de la venta de torres de telecomunicación y otros flujos no recurrentes que sumaron USD 153 millones. Dichos recursos, en conjunto con otros ingresos no operativos, fueron suficientes para cubrir el CAPEX del período y realizar un pago de dividendos al accionista de USD 115.89 millones. Por tanto, el flujo de caja libre neto del 2020, luego de dividendos es de USD 3.96 millones.

Cabe indicar también que en 2020 se utiliza el importante excedente de caja acumulado en 2019 fruto de la generación operativa de dicho año, para reducir la deuda financiera en USD 85MM.

A mar-2021 se mantiene la disminución de la generación operativa que no alcanza para cubrir los requerimientos de capital operativo, provenientes del pago de pasivos corrientes como: impuestos y otros pasivos corrientes, pagos de gastos acumulados por pagar y el mayor financiamiento a clientes, por lo que se genera un CFO negativo (USD 8.95MM), que se mitiga parcialmente con otros ingresos no operativos por USD 2.5MM, y junto el requerimiento de CAPEX USD 9.56MM, se llega a un FCL neto de USD -12,99MM.

Este requerimiento fue cubierto con el incremento de deuda financiera, sin embargo, la empresa decidió tomar un mayor financiamiento principalmente a través del mercado de valores, por lo que la deuda financiera se elevó en **USD 54.3MM**, lo que ha permitido incrementar los activos líquidos en USD 41.32MM, que se utilizarán paulatinamente para los pagos de la deuda de corto plazo.

Dados los resultados obtenidos a dic-2020, mar-2021 y las perspectivas de la empresa hemos actualizado también hacia la baja las proyecciones para 2021 y 2022, frente a lo considerado en el corte anterior.

La recuperación de la generación operativa esperada en 2021 y 2022 estaría apalancada por mayores eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos frente al año 2020, mediante estrategias para mantener el parque de clientes y evitar la migración hacia planes prepago. Sin embargo, no se lograría llegar a los niveles de 2019.

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. Para este año las inversiones se orientarán hacia el

crecimiento de la cobertura y el mejoramiento de los servicios.

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 de alrededor de 79 días, con una tendencia coyuntural al alza que a mar-2021 llegó a 91.8 debido a los procesos de diferimiento por la coyuntura sanitaria que se produjeron el año anterior y están gestionando su recuperación a través de múltiples incentivos.

Se prevé que en el año 2021 bajarán los días de financiamiento en relación con mar-21 pero se mantendrán ligeramente superiores a sus históricos (87.6 días), además se cancelarían parte de los pasivos corrientes, por lo que, se requerirá un mayor flujo de financiamiento, que el observado a mar-2021, dada la recuperación de las ventas y los planes de reestructuración gestionados con los clientes. En general se estima que el capital de trabajo en el año 2021 requerirá un mayor financiamiento y en el año 2022 se estabilizaría debido a un menor crecimiento de inventarios, pero se mantiene el requerimiento por cuentas por cobrar que alargan su plazo de recuperación hasta ese período.

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 6.6MM (USD 5.2MM a dic-2020) y se prevé que los requerimientos de capital de trabajo adicionales por este concepto en los siguientes periodos sean cercanos a los observados en el año 2020.

Las cuentas por pagar a proveedores son de USD 116.53MM (USD 106.53MM a dic-2020) y se considera que, debido a las inversiones de capital y a los convenios con los proveedores internacionales más importantes tras la coyuntura actual, se espera que el saldo de esta cuenta se mantendrá por debajo de los niveles reportados en 2019 y cercanos a los que terminaron el año en 2020.

En lo que respecta a las cuentas por cobrar, la empresa adoptó una política de gestión cercana con sus clientes, y ha tomado diferentes estrategias e incentivos para la recuperación de los retrasos, y la fidelización de clientes que habían incumplido sus pagos por razones de la crisis económica, lo que le permitió recuperar buena parte de la cartera

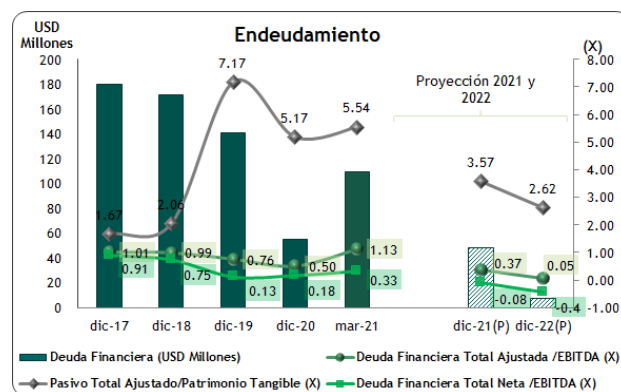
morosa, pero se incrementaron los días de cuentas por cobrar respecto de lo alcanzado en dic-2020 (87.6 días). Cabe indicar que el fin de año cerró con una recuperación significativa ya que había llegado hasta 115 días a mediados del año.

Esta estrategia se mantendría en el resto del año y en 2022. Estimamos que este ciclo se mantenga en los siguientes dos años, dado la contracción económica de mediano plazo esperada y la política cuidadosa de empresa.

El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA a la fecha de corte llega a 1.13 veces, a diciembre-2020 fue de 0.50%, el incremento del endeudamiento en el trimestre se origina por la posición conservadora de liquidez de la empresa frente a la incertidumbre macro más allá de los niveles que su requerimiento operacional. Al considerar la deuda financiera neta de caja, esta representa a marzo-2021 únicamente 0.33% del EBITDA anualizado.

La reducción de la deuda financiera que se observó en dic-2020 refleja la capacidad del emisor de generar flujos operativos para el pago de su endeudamiento, antes de considerar sus necesidades de inversión, así como los ingresos extraordinarios que tuvo por la venta de torres.

Gráfico 9



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

OTECEL mantiene bajos índices de endeudamiento frente a su generación operativa y constituye una fortaleza frente a otras empresas emisoras del mercado de valores, que le brinda a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria, dentro del plazo de las emisiones calificadas. Esperamos que la tendencia de la deuda financiera se mantenga en el período analizado, aunque en el largo plazo dependerá también de los requerimientos de flujo para el pago de la renovación de la concesión y uso del espectro radioeléctrico, que debe realizarse en el año 2023.

El valor negativo que se advierte en el año 2021 y 2022 en el indicador de deuda financiera neta sobre

EBITDA se debe a que, para la estimación de la deuda ajustada neta, se resta de la deuda financiera la caja disponible a fin del período.

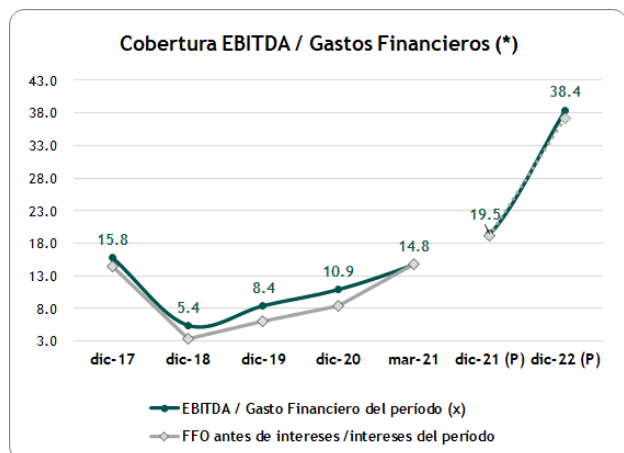
El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible⁶ refleja las variaciones del patrimonio en los últimos años y se eleva significativamente a partir de diciembre-2019 por el pago de dividendos y las pérdidas netas de los últimos años. Para el cálculo de este indicador a mar-2021 se restaron del patrimonio USD 122.21MM, que corresponden a activos intangibles, activos diferidos y otros activos no corrientes. El pasivo ajustado representa 5.54 veces (5.17 veces a dic-2020) el patrimonio tangible del emisor. Se esperaría que la tendencia mejore en el futuro, por la reducción de la deuda dado el menor volumen de inversiones en CAPEX.

El endeudamiento frente al patrimonio ajustado es elevado, pero se mitiga por la capacidad de generación anual de flujos operativos y el soporte del grupo internacional al que pertenece.

Cabe mencionar que, dentro del pasivo total (USD 547.84MM), USD 238MM 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

Gráfico 10



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

En este gráfico se muestra la cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros de OTECEL S.A. La cobertura alcanza las 14.8 veces a marzo 2021 (10.9 veces con datos de dic-2020) y se espera que se

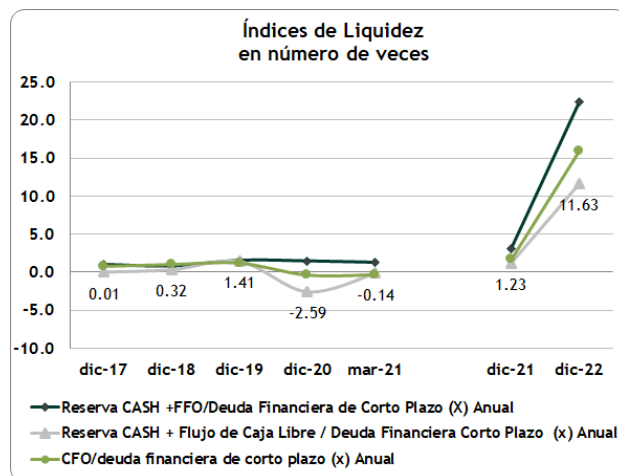
mantenga en niveles holgados debido a que los siguientes periodos requieren de menor endeudamiento.

Este indicador refleja una alta flexibilidad financiera por parte del emisor para cubrir el costo financiero de su deuda. La mejora en la cobertura que se observa a dic-2020 a pesar de la reducción del EBITDA se debe a la reducción de la deuda financiera especialmente de la de mayor costo.

Hasta el año 2019, en los tres años anteriores cerrados el emisor generó 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.

A la fecha de corte, el 100% de la deuda financiera es de corto plazo, y el 61.7% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con el mercado de valores de los programas VI (USD 19.2MM) y VII (USD 48.49MM) de papel comercial.

Gráfico 11



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

Las deudas bancarias llegan a USD 40MM con dos instituciones financieras locales con plazos de vencimiento de hasta 355 días.

A la fecha de corte la empresa cuenta con fondos disponibles por USD 77.14MM, y se esperaría que en los años 2021 y 2022 se mantengan alrededor de USD 60MM en promedio.

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

⁶ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

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

de generación operativa, los niveles actuales de fondos disponibles, 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.

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.

En la declaración juramentada firmada, el emisor se compromete a mantener en todo momento activos libres de gravamen suficientes con la finalidad de mantener la relación entre estos y las obligaciones en circulación dentro de los límites legales.

Además, se especifica que el Emisor queda obligado a mantener activos libres de gravamen sobre todos o cualquiera de los activos antes descritos, siempre que sean suficientes y cubran la relación activos libres de gravamen / obligaciones en circulación, en la relación establecida por la normativa del mercado de valores.

Fecha de corte	mar-21
Activo Total Ajustado (USD M)	646,701
Activo Total (USD M)	768,910

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	8,607	8,607	75.14
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	8,607	75.14
3era	Deuda sin garantía específica de balance	539,235	547,842	1.18
TOTAL		547,842	547,842	1.18

Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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 1.18 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 VII Programa de Papel Comercial son los siguientes:

- 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.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

- 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 la sumatoria entre el valor del presente programa y el monto aprobado del VI programa de papel comercial representa el 36.2% del patrimonio, porcentaje inferior al límite máximo normativo de 200%, por lo cual se 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.

Los indicadores pertinentes al 31 de marzo 2021 son los siguientes:

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles son de 1.28.
- La Compañía al 31 de marzo no tiene obligaciones en mora.

- Total de Activos libres de gravamen a mar-21 USD 655,423 expresado en miles de dólares

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 las siguientes emisiones vigentes en el mercado de valores:

Tipo de Instrumento	Resolución SCVS	Calificación	Calificadora	Fecha de calificación
VI Programa de Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.2020.000 05190	AAA	Bankwatch Ratings	2021-01-29
VII Programa de Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.2020.000 07836	AAA	Bankwatch Ratings	2021-05-27

Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

OTECEL S.A.								
(Miles de USD)							PROYECCIONES	
Resumen Balance	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	22,694	18,225	42,355	117,153	35,816	77,140	58,154	65,285
Cuentas por Cobrar Comerciales	92,027	118,104	141,618	101,141	67,856	70,538	69,436	66,340
Inventarios	12,867	11,384	11,785	4,962	5,180	6,592	6,744	7,193
Activos fijos	436,227	418,191	412,794	448,351	429,296	424,586	389,238	349,717
Otros activos	294,858	270,228	243,115	365,380	207,124	190,054	178,571	165,208
Total Activos	858,673	836,132	851,667	1,036,987	745,272	768,910	702,142	653,743
Cuentas por Pagar Proveedores	144,177	145,483	182,841	155,073	106,187	116,530	110,633	109,332
Deuda Financiera Total	182,174	179,958	171,326	140,605	55,307	109,620	47,807	7,376
<i>Deuda Financiera Corto Plazo</i>	<i>87,147</i>	<i>154,941</i>	<i>114,076</i>	<i>128,105</i>	<i>55,307</i>	<i>109,585</i>	<i>47,807</i>	<i>7,376</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>35</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Otros Pasivos	80,408	73,615	113,717	494,756	353,104	321,692	308,332	292,500
Total Pasivos	406,759	399,056	467,884	790,434	514,598	547,842	466,773	409,208
Patrimonio	451,914	437,076	383,783	246,553	230,674	221,068	235,370	244,535
Resumen de Resultados	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	dic-21	dic-22
Ventas	628,471	617,978	652,232	557,085	444,509	112,747	497,850	525,232
Costo de ventas	-311,842	-308,278	-270,683	-186,891	-205,440	-36,985	-199,140	-210,093
Egresos Operativos	-250,755	-265,682	-346,968	-317,904	-256,705	-77,945	-272,107	-286,393
EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados)	65,874	44,018	34,581	52,290	-17,636	-2,184	26,603	28,746
Resultado no operativo	129	50	-196	17,554	20,426	2,985	0	0
Gasto Financiero del período (deuda)	-15,599	-11,271	-31,964	-21,994	-10,038	-1,642	-6,702	-3,587
Gasto Financiero del período (arrendos operativos)	0	0	0	-3,547	-14,054	-4,661	-12,892	-11,479
Impuestos a la renta	-16,316	-14,507	-64,323	-63,940	4,056	-3,014	-2,313	-4,514
Utilidad Neta de la gestión	34,088	18,290	-61,902	-19,637	-17,246	-8,516	4,696	9,166
Otros Resultados Integrales	627	-939	-1,713	-1,698	1,367	-1,090	0	0
Utilidad Integral Neta	34,715	17,351	-63,615	-21,335	-15,879	-9,606	4,696	9,166
Resumen Flujo de Caja	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	dic-21	dic-22
EBITDA OPERATIVO	201,653	178,193	172,946	185,531	109,663	24,239	130,416	137,801
(-) Gasto Financiero del período	-15,599	-11,271	-31,964	-21,994	-10,038	-1,642	-6,702	-3,587
(-) Impuesto a la renta del período	-5,933	-15,257	-63,936	-54,038	-25,906	0	-2,313	-4,514
(-) 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	77,046	109,499	73,719	22,597	121,401	129,699
(-) Variación Capital de Trabajo	-170,376	-30,580	39,632	45,016	-94,389	-31,545	-40,604	-12,134
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	9,745	121,085	116,678	154,515	-20,670	-8,948	80,797	117,566
(+/-) Flujo de caja no operativo	129	50	-196	2,117	20,426	2,985	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	-33,000	0	-1	-115,894	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) e inversión en activos intangibles	-77,391	-41,356	-70,456	-63,719	-33,054	-9,563	-31,893	-43,743
(-) Inversión en activos intangibles	-46,734	-45,022	-22,341	0	0	-1	-18,361	-23,350
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-114,251	1,757	23,685	92,912	-149,192	-15,526	30,544	50,473
(+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto	17,582	-4,821	9,077	12,607	153,153	2,537	-707	-2,910
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-96,669	-3,064	32,762	105,519	3,961	-12,990	29,837	47,562
Variación neta de deuda financiera	104,611	-2,216	-8,632	-30,721	-85,298	54,313	-7,500	-40,431
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	-81,337	41,324	22,338	7,131
Saldo de caja y equivalentes al comienzo del período (balance)	14,752	22,694	18,225	42,355	117,153	35,816	35,816	58,154
Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	dic-21	dic-22
Patrimonio Tangible	225,901	238,861	227,607	110,243	99,498	98,858	130,742	156,241
% crecimiento en ventas	-7.62%	-1.67%	5.54%	-14.59%	-20.21%	-8.53%	12.00%	5.50%
MARGEN EBIT (%)	10.48%	7.12%	5.30%	9.39%	-3.97%	-1.94%	5.34%	5.47%
MARGEN EBITDA (%)	32.09%	28.83%	26.52%	33.30%	24.67%	21.50%	26.20%	26.24%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.55	14.46	3.41	5.98	8.34	14.76	19.11	37.16
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	12.93	15.81	5.41	8.44	10.92	14.76	19.46	38.42
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	12.93	15.81	5.41	8.44	10.92	14.76	19.46	38.42
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.90	1.01	0.99	0.76	0.50	1.13	0.37	0.05
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.79	0.91	0.75	0.13	0.18	0.33	-0.08	-0.42
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.29	0.29	0.31	0.36	0.19	0.33	0.17	0.03
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.07	0.98	0.78	0.18	0.98	1.12	3.13	22.37
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.11	0.78	1.02	1.21	-0.37	-0.33	1.69	15.94
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	-2.59	-0.14	1.23	11.63

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida 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 en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis 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 que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, 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 independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS 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 futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo 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 se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS 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 al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS 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 BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones 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 con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2021.