

Ecuador  
VI Programa Papel Comercial  
Tercer seguimiento

## OTECEL S.A.

### Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Actual	Último Cambio
VI Programa de Papel Comercial	AAA	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	nov-21
Activos (USD MM)	1,037.0	745.3	770.3
Ventas (USD MM)	557.1	444.5	436.9
Margen EBITDA (%)	33.30%	24.67%	19.63%
ROE (%)	-6.23%	-7.23%	-9.69%
Deuda / capitalización (%)	36.32%	19.34%	42.45%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.21	-0.41	0.37
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1.41	-2.63	0.33
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.76	0.50	1.66
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	1.28	0.75	1.87

### 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 VI 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 Telefónica S.A (España).

Industria con fuertes regulaciones y carga impositiva elevada. La empresa se encuentra dentro de la industria de telecomunicaciones, que está sujeta a fuertes regulaciones que han variado en el tiempo. La pandemia del COVID-19 afectó a la industria, tanto por su efecto en la capacidad adquisitiva del consumidor como por la Ley de Apoyo Humanitario que estuvo vigente hasta fines del 2020. La calificación no considera las necesidades de flujo que requerirá el emisor en 2023 por la renovación de la concesión de los servicios de telecomunicaciones ya que 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. En 2021 los ingresos por ventas muestran recuperación importante, aunque no se mantiene una pérdida neta, a pesar del impacto positivo de la estrategia de mejorar la eficiencia operativa. Cabe indicar que el emisor registra fuertes gastos anuales por amortización de sus activos intangibles, que afectan el resultado contable pero no constituyen un desembolso de efectivo, por lo cual no afectan la capacidad de generación operativa de la empresa. En el 2022 la empresa espera mejorar sus resultados y alcanzar resultado final positivo en el año 2023 en función de las estrategias de eficiencia de gastos que está ejecutando.

Capacidad de pago y bajo endeudamiento. El endeudamiento de la empresa en relación con el EBITDA es bajo, lo cual 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.

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:

VI Programa de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Total Emisión:	USD 20.000.000
Saldo insoluto:	USD 20.000.000
Plazo del programa:	720 DÍAS
Res. Aprobación:	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00005190
Fecha de aprobación:	28-ago-20
Fecha de vencimiento:	18-ago-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 % 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.

## 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. El Banco Mundial estima que en 2020 el PIB de todo el planeta se habría contraído en 3.5%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo habría hecho en 6.5%<sup>1</sup>.

Así mismo, el Banco Mundial estima que en 2021 la economía del mundo crecerá en 5.6% (1.6% más de lo proyectado a enero de 2021), gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo<sup>3</sup>. Por otro lado, para América Latina el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por

COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones. Se teme sin embargo que para 2022 y 2023 los indicadores de crecimiento caigan bajo el 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010, trayendo consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que estos reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas.

El 2020 fue 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.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una contracción del PIB de -7.8% en 2020. Al segundo trimestre de 2021, se evidencia un crecimiento interanual de 8.4%. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.02% en 2021, alineado con el 3% pronosticado por el Banco Mundial en octubre-2021.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los primeros trimestres de 2019-2021, tomado del BCE.

Indicador	2019.I	2019.II	2020.I	2020.II	2021.I	2021.II
Producto Interno Bruto (PIB)	-0.63%	0.21%	-1.10%	-10.88%	0.86%	2.10%
Importaciones	0.89%	0.23%	5.80%	-19.84%	7.61%	-3.31%
Consumo final Hogares	-1.36%	-0.04%	-0.45%	-11.16%	3.54%	1.19%
Consumo final Gobierno	-3.68%	0.75%	-0.70%	-7.03%	-2.00%	4.37%
Formación Bruta de Capital Fijo	-1.96%	-1.06%	-2.99%	-15.95%	2.18%	-0.98%
Exportaciones	0.01%	4.45%	0.38%	-14.65%	-5.29%	1.94%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo esperado no representa una recuperación para ningún segmento excepto para las exportaciones apoyadas especialmente por los mejores precios del petróleo y de las exportaciones de camarón por una mayor demanda y por mejores precios. Las importaciones alcanzarán también un crecimiento mayor al del PIB y al de las exportaciones.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. Se espera que la manufactura con un crecimiento cercano a 3%

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

<sup>2</sup> EE. UU. y China impulsarán crecimiento en 2021, afirma Banco Mundial - <https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703>

<sup>3</sup> Ocho razones para la subida de precios de las materias primas- <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

muestre mejor comportamiento que sector de la construcción que mantendría aún una disminución de 1.42%, según las cifras del BCE. A continuación, una tabla con expectativas de comportamiento de las industrias ecuatorianas para 2021:

Industrias	part%	crec %
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	11.9%	3.13%
Comercio	10.2%	3.67%
Petróleo y minas	8.9%	3.41%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	8.8%	2.48%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	8.3%	2.89%
Construcción	7.6%	-1.42%
Transporte	6.8%	1.22%
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	6.5%	-0.23%
Demás actividades*	31.0%	2.6%

\*para el crecimiento de las demás actividades se consideró un promedio ponderado de estas

En el segundo trimestre la economía muestra una ligera recuperación dado el avance del proceso de vacunación y las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, y las perspectivas políticas en el entorno nacional, y en las relaciones con los organismos internacionales.

Los resultados electorales favorables a la inversión privada, a la lucha contra la corrupción y a una gestión eficiente de recursos ha fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país.

El riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6.063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez años, y una calificación de “Restricted Default” otorgada por FITCH Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos, desde entonces ha fluctuado alrededor de 847 puntos hasta el 31 de octubre. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema

financiero. Según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021), 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

Por otro lado, el precio del petróleo que ha subido (precio promedio podría llegar a USD60/b) ayuda a la caja fiscal que espera alrededor de USD1.400 millones más, por este rubro que el año anterior.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste.

El crecimiento para el país se basa en mejores precios del petróleo y el consiguiente efecto positivo en los ingresos, en el comportamiento esperado se daría también por el avance en la vacunación. Las expectativas menos optimistas para el 2022, responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada (política de austeridad en el sector público) y de la ayuda de los multilaterales.

Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros multilaterales<sup>4</sup>. Adicionalmente, en agosto de 2021 el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial.

El acuerdo con el FMI descarta la reforma tributaria propuesta originalmente, y plantea compensarlo con menores gastos, mejoras en la recaudación y mayor producción petrolera<sup>5</sup>. El representante del FMI en Ecuador destacó el cumplimiento de las metas por parte del país, sin embargo, se recalca la necesidad de fortalecer las finanzas públicas (frente al incumplimiento mínimo de acumulación de

<sup>4</sup> Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI - <https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

<sup>5</sup> El Universo - “Acuerdo técnico con el FMI, que se conocerá hoy, marcaría ruta hacia superávit, sin fuerte

reforma tributaria y mayor plazo” - <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/expectativa-de-analistas-y-mercados-por-conocer-las-cifras-del-acuerdo-del-ecuador-con-el-fmi-nota/>.

depósitos del sector público no financiero)<sup>6</sup>.

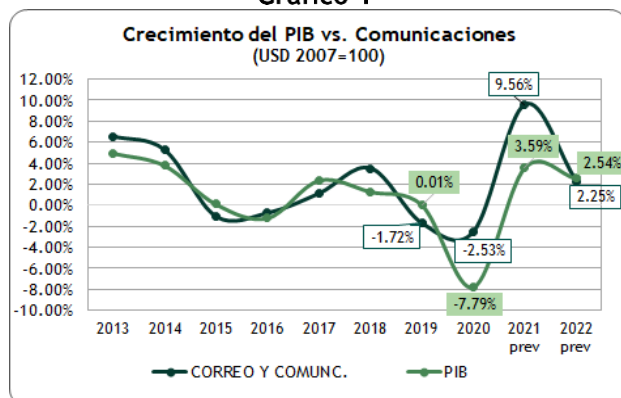
Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa, con las negociaciones con México y el ingreso de país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte de la calificación, en el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anuncio el incremento de USD 25 al salario básico unificado del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.<sup>7</sup>

Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

De acuerdo con las previsiones de crecimiento del PIB publicada por el BCE, en el año 2019 no se registró crecimiento (0.01% anual) y en el año 2020 la pandemia afectó la economía de forma importante registrando una reducción de 7.79%. En el año 2021, si bien se estima una recuperación, el crecimiento habría alcanzado 3.59%, sin embargo, el crecimiento esperado para este año 2022 es menor, estaría en 2.54%.

Gráfico 1

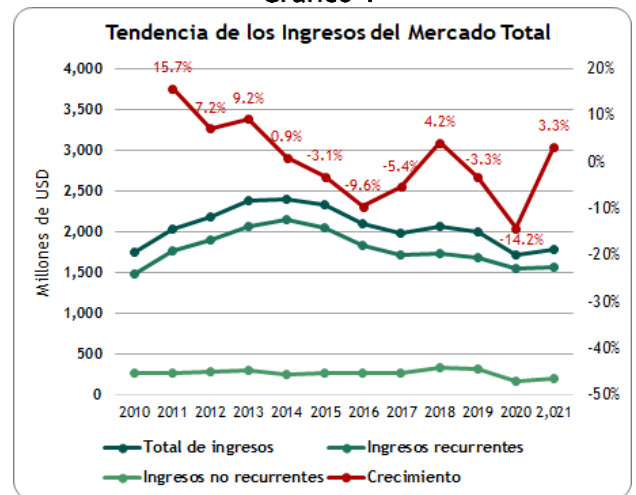


Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

En lo que respecta a la industria de correo y comunicaciones, de acuerdo con las cifras del BCE, luego de la contracción que mostró en los años 2019 y 2020, en el 2021 se muestra un crecimiento mayor al del PIB, el crecimiento estaría alrededor de 9.56% y para el 2022 se espera una reactivación de 2.25%, que se ubica ligeramente por debajo del crecimiento del PIB total.

En toda Latinoamérica la pandemia ha representado un reto financiero para las empresas del sector ya que los ingresos se han visto afectados por el incremento del desempleo y la presión en la capacidad de compra de los consumidores, tanto en renovaciones de equipos como en el crecimiento del servicio.

Gráfico 1



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

Según estimaciones de GSMA Intelligence, en Ecuador, luego de la caída de ingresos del 14.2% anual en el año 2020, en el 2021 se logró una ligera recuperación de 3.3% anual. No obstante, al igual que en el resto de los países de Latinoamérica, la recuperación será lenta.

Expertos de GSMA<sup>8</sup> estiman que el crecimiento de los ingresos podría permanecer afectados por el impacto del Covid-19 si bien se reactivarían en 2021, pero es probable que el crecimiento de los ingresos se fortalezca recién hacia 2025.

En cuanto a las expectativas de crecimiento en el mediano plazo, la industria enfrenta la necesidad de incrementar las inversiones en tecnología para mejorar los servicios y ampliar la cobertura. Sin embargo, el reto financiero de las inversiones se complica con el costo importante que representan

<sup>6</sup> Primicias - “Renegociación del acuerdo con el FMI se concretará a fines de septiembre” - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/septiembre-nuevo-acuerdo-ecuador-fmi/>.

<sup>7</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-sub-ecuador-trabajadores-costo/>

<sup>8</sup> GSMA: La Economía Móvil en América Latina 2021

las concesiones.

El Ministerio de Telecomunicaciones y la Dirección Nacional del Registro Civil en abril 2021 lanzaron las zonas temporales para realizar las pruebas de la tecnología 5G, el proveedor escogido en el Ecuador fue Nokia<sup>9</sup>. Cabe mencionar que la tecnología 5G, se encontraba disponible comercialmente en 58 países a junio-2021 según Global Mobil Suppliers Association (GSA), se espera que en tres años y medio llegue a 1,000 millones de usuarios<sup>10</sup>. La llegada de la tecnología 5G se podría enfocar a las empresas, para la mejora de su productividad, antes de ofrecerlo masivamente.

Este análisis considera que los operadores móviles de América Latina invertirán más de USD 70.000 millones en sus redes entre 2020 y 2025. El despliegue de redes 5G será un factor clave para impulsar la inversión, ya que representará casi dos tercios de los gastos de capital de red en este periodo. Esto contará con el respaldo de esfuerzos para actualizar la infraestructura LTE existente con tecnologías como agregación de portadoras y MIMO 4x4.

En América Latina, el 5G aún se estaría en una etapa inicial de desarrollo, ya que los operadores se han estado centrando en migrar a los clientes de 2G y 3G a las redes 4G. La adopción del 4G sigue aumentando en la región y se espera que alcance su punto máximo recién en 2024. No obstante, algunos operadores en unos pocos países desplegaron servicios 5G.

En otro análisis especializado realizado por la firma GSMA<sup>11</sup> para 64 países, se concluyó que el costo anual del espectro en Ecuador, como porcentaje del total de ingresos recurrentes pasó de 10% al 16% entre 2010 y 2019, cifra que lo ubica como tres veces por encima de la media regional (5%). El CAPEX como porcentaje de los ingresos recurrentes ha caído desde el 25% al 19% en el mismo período. El análisis sugiere que el alto precio del espectro en Ecuador causó que en Ecuador se retrase un año en alcanzar una cobertura 4G del 80%, en comparación con el promedio regional, y que los consumidores hubiesen podido contar con velocidades de descarga 40% más rápidas.

En enero-2021, el experto de la Cepal, Sebastián Rovira, señaló que la pandemia evidenció la falta de acceso a internet en la región, situación 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 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.

En la reforma tributaria se contempla una reducción de la carga tributaria para las empresas telefónicas, debido a la eliminación del impuesto por concentración de mercado a partir del año 2023, y, además les permite pagar una parte de sus tarifas mediante inversiones en proyectos de conectividad. Este impuesto fue creado en 2015 con el objetivo de promover una mayor competencia del mercado de telecomunicaciones, pero, a decir de los directivos del sector<sup>12</sup>, se logró un efecto contrario ya que las

9

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/4/ecuador-vive-una-transformacion-digital>

10

<https://www.primicias.ec/noticias/tecnologia/despliegue-conexion-estanca-pandemia-covid/>

<sup>11</sup> GSMA: El impacto de los precios del Espectro en Ecuador.

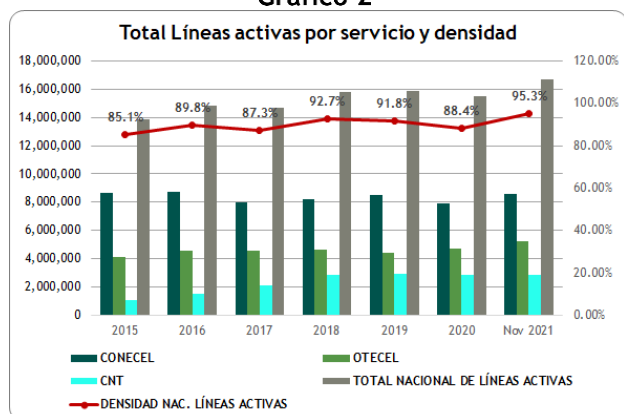
<sup>12</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/empresas-telefonicas-pagaran-menos-tarifas-ecuador>

empresas, al encontrar limitaciones para crecer, se concentraron en los clientes más rentables, yendo en contra del acceso masivo al servicio, especialmente en zonas rurales.

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 contenía varias reformas impulsadas por el Gobierno en el contexto de la crisis del Covid-19, aplicables dentro de la vigencia del Estado de Excepción y hasta un año después del mismo. 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 2



Fuente: ARCOTEL. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

Luego de la reducción observada en el año 2020 (2.3%), el mercado se reactivó en el año 2021, a noviembre, existe un incremento de 7.75% llegando a 16.7 millones de líneas activas y la densidad nacional de líneas activas asciende a 90.8%. En el mediano plazo el crecimiento permanece estable a nivel líneas activas totales, con un crecimiento promedio de 3.23% anual en los cinco años.

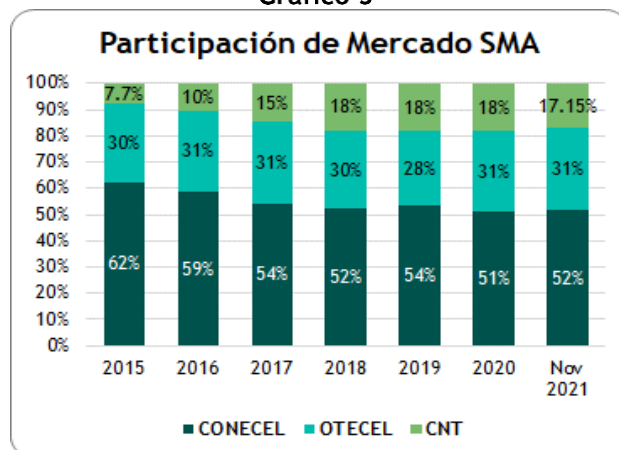
La industria requiere inversiones intensivas de capital debido a los cambios tecnológicos inherentes al sector. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar, pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar una saturación del mercado y por consiguiente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

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 17.15% en noviembre-2021. Por otra parte, CONECEL S.A. y OTECEL S.A. poseen en conjunto el 82.85% del mercado nacional, como se observa en el gráfico a continuación:

Gráfico 3



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.

Cabe mencionar que actualmente Claro y Telefónica mantienen contratos de concesión con el Estado que caducarán en el 2023, por lo que ya se inició el proceso de negociación de la renovación desde agosto-2021. El presidente de Telefónica Movistar Ecuador menciona que la renovación del contrato es una gran oportunidad para que se acelere la

digitalización y que las tarifas de los servicios dependerán del costo del uso del espectro<sup>13</sup>.

#### 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 5.2 millones de accesos móviles en 24 provincias del país.

El emisor emplea actualmente a 870 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.

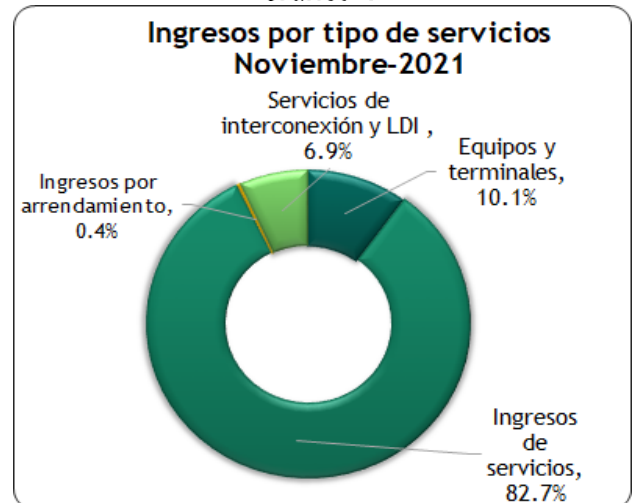
En 2020 contrariamente a la tendencia del mercado OTECEL S.A. presentó un crecimiento de 6.1% anual en sus líneas activas, tendencia positiva que se ha mantenido hasta noviembre 2021 que muestra un crecimiento de 10.3% en comparación con dic-2020.

Por su parte, su principal competidor, CONECEL S.A., registra una reducción de 6.6% anual durante el año 2020 y mantiene un crecimiento de 8.6% a nov-2021.

OTECEL S.A. cuenta con ingresos diversificados por la prestación de servicios móviles, así como la venta de dispositivos. A la fecha de corte los ingresos corresponden a servicios de telefonía celular e internet con un 82.7% de participación en las ventas (82.9% a dic-20), seguido por la venta de teléfonos y accesorios 10.1% (8.8% a dic-20).

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

Gráfico 4



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

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.

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

<sup>13</sup>

[https://www.eluniverso.com/noticias/economia/como-](https://www.eluniverso.com/noticias/economia/como-avanzan-negociaciones-de-contrato-de-concesion-de-espectro-en-la-telefonía-celular-en-ecuador-nota/)

[avanzan-negociaciones-de-contrato-de-concesion-de-espectro-en-la-telefonía-celular-en-ecuador-nota/](https://www.eluniverso.com/noticias/economia/como-avanzan-negociaciones-de-contrato-de-concesion-de-espectro-en-la-telefonía-celular-en-ecuador-nota/)

España.

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
TELEFONICA HISPANOAMERICA SA	182,885,739	99.999999%
Donoso Echanique Andrés Francisco	1	0.000001%
<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” con perspectiva estable para el largo plazo y “F2” en el corto plazo. Dicha calificación, que fue ratificada en septiembre-2021, 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 períodos anteriores 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>14</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>15</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 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

<sup>14</sup> [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/05/companias/1575576861\\_557358.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/05/companias/1575576861_557358.html)

<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remezon-estrategico-latinoamerica/>

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 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.

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 noviembre-2021 y preliminares de diciembre 2021.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2021-2022. La calificadora 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 Calificadora utiliza un EBITDA operativo ajustado por el valor de arrendamientos 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.

### Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos de la compañía han tenido una tendencia decreciente desde el año 2018, 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.

Luego de la reducción de los ingresos en el año 2020 (20.2%), en el año 2021 los ingresos se recuperan llegando a un crecimiento de 8.6% anual en nov-2021 (8.3% a dic-2021), apoyados en estrategias de valor agregado hacia los clientes, su nuevo producto Tuenti que ha tenido un crecimiento importante, que significaron mejorar su posición competitiva frente a las demás operadoras, además, obtiene resultados positivos en la línea de ventas y financiamiento de equipos y terminales, que les permitió captar el crecimiento de la demanda generado ante la necesidad del teletrabajo y las mejoras de tecnología, impulsadas por la situación de la pandemia. Según las cifras preliminares a diciembre el crecimiento de ventas llegó a 8.3% anual. Si bien el incremento de ventas es importante, se mantiene aún una diferencia de 13.6% en comparación con dic-2019.

La facturación del año 2019 que incluye solamente ingresos operativos y sin incluir la venta de torres y activación del derecho de uso, se redujo en 14.6%. Sin embargo, la utilidad neta se recuperó por la venta de las torres de telecomunicaciones, aunque se mantuvo en niveles negativos por una fuerte carga impositiva. A diciembre-2020 se registró 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 -17.6MM, y de USD -15.88 MM luego de resultados integrales.

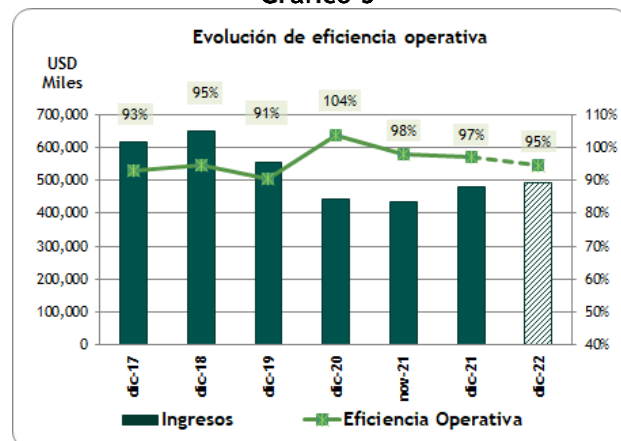
En el año 2021 ya no se registra ingresos no operativos, el resultado operativo antes de gastos financieros es positivo, pero no cubre el total de intereses (intereses de deuda e intereses de arrendamientos), originando una pérdida neta de (USD 19.61MM a nov-2021) USD 14.37MM, según las cifras semi definitivas a dic-2021.

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-2021 este indicador llegó a 97% (104% dic-2020) y 87.7% sin considerar amortizaciones y depreciaciones (81.9% dic-2020), la mejora de la eficiencia se origina en varias estrategias, crecimiento de los ingresos, mayor eficiencia en la recuperación de las cuentas por cobrar a clientes, que demandó menor gasto de provisión, se apoya también en el análisis y estimación de los períodos de depreciación y amortización, ahorros en algunos gastos de provisiones por actualización actuarial, etc. Adicionalmente, se mantienen estrategias de mayor plazo que pretenden mejorar la eficiencia operativa.

Se debe considerar que en el año 2021 este indicador incluye algunos rubros no recurrentes como gastos extraordinarios por liquidación de personal, así como mayores gastos de arrendamientos de largo plazo.

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 2022 se estima que este indicador, de costos de ventas y gastos operativos sobre ventas, esté alrededor de 94.8% (75.4% sin depreciación).

Gráfico 5



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A. Cifras de Dic-2021 son preliminares reales.

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 operativo se ha mantenido positivo en todos los períodos analizados.

En 2020 el EBITDA se contrajo en 40.9% anual, como consecuencia de la reducción de los ingresos y, por

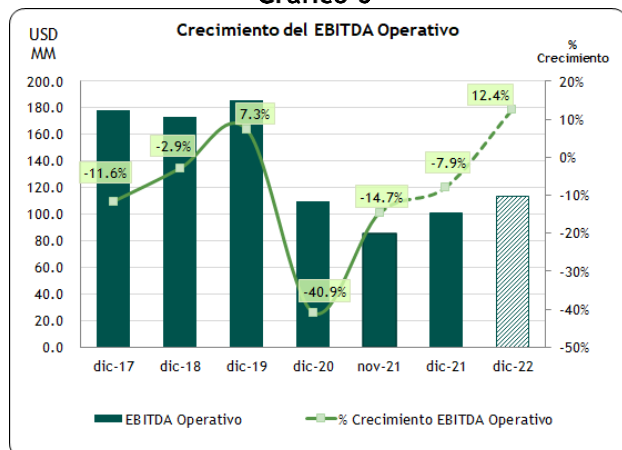
tanto, de la menor absorción de sus costos y gastos operativos hijos.

A Dic-2021 el EBITDA operativo muestra aún una reducción de 7.91% (9.8% con cifras de nov-2021), debido a que si bien el EBIT pasó de un valor negativo de USD 17.6MM en dic-2020 a USD 14.5MM en dic-2021, sin embargo, crece el pago de capital e intereses por arriendos por la aplicación de NIIF 16, llegando a USD 46.16MM dic-2021 (USD22.9MM dic-2020), que los consideramos parte del flujo operativo, frente a la disminución de los gastos operacionales que no son flujo y que forman parte del EBITDA como las provisiones para incobrables, jubilación, para obsolescencia de inventarios y para intangibles, que reducen 11.7% anual (USD 17.62MM).

El EBITDA representa el 20.98% (dic-2021) de los ingresos operativos (24.67% a dic-2020), como resultado del mayor peso de los pagos de arriendo y al efecto de la clasificación del gasto financiero de los arrendamientos. 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. Todavía se evidencia el efecto de la crisis macroeconómica y sanitaria en la generación operativa del emisor.

El EBITDA operativo proyectado de 2022 presentaría crecimientos gracias a la recuperación de ingresos frente a 2021, si bien dependerá de la evolución que tenga el entorno macroeconómico, no se espera nuevas restricciones mayores de movilidad en los siguientes meses del año.

Gráfico 6



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-2021 mostró un incremento de 19.8%. Dadas las variaciones contables del gasto, como se analizó anteriormente, se analiza el total del gasto y costo operacional que muestra resultados positivos de las estrategias aplicadas para controlar y el gasto y el manejo del costo.

La empresa mantiene un proceso de reestructuración de mediano plazo, con el que busca mayores eficiencias y se continuará con estas estrategias en el mediano plazo.

Dado el impacto de la pandemia el Emisor muestra una recuperación en sus proyecciones para 2022 pero aún no se alcanzaría un resultado final positivo, que se posterga para el año 2023. Situación que está en línea con la recuperación esperada en la Región que tendría una recuperación lenta hasta 2025.

Por último, el ROA y el ROE en dic-2021 llegan a -1.88% y -6.43%, respectivamente (-1.94% y -7.23% en diciembre-2020). 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 diciembre 2021, según las cifras preliminares los activos de la empresa (USD 786.8MM) en su mayoría se concentran en plazos superiores a un año por altas inversiones en activo fijo e intangible.

Adicionalmente, un 8.87% del activo está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación, en el año 2021 muestran una reducción de 2.83% anual, la empresa realizó una importante gestión de recuperación de la cartera impaga y depuró un monto importante de cartera dañada con mayor plazo de vencida, gracias a la capacidad que mantiene por el gasto de provisiones realizado desde años anteriores. A la fecha de corte el castigo acumulado del año representa el 11.7% de las cuentas por cobrar brutas.

El año 2021 se recuperan las ventas y crece las cuentas por cobrar de clientes, pero el castigo de la cartera dañada compensa en crecimiento y a dic-2021 el crecimiento de la cartera neta es menor (2.8%). El emisor logró controlar la calidad de las cuentas por cobrar comerciales, y también ha reconocido el deterioro pasado mediante provisiones y castigos.

ACTIVOS

	dic-18	dic-19	dic-20	nov-21	dic-21
Total Activo Corriente	25.10%	37.70%	17.92%	23.85%	25.85%
Fondos Disponibles	4.97%	11.30%	4.81%	8.98%	11.09%
CxC Comerciales	16.63%	9.75%	9.10%	9.06%	8.87%
Inventarios Neto	1.38%	0.48%	0.70%	1.08%	0.92%
Otras cuentas por cobrar	0.13%	14.38%	0.00%	0.00%	0.00%
Gastos anticipados	0.51%	0.35%	1.74%	3.38%	3.70%
Otros activos corrientes	1.48%	1.44%	1.58%	1.35%	1.27%
Total Activo No Corriente	74.90%	62.30%	82.08%	76.15%	74.15%
Propiedad, planta y equipo	48.47%	43.24%	57.60%	58.07%	56.49%
Inversiones Emp. Relac.	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%
Activos Intangibles	16.88%	11.70%	13.13%	8.31%	7.66%
Cuentas por Cobrar LP Otras	7.95%	5.49%	7.01%	6.06%	5.92%
Otros activos	1.59%	1.88%	4.34%	3.70%	4.07%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	nov-21	dic-21
Total Pasivo Corriente	45.44%	54.51%	40.02%	37.56%	41.12%
Deuda Financiera CP	13.39%	12.35%	7.42%	11.84%	12.14%
Deuda Comercial	21.47%	14.95%	14.25%	12.61%	14.47%
Otros Pasivos CP	10.58%	27.20%	18.35%	13.11%	14.52%
Total Pasivo LP	9.49%	21.71%	29.03%	35.04%	31.34%
Deuda Financiera LP	6.72%	1.21%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros pasivos LP	2.77%	20.51%	29.03%	35.04%	31.34%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>45.06%</b>	<b>23.78%</b>	<b>30.95%</b>	<b>27.40%</b>	<b>27.53%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

El patrimonio de la empresa se ubica en USD 216.6MM a dic-2021 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 años.

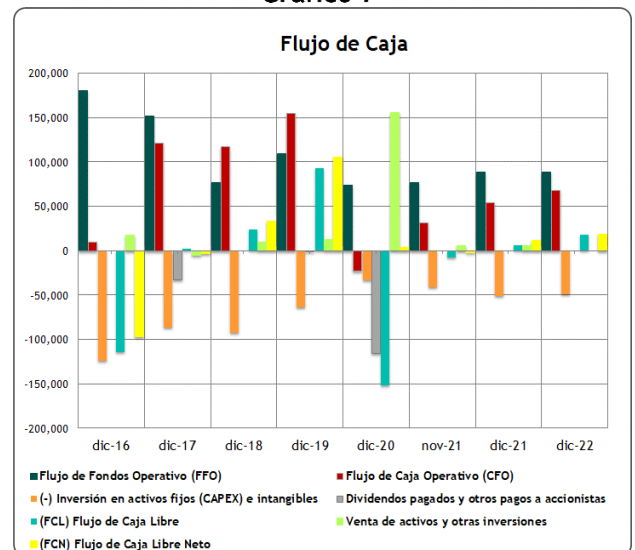
En cuanto a la calidad de los principales activos, las cuentas por cobrar se miden a su valor razonable. Los inventarios por su parte son registrados al menor entre el costo y el valor neto realizable, la estimación de inventarios obsoletos lo realiza la Administración en base a la evaluación de antigüedad de inventario y se encuentran aptos para la comercialización. La propiedad y equipos son registrados al costo, menos depreciaciones acumuladas y pérdidas por deterioro, en caso de producirse. Los activos fijos son depreciados de acuerdo con la vida útil establecida y se los da de baja por retiro o venta, para que así el saldo contemplado en libros se encuentre razonablemente presentado.

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 se prevé que las negociaciones iniciaron en 2021 y continuarán en este año.

Gráfico 7



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 permitieron 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 generaron un requerimiento importante de capital de trabajo y un flujo de caja operativo negativo (CFO) por USD 20.67MM. Además, se realizaron inversiones en CAPEX por USD 33MM.

Al 2020 la empresa generó un flujo de caja libre neto, antes de dividendos pagados a accionistas, de USD 119.9 millones, el cual provino 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 fue de USD 3.96 millones.

Cabe indicar también que en 2020 se utilizó 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 noviembre-2021 la generación operativa se reduce ligeramente frente al mismo período del año anterior. Sin embargo, de acuerdo con las cifras preliminares de diciembre el flujo de fondos operativo (FFO) alcanza un crecimiento de 20.34% anual, 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, el flujo de caja operativo (CFO) es positivo, tanto en noviembre como en diciembre, y a dic-2021 es capaz de cubrir el requerimiento de CAPEX e intangibles se llega a un FCL neto de USD 11.3MM con el aporte de la recuperación de cuentas por cobrar de largo plazo; a lo que se suma la liquidez proveniente del incremento de deuda financiera que explican el importante saldo de caja acumulado a final del año. Esta tendencia es resultado de la posición proactiva de la empresa frente los requerimientos de corto plazo.

A noviembre la generación operativa aún no fue suficiente para cubrir el monto de CAPEX e intangibles y el FCL neto es negativo y el crecimiento de la caja fue apoyado por el incremento de la deuda.

Sin embargo, a diciembre 2021, el saldo de caja es de USD 87.3MM con un incremento de USD 51.47MM. Esta variación proviene de un incremento de la deuda financiera en USD 40.2 millones y el flujo de caja libre positivo.

La recuperación de la generación operativa esperada para el 2022 estaría apalancada un por mayores eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos (2.3%) frente al año 2021, mediante estrategias para mantener la base de clientes y evitar la migración hacia planes prepago. Sin embargo, no esperamos que todavía se llegue 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 una rotación de cuentas por cobrar que antes de la pandemia se mantenía cerca de 79 días, y que posteriormente ha

registrado una tendencia coyuntural al alza que a diciembre-2021 llegó a 87.

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 diciembre se aprecia un incremento de USD 34.7MM en el capital de trabajo requerido, que aumenta en línea con el crecimiento de los ingresos, y el pago de otros pasivos corrientes. Para el año 2022 se estima que el requerimiento de capital de trabajo se reduzca por el menor crecimiento de gastos e impuestos y la eficiencia en la recuperación.

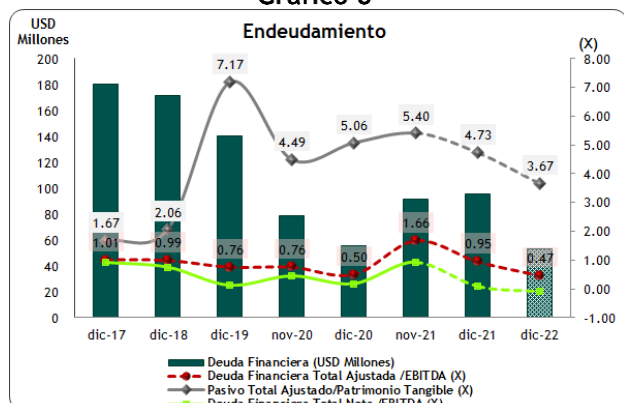
Las cuentas por pagar a proveedores son de USD 113.8MM a dic-2021 (USD 106.53MM a dic-2020). En la proyección se han supuesto que los días de financiamiento se mantendrían en niveles cercanos a los del 2020.

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. No obstante, esperamos que se mantengan ligeramente sobre los niveles pre-pandemia.

El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA llega a 1.66 veces a noviembre 2021 y a final del año el crecimiento del EBITDA hace que la relación termine en 0.95 veces, el crecimiento de la deuda financiera en el año hace que este porcentaje crezca en relación con dic-2020 que terminó en 0.50 veces. El incremento del endeudamiento 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 noviembre-2021 únicamente 0.92% y a diciembre 0.08 veces el EBITDA operativo.

Las variaciones de la deuda financiera que se observó tanto en dic-2020 y dic-2021 reflejan la capacidad del emisor de generar flujos operativos para el pago de su endeudamiento, y el acceso a recursos líquidos cuando sus políticas o requerimientos de trabajo lo requieren.

Gráfico 8



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. No obstante, este hecho será posterior al vencimiento de los programas vigentes de papel comercial.

El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible<sup>16</sup> 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 noviembre-2021 se restaron del patrimonio USD 95.6MM, que corresponden a activos intangibles, activos diferidos y otros activos no corrientes. El pasivo ajustado representa 4.73 a nov-2021 (4.84 a nov-2021) veces el patrimonio tangible del emisor. Se esperaría que la tendencia mejore en 2022, por la reducción de la deuda dado el menor volumen de inversiones en CAPEX.

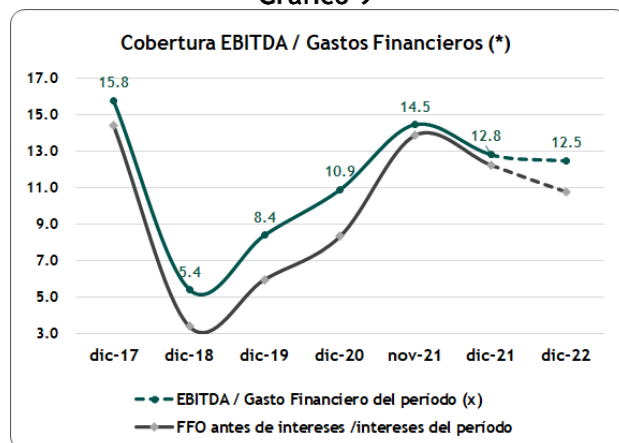
El endeudamiento frente al patrimonio ajustado es elevado, pero se mitiga por la capacidad de generación anual de flujos operativos y el soporte del grupo internacional al que pertenece.

### Capacidad de Pago y Liquidez

En el gráfico 9 se muestra la cobertura de EBITDA operativo sobre los gastos financieros de OTECEL S.A. La cobertura alcanza las 14.5 veces a noviembre y

12.8% en diciembre, dado el incremento de la deuda financiera en el último mes, se espera que en el año 2022 se mantenga en niveles holgados debido a que los siguientes periodos requieren de menor endeudamiento.

Gráfico 9



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

\* Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A. El denominador no considera el gasto financiero implícito de pasivo por arrendamiento operativo, ya que el EBITDA se encuentra ajustado por este rubro.

Hasta el año 2019, 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.

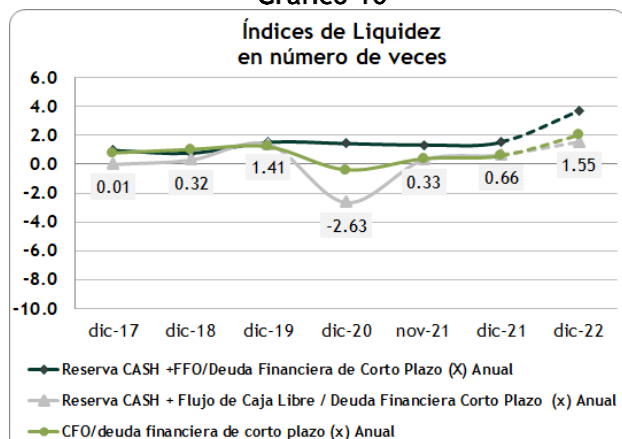
En el año 2020 la empresa alcanzó un flujo de caja libre neto positivo y con la reducción de la liquidez acumulada en el año anterior se disminuyó la deuda financiera.

A noviembre 2021 la empresa incrementó la deuda financiera en USD 35.86MM en relación con dic-2020, el 100% de la deuda financiera es de corto plazo y el 63.6% de la deuda financiera corresponde a obligaciones con el mercado de valores de los programas VI (USD 616.5) y VII (USD 57.356MM) de papel comercial.

<sup>16</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.

Gráfico 10



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

A la fecha de corte la empresa cuenta con fondos disponibles por USD 69.17MM, y para fin de año estos se incrementan a USD 87.3MM.

El riesgo de refinanciamiento y los requerimientos adicionales de liquidez dentro de la vigencia de los programas de papel comercial se encuentran cubiertos por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente de su bajo endeudamiento y capacidad 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. 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.

Además, se especifica que el Emisor queda obligado expresamente a mantener en todo momento activos libres de gravamen, de limitación al dominio, de prohibición de enajenar y/o prenda necesarios suficientes con el objeto de que la relación activos libres de gravamen / obligaciones en circulación, se encuentren en todo momento en los montos y/o niveles establecidos por la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), y en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia de la emisión de obligaciones del presente Papel Comercial de la empresa. Para el efecto, la compañía se compromete a reponer los activos que

se enajenen, transformen, deterioren o destruyan, por otros de igual o similar naturaleza a los detallados en el siguiente cuadro, cuyo valor permita cubrir la relación establecida por la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia de la emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial.

Fecha de corte	nov-21
Activo Total Ajustado (USD M)	674,731
Activo Total (USD M)	770,346

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	9,556	9,556	70.61
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	9,556	70.61
3era	Deuda sin garantía específica de balance	549,725	559,281	1.21
TOTAL		559,281	559,281	1.21

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 1.21 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.

Las estimaciones del Emisor al 30 de noviembre del 2021 son las siguientes:

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles son de 1.33
- La Compañía en el año 2021 no tiene obligaciones en mora.
- Total Activos libres de gravamen a nov- 2021 USD 579.121 expresado en miles de dólares.

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 27.5% 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 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	2022-01-31
VII Programa de Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.2020.000 07836	AAA	Bankwatch Ratings	2021-11-30

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

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, Otecel S.A. no cuenta con presencia bursátil en los últimos seis meses en el mercado secundario.

OTECEL S.A.								
(Miles de USD)							PROYECCIONES	
Resumen Balance	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20	dic-20	nov-21	dic-21	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	18,225	42,355	117,153	32,603	35,816	69,172	87,288	63,245
Cuentas por Cobrar Comerciales	118,104	141,618	101,141	91,233	67,856	69,782	69,779	70,589
Inventarios	11,384	11,785	4,962	7,847	5,180	8,318	7,202	9,681
Activos fijos	418,191	412,794	448,351	396,896	429,296	447,378	444,474	430,515
Otros activos	270,228	243,115	365,380	176,995	207,124	175,697	178,087	137,227
<b>Total Activos</b>	<b>836,132</b>	<b>851,667</b>	<b>1,036,987</b>	<b>705,574</b>	<b>745,272</b>	<b>770,346</b>	<b>786,830</b>	<b>711,256</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	145,483	182,841	155,073	103,607	106,187	97,139	113,847	113,892
Deuda Financiera Total	179,958	171,326	140,605	78,774	55,307	155,671	95,495	53,208
<i>Deuda Financiera Corto Plazo</i>	<i>154,941</i>	<i>114,076</i>	<i>128,105</i>	<i>78,774</i>	<i>55,307</i>	<i>91,171</i>	<i>95,495</i>	<i>33,208</i>
<i>Deuda Financiera Largo Plazo</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>	<i>20,000</i>
Otros Pasivos	73,615	113,717	494,756	302,374	353,104	306,471	360,848	348,596
<b>Total Pasivos</b>	<b>399,056</b>	<b>467,884</b>	<b>790,434</b>	<b>484,756</b>	<b>514,598</b>	<b>559,281</b>	<b>570,190</b>	<b>515,696</b>
Patrimonio	437,076	383,783	246,553	220,818	230,674	211,065	216,639	195,560
<b>Resumen de Resultados</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>nov-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>nov-21</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
Ventas	617,978	652,232	557,085	402,429	444,509	436,914	481,308	492,358
Costo de ventas	-308,278	-270,683	-186,891	-130,248	-205,440	-144,571	-159,183	-208,127
Egresos Operativos	-265,682	-346,968	-317,904	-295,382	-256,705	-284,451	-307,616	-258,806
<b>EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>44,018</b>	<b>34,581</b>	<b>52,290</b>	<b>-23,201</b>	<b>-17,636</b>	<b>7,892</b>	<b>14,508</b>	<b>25,425</b>
Resultado no operativo	50	-196	17,554	21,523	20,426	-45	0	0
Gasto Financiero del periodo (deuda)	-11,271	-31,964	-21,994	-5,638	-10,038	-5,921	-7,871	-9,079
Gasto Financiero del periodo (arrendos operativos)	0	0	-3,547	-13,167	-14,054	-20,421	-22,367	-21,800
Impuestos a la renta	-14,507	-64,323	-63,940	-4,203	4,056	-1,115	1,359	-15,625
Utilidad Neta de la gestión	18,290	-61,902	-19,637	-24,687	-17,246	-19,610	-14,371	-21,079
Otros Resultados Integrales	-939	-1,713	-1,698	-1,048	1,367	0	0	0
<b>Utilidad Integral Neta</b>	<b>17,351</b>	<b>-63,615</b>	<b>-21,335</b>	<b>-25,735</b>	<b>-15,879</b>	<b>-19,610</b>	<b>-14,371</b>	<b>-21,079</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>nov-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>nov-21</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
EBITDA OPERATIVO	178,193	172,946	185,531	95,096	109,663	85,776	100,990	113,551
(-) Gasto Financiero del periodo	-11,271	-31,964	-21,994	-5,638	-10,038	-5,921	-7,871	-9,079
(-) Impuesto a la renta del periodo	-15,257	-63,936	-54,038	-11,028	-25,906	-3,358	-4,406	-15,625
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	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)	151,665	77,046	109,499	78,430	73,719	76,497	88,712	88,847
(-) Variación Capital de Trabajo	-30,580	39,632	45,016	-128,958	-96,534	-45,410	-34,690	-21,202
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	121,085	116,678	154,515	-50,528	-22,815	31,087	54,021	67,645
(+/-) Flujo de caja no operativo	50	-196	2,117	21,523	20,426	1,937	2,501	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-33,000	0	0	-1	-115,894	-115,894	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) e inversión en activos intangibles	-41,356	-70,456	-63,719	-33,052	-33,054	-32,513	-41,877	-41,400
(-) Inversión en activos intangibles	-45,022	-22,341	0	0	0	-8,548	-8,960	-8,000
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,757	23,685	92,912	-177,952	-151,337	-8,037	5,685	18,245
(+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto	-4,821	9,077	12,607	155,233	155,298	5,528	5,598	0
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-3,064	32,762	105,519	-22,719	3,961	-2,509	11,283	18,245
Variación neta de deuda financiera	-2,216	-8,632	-30,721	-61,831	-85,298	35,864	40,188	-42,287
Variación neta de capital o aportes	811	0	0	0	0	0	0	0
Variación neta de caja y equivalentes en el periodo	-4,469	24,130	74,798	-84,549	-81,337	33,355	51,472	-24,043
Saldo de caja y equivalentes al comienzo del periodo (balance)	22,694	18,225	42,355	117,153	117,153	35,816	35,816	87,288
<b>Indicadores</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>nov-20</b>	<b>dic-20</b>	<b>nov-21</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>
Patrimonio Tangible	238,861	227,607	110,243	108,045	101,643	115,450	120,636	140,418
% crecimiento en ventas	-1.67%	5.54%	-14.59%	-22.01%	-20.21%	8.57%	8.28%	2.30%
MARGEN EBIT (%)	7.12%	5.30%	9.39%	-5.77%	-3.97%	1.81%	3.01%	5.16%
MARGEN EBITDA (%)	28.83%	26.52%	33.30%	23.63%	24.67%	19.63%	20.98%	23.06%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	14.46	3.41	5.98	14.91	8.34	13.92	12.27	10.79
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	15.81	5.41	8.44	16.87	10.92	14.49	12.83	12.51
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	15.81	5.41	8.44	16.87	10.92	14.49	12.83	12.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.01	0.99	0.76	0.76	0.50	1.66	0.95	0.47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.91	0.75	0.13	0.45	0.18	0.92	0.08	-0.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	29.17%	30.86%	36.32%	26.29%	19.34%	42.45%	30.59%	21.39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.98	0.78	0.18	0.58	0.98	0.82	1.53	3.68
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.78	1.02	1.21	-0.70	-0.41	0.37	0.57	2.04
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.01	0.32	1.41	-2.43	-2.63	0.33	0.66	1.55

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 disseminación 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 2022.