

Ecuador  
VII Programa Papel Comercial  
Tercer seguimiento

## OTECEL S.A.

### Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Actual	Último Cambio
VII 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-20	dic-21	mar-22
Activos (USD MM)	745.3	789.7	707.7
Ventas (USD MM)	444.5	471.3	118.0
Margen EBITDA (%)	24.67%	18.96%	22.94%
ROE (%)	-7.23%	-9.70%	-6.44%
Deuda / capitalización (%)	19.34%	30.62%	10.91%
CFO / Deuda Fin CP (X)	-0.41	0.50	1.55
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-2.63	0.70	0.95
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.50	1.04	0.24
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.75	1.19	0.29

### Contactos:

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

Francisco Vargas  
(5932) 226 9767  
fvargas@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 de 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, a pesar del impacto positivo de la estrategia de mejorar la eficiencia operativa, se mantiene una pérdida neta. 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 un 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 se encuentra cubierto por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente de su bajo endeudamiento, posicionamiento 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:	21,500,000
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 :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA****Entorno macroeconómico mundial**

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. El Banco Mundial (BM) calcula que en 2020 el PIB de todo el planeta se contrajo en 3.4%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo hizo en 6.4%<sup>1</sup>. Así mismo, el BM estima que en 2021 la economía del mundo habría crecido en 5.5%, gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. Por otro lado, para América Latina y el Caribe (ALC) el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones, con un crecimiento de 6.7% en 2021.

Se teme sin embargo que, a pesar del rebote en el crecimiento del año pasado, para 2022 y 2023 los indicadores se ubicarían por debajo del 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010. Estos pronósticos traen consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que reflejan las grandes brechas en distribución del

ingreso todavía muy marcadas. Estos indicadores se encuentran ajustados a la baja en 0.4% frente a la estimación de inicios de año debido a la invasión rusa en Ucrania.

La ralentización del crecimiento latinoamericano se da por la disminución en el crecimiento proyectado para México, Chile, Colombia y Perú; así como la desaceleración de Argentina en 2022-2023 y la de Brasil en 2021. Factores influyentes en los ajustes en el crecimiento estimado según el Banco Mundial son: la falta de recuperación del mercado laboral a sus niveles prepandemia; disminución de la demanda global a causa de un lento crecimiento de las economías desarrolladas; reducción de ayuda para la región por el alza de precios de *commodities*; políticas fiscales y monetarias estrictas<sup>3</sup> y, la guerra entre Rusia y Ucrania. El Banco Mundial destaca los efectos a largo plazo provocados por la pandemia, como significativos retrasos en los niveles de educación. Si bien la mayoría de países de la región podrán revertir pérdidas en el PIB incurridas durante la crisis de la pandemia, las expectativas para ALC ubican a la región dentro de las de menor crecimiento esperado<sup>4</sup>. El reporte más reciente del Banco Mundial presenta cómo ALC necesita de manera urgente implementar políticas y reformas que se adapten a las nuevas necesidades de *crecimiento verde*. En ese informe se destaca que la región posee un gran potencial por sus recursos naturales (capital natural), así como las reservas de litio y cobre, materias utilizadas en tecnologías verdes para generar nuevas industrias y exportaciones adaptadas a nuevas necesidades frente al cambio climático. Se alerta también que, cerca de 6 millones de personas podrían caer en la pobreza extrema en la región; que la agricultura tenga serios impactos negativos por la reducción de rendimiento en los cultivos; la estabilidad en la generación energética también tendría impactos negativos por los cambios del ciclo hidrológico.

América Latina y el Caribe enfrenta un escenario de incertidumbre, donde se necesita fortalecer los ingresos fiscales, la educación, la credibilidad y generar un gasto más eficiente. El BM propone implementar políticas de fijación de precios para la adopción de nuevas tecnologías y reformar los subsidios a combustibles fósiles, así como generar compromisos y planes a largo plazo creíbles para

<sup>1</sup> Banco Mundial: 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> Banco Mundial: Perspectivas económicas mundiales - <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/36519/9781464817601.pdf>

<sup>4</sup> Banco Mundial: La recuperación en América Latina y el Caribe demanda reformas urgentes y aprovechar las oportunidades del crecimiento verde - <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2022/04/07/recuperacion-opportunidades-verdes>

acelerar la adopción de tecnologías que se adapten y permitan mitigar impactos del cambio climático<sup>5</sup>.

### ***Incertidumbre a nivel global***

El entorno mundial actualmente se caracteriza por la incertidumbre, donde el conflicto armado en Europa impacta negativamente las expectativas de recuperación y amenaza con nuevas crisis a niveles nacionales, regionales y globales en diversos frentes<sup>6</sup>.

Durante la semana del 22 de mayo de 2022, en el Foro Económico Mundial en Suiza, el Fondo Monetario Internacional (FMI) advirtió que la economía mundial se enfrenta a su mayor desafío desde la II Guerra Mundial<sup>7</sup>. La crisis económica que se visualiza se da por una “confluencia de calamidades” en palabras de la directora del FMI: la invasión rusa a Ucrania que ha acentuado los efectos de la pandemia sobre la recuperación económica global; incremento de la inflación con mayores precios de alimentos y combustible; mayores niveles de tasas de interés que afectan negativamente a quienes se encuentran endeudados; problemas de la cadena logística a nivel mundial y, el impacto del calentamiento global<sup>8</sup>.

Las expectativas de crecimiento del FMI denotan una desaceleración en casi la mitad de las cifras de crecimiento mundial (3.6% para 2022 y 3.3% en 2023). Adicionalmente se suman mayores niveles de inflación de los proyectados a inicios de 2022, tanto para las economías avanzadas (5.7%) y para las economías en desarrollo (8.7%) y el encarecimiento de materias primas<sup>9</sup>. El FMI identifica ejes fundamentales de acción para iniciativas multilaterales y de participantes públicos y privados en la economía: impedir la profundización de la fragmentación económica; mantener la liquidez mundial; manejar situaciones críticas de sobreendeudamiento; responder a la crisis humanitaria; combatir el cambio climático y, terminar con la pandemia.

Por su parte, el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas estima que el conflicto entre Rusia y Ucrania podría

disminuir las cifras de crecimiento mundial en 0.8% para 2022, y esta cifra podrá verse alterada dependiendo de su duración e intensidad. Por parte de la Organización Mundial de Comercio (OMC), se estima que la guerra podría disminuir a la mitad el crecimiento mundial de 2022, con un indicador de 2.8% (el comercio internacional de mercancías crecería en 3%, 1.7% menos que su proyección original, y se considera un ajuste a la baja en los próximos meses)<sup>10</sup>.

Las Naciones Unidas (NNUU) identifican cuatro aristas principales de afectación de la guerra: shocks en los precios de commodities y de energía; crisis de refugiados; riesgo de crisis alimentaria, y estrés en mercados financieros. Los precios del petróleo, gas natural y metales han presentado crecimiento sostenido desde inicios del conflicto; los commodities agrícolas que dependen de estos insumos también han mostrado picos en sus precios y se espera que los precios del sector industrial igualmente presenten incrementos. Si bien los exportadores de estos productos han aprovechado de los precios altos, este suceso trae consigo altos niveles inflacionarios a nivel general, afectado la cadena global de suministro, que ya viene enfrentando una crisis por la pandemia. Ucrania y Rusia representan el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 16% de maíz y el 56% del aceite de girasol; al ser proveedores clave de estos alimentos que sirven de insumo para varias industrias alimenticias, la guerra presenta una amenaza para el abastecimiento, así como para los precios que se encuentran escalando sustancialmente. Los precios de los sustitutos como el aceite de palma también enfrentan un incremento pronunciado. Rusia por su parte también es productor de componentes de fertilizantes, por lo que los precios de estos también se han elevado; impactando así a la producción agrícola mundial. Por su parte, la afectación al sector financiero es notoria por los altos niveles de incertidumbre y el alza de la tasa de interés a cerca de 2% por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) para el manejo inflacionario. Los mercados financieros pueden verse desestabilizados

<sup>5</sup> Banco Mundial: La recuperación en América Latina y el Caribe demanda reformas urgentes y aprovechar las oportunidades del crecimiento verde - <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2022/04/07/recuperacion-oportunidades-verdes>

<sup>6</sup> NNUU: World Economic Situation and Prospects: April 2022 Briefing, No. 159 - <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-april-2022-briefing-no-159/>

<sup>7</sup> CNN: La economía se enfrenta a la peor crisis económica desde la II Guerra Mundial - <https://cnn.espanol.cnn.com/2022/05/23/davos-economia-mundial-fondo-monetario-internacional-trax/>

<sup>8</sup> CNN: La economía global se enfrenta a 'su mayor prueba' desde la Segunda Guerra Mundial, advierte el FMI en Davos -

<https://cnn.espanol.cnn.com/2022/05/23/davos-economia-mundial-fondo-monetario-internacional-trax/>

<sup>9</sup> FMI: La guerra retrasa la recuperación - <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022#:~:text=Se%20proyecta%20que%20el%20crecimiento,%2C%25%20a%20medi%20plazo.>

<sup>10</sup> AFP: Jefa de la OMC advierte del riesgo de división de la economía mundial por guerra en Ucrania - <https://www.france24.com/es/minuto-a-minuto/20220412-jefa-de-la-omc-advierte-del-riesgo-de-divisi%C3%B3n-de-la-econom%C3%ADa-mundial-por-guerra-en-ucrania>

si la guerra se expandiera geográficamente, considerado las amenazas rusas a los potenciales miembros de la OTAN y la dependencia europea del gas ruso<sup>11</sup>. Finalmente, respecto a la crisis de refugiados, se han registrado a la fecha 3.6 millones de personas (niños y mujeres principalmente) que han escapado de las zonas de mayor conflicto en Ucrania, y se espera que la cifra sea aún mayor en el futuro según la ACNUR (agencia para refugiados de las NNUU)<sup>12</sup>.

Por otro lado, La economía de Estados Unidos, una de las potencias mundiales con influencia en el entorno global, se enfrenta a elevados niveles de inflación, escasez de la cadena de suministro, conflictos geopolíticos de la guerra, una reducida mano de obra y la caída de en sus indicadores bursátiles<sup>13</sup>. El mercado de valores norteamericano también se enfrenta al desplome de sus precios, evidenciando las expectativas negativas de los inversionistas<sup>14</sup>. Las expectativas de la economía de Estados Unidos están rodeadas de inseguridad en la capacidad de reducir los niveles inflacionarios y de estancarse en un ciclo de recesión, a pesar de que el presidente del país considera que no es necesariamente el destino de la economía, pero sí se van a enfrentar a tiempos complejos. Dentro de las estrategias que se contemplan por parte del gobierno norteamericano, están la reducción de aranceles impuestos durante la administración anterior a los productos chinos; contrarrestar el poder económico de China en Asia; la liberación de barriles de petróleo de sus reservas de emergencia para disminuir el impacto de la subida de combustibles<sup>15</sup>.

Adicionalmente al conflicto armado, el mundo se encuentra en expectativa de los confinamientos en China para evitar la propagación del COVID-19, que ha presentado los picos más elevados desde el inicio de la pandemia. Según la directora de la OMC, estos confinamientos pueden provocar una escasez de insumos manufactureros, así como presionar a

mayores niveles de inflación. La política de “Cero Covid” de China implementa confinamientos de ciudades enteras para poder erradicar los contagios de la variante Ómicron, y contempla relajar las medidas una vez que se consiga cero transmisión comunitaria<sup>16</sup>. Sin embargo, ciudades como Shanghái (25 millones de habitantes), que se encuentra en confinamiento ponen en riesgo el comercio internacional ya que es uno de los principales puertos a nivel mundial y los contenedores se encuentran varados en sus instalaciones.

La economía china ha comenzado a ver efectos en su producción al haberse frenado actividades productivas, donde la falta de camiones para la logística interna y transporte de materias primas y la falta de obreros presencialmente se hacen presentes. Expertos económicos pronostican menores crecimientos a los esperados a causa de los aislamientos. Los índices bursátiles chinos también han presentado disminuciones<sup>17</sup>.

Sin embargo, el gobierno informa que se están preparando para la reactivación de su economía por el control del brote de la enfermedad. Un ejemplo de esto es Beijing, la capital china, que ha reaberturado tramos de transporte público, centros comerciales y ciertos establecimientos. Las autoridades de Shanghái han anunciado el levantamiento de “restricciones poco razonables” para los sectores productivos en inicios de junio, considerando la reducción de casos positivos de COVID a finales de mayo<sup>18</sup>. Adicionalmente al levantamiento de medidas para las empresas, se ha contemplado un plan de ayuda económica para la recuperación económica de la ciudad, que incluye factores como la reducción de impuestos en la compra de vehículos, aprobaciones aceleradas de proyectos de construcción, la emisión ágil de bonos de gobiernos locales, subsidio a consumidores que cambien su auto de combustible a eléctricos y, para el sector productos la ampliación de plazo en pago

<sup>11</sup> The New York Times: Fears Are Mounting That Ukraine War Will Spill Across Borders - <https://www.nytimes.com/2022/04/27/us/politics/ukraine-war-expansion.html>

<sup>12</sup> NNUU - World Economic Situation and Prospects: April 2022 Briefing, No. 159

<sup>13</sup> CNN: La inflación cayó en abril, pero los precios siguen siendo incómodamente altos - <https://cnnespanol.cnn.com/2022/05/28/inflacion-fed-cayo-abril-precios-altos-trax/>

<sup>14</sup> CNN: ¿Qué pasa si la Fed no puede controlar la inflación? - <https://cnnespanol.cnn.com/2022/05/23/inflacion-estados-unidos-fed-trax/>

<sup>15</sup> CNN: Biden dice que la recesión en EE.UU. no es inevitable, pero reconoce el sufrimiento económico: "Esto va a ser un recorrido" - <https://cnnespanol.cnn.com/2022/05/23/biden-recesion-no-inevitable-sufrimiento-economico-trax/>

<sup>16</sup> Bloomberg: China's Goal in Zero Pursuit Shifts Amid Omicron Outbreak - <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-12/u-s-tells-non-essential-government-workers-to-leave-shanghai>

<sup>17</sup> Bloomberg: China's Covid Outbreak Worsens as Shanghai Cases To 26,000 - <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-11/shanghai-covid-infections-top-26-000-as-city-s-outbreak-grows> y gestión Perú: El confinamiento en Shanghái amenaza con agitar la economía mundial <https://gestion.pe/mundo/el-confinamiento-en-shanghai-amenaza-con-agitar-la-economia-mundial-noticia/?ref=ges>

<sup>18</sup> BBC: Shanghai lockdown: China's financial hub set to lift Covid curbs - <https://www.bbc.com/news/business-61628770>

de utilidades, renta y seguros. Estas medidas enfocadas a la reactivación están sujetas al control de los contagios de COVID. Adicionalmente, el Banco Popular de China redujo la tasa referencial activa para préstamos de cinco años, la utilizada en préstamos hipotecarios. Con esta iniciativa buscan incentivar el mercado inmobiliario que se ha visto en una crisis en los últimos años<sup>19</sup>.

Los niveles inflacionarios, las tensiones geopolíticas, la aparición de nuevas enfermedades como la viruela del mono<sup>20</sup>, la continuidad de la pandemia y su impacto, los altos niveles inflacionarios y, los cada vez más recurrentes y notorios efectos del calentamiento global son algunos de los factores de alarma para una crisis que requiere acciones inmediatas.

### Entorno macroeconómico nacional

El primer año de pandemia fue 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 (OCP), que afectó la producción de petróleo.

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. En 2022 ha fluctuado alrededor de 800 puntos el mes de mayo, con un pico de 895 a inicios de marzo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Ecuador ha sido apreciado como un favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales de 2021, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno afirma que, durante su primer año de gestión, se han aprobado más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones<sup>21</sup>, que se espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos<sup>22</sup> en diferentes provincias del país. Se ha anunciado por parte del gobierno que, el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud<sup>23</sup>. El gobierno central ratifica su compromiso con la atracción e incentivo de inversión privada local y extranjera.

Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel. Respecto a las negociaciones con México, el 27 de mayo se realizó la ronda final del acuerdo comercial con resultados inconclusos, se esperaba el cierre de las negociaciones técnicas, pero según el Ministro de Producción, Comercio Exterior y Pesca, el proceso de negociación continúa<sup>24</sup>. Se mantendría pendiente el acceso al mercado mexicano de los productos estrella de Ecuador, que son camarón, atún y banano.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19<sup>25</sup>. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%<sup>26</sup> en 2022, gracias a la reactivación económica impulsada por mayores niveles de inversión y un

<sup>19</sup> CNN: China recorta una tasa de interés clave para rescatar su mercado inmobiliario en caída y evitar una recesión - <https://cnnespanol.cnn.com/video/china-tasa-interes-rescate-mercado-inmobiliario-cnne-dinero-serbia/>

<sup>20</sup> Según la OMS es posible detener su transmisión. (CNN - <https://cnnespanol.cnn.com/video/viruela-del-mono-oms-200-casos-20-paises-redaccion-mexico/>)

<sup>21</sup> MPCEIP: UN ECUADOR MÁS COMPETITIVO SE CONSOLIDÓ EN 12 MESES DE GESTIÓN - [HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/UN-ECUADOR-MAS-COMPETITIVO-SE-CONSOLIDO-EN-12-MESSES-DE-GESTION/](https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/)

<sup>22</sup> El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

<sup>23</sup> Primicias: Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

<sup>24</sup> Primicias: Negociación comercial con México se dilata: hay tres productos polémicos - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negociacion-mexico-dilata-tres-productos-polemicos/>

<sup>25</sup> BCE - CTASTRIM 118

<sup>26</sup> Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes>

consumo de los hogares creciente <sup>27</sup>. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 están alineadas con el 2.6% ajustado por el CEPAL en enero-2022. Estas proyecciones son más conservadoras que las últimas publicadas por Banco Mundial en abril-2022, que proyecta un crecimiento de 4.3% en 2022 y 3.1% en 2023<sup>28</sup>. Según estas perspectivas, el país será el cuarto de mayor crecimiento en la región<sup>29</sup>.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2019-2021, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (PIB)	0.01%	-7.79%	4.24%
Exportaciones	3.65%	-5.40%	-0.13%
Importaciones	0.32%	-13.84%	13.25%
Consumo final Hogares	0.29%	-8.20%	10.22%
Consumo final Gobierno	-1.99%	-5.07%	-1.69%
Formación Bruta de Capital Fijo	-3.30%	-19.03%	4.33%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo de 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones. La recuperación se dio en parte al avance del proceso de vacunación, las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

Para 2022 por otro lado, se espera que las industrias lideren el crecimiento sean la manufacturera (3.1%), construcción (2.9%) y actividades financieras (2.8%). A continuación, una tabla con el comportamiento esperado de las industrias ecuatorianas en 2022:

Industria	part. %	crec. %
Manufactura	13.23%	3.06%
Comercio	10.89%	2.84%
Agricultura, silvicultura y pesca	10.59%	1.79%
Explotación de minas y canteras	9.15%	2.25%
Construcción	7.58%	2.89%
Transporte	7.03%	2.13%
Actividades financieras y de seguros	3.85%	2.85%
Demás actividades	1.83%	37.69%

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.

Por otro lado, el precio del petróleo alcanzó valores históricos, superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, el confinamiento de China y la liberación de reservas por parte de varios países ha generado una fluctuación hacia abajo. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocan también un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina *Súper* se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales<sup>30</sup>.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador plana subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)<sup>31</sup>. De igual manera, el Gobierno apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así

<sup>27</sup> El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

<sup>28</sup> Primicias: La economía del Ecuador crecerá en 4.3% en 2022, proyecta el Banco Mundial - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-mundial/>

<sup>29</sup> El Universo: Ecuador será la cuarta economía que más crecerá en la región en el 2022, proyecta el Banco Mundial <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-sera-la-cuarta->

[economía-que-mas-crecera-en-la-region-en-el-2022-proyecta-el-banco-mundial-nota/](https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-sera-la-cuarta-)

<sup>30</sup> AS: <https://us.as.com/actualidad/precios-del-barril-de-petroleo-brent-y-texas-hoy-11-de-abril-cuanto-cuesta-y-a-cuanto-se-cotiza-n/>

<sup>31</sup> Primicias: Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

como nuevas inversiones en proyectos mineros en Bolívar y Azuay<sup>32</sup>.

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. 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>33</sup>. En 2022 se espera recibir un desembolso por USD 1,700 millones como parte del acuerdo. A inicios de marzo-2022, inició la cuarta revisión del programa que mantiene el país. El gobierno asegura que el crédito con el FMI ha sido de ayuda para poder acceder a financiamiento externo con otros organismos multilaterales en condiciones beneficiosas para el país. Los recursos obtenidos por estos medios están destinados a programas de protección social y a la reactivación económica del país<sup>34</sup>.

En abril-2022 el presidente Lasso planteó la flexibilización de algunas metas del programa económico mantenido con el FMI<sup>35</sup>. Se solicita la posibilidad de mantener un déficit fiscal para 2022 equivalente al 1% del PIB, frente al objetivo de mantener un superávit de USD 85 millones. La razón principal es la necesidad de incremento del gasto público para poder cubrir los daños ocasionados por el invierno y el sismo en Esmeraldas, que han dejado varios damnificados a nivel de Costa y Sierra. Otro desafío al que se enfrenta el país es el de sobrellevar los impactos negativos de la guerra en Europa sobre el comercio principalmente de banano y flores. Adicionalmente, el panorama de inestabilidad política representa una dificultad para el Gobierno, a pesar de que este ha afirmado al FMI que se ha descartado un escenario de muerte cruzada.

Adicionalmente en el mes de marzo, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175 millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento<sup>36</sup>.

Durante los últimos días de mes de mayo, el BM aprobó un crédito por USD 200 millones para el país<sup>37</sup>. Este financiamiento será destinado a la estrategia Ecuador Crece sin Desnutrición, que tiene como eje central la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños entre 45 días de nacidos hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

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.

En mayo de 2022 se cumplió el primer año de gobierno del presidente Guillermo Lasso. Durante su informe a la nación se dio un resumen de la gestión durante este periodo y se enfatizó en las metas en diversos ejes. Se destacan los siguientes puntos del informe a la nación: en materia de educación se denotó el esfuerzo enfocado en infraestructura escolar y fortalecimiento de la carrera docente; respecto al medio ambiente se plantea el fortalecimiento de áreas de conservación y el máximo aprovechamiento de los recursos naturales, incrementando la producción de petróleo; en el ámbito de salud se hicieron ofrecimientos de externalización de farmacias, inversión en hospitales y formación profesional de personal de salud por medio de becas; inversión en la Policía Nacional para luchar contra la inseguridad y vinculación de 1,400 agentes al sistema penitenciario; concretar la firma de acuerdos comerciales ambiciosos y, la atracción de USD 39,000 millones en inversiones hasta 2025<sup>38</sup>.

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.

<sup>32</sup> Primicias - "Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador" <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

<sup>33</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>34</sup> El Comercio - "FMI revisará plan económico para nuevos desembolsos a Ecuador" - <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/fmi-plan-economico-desembolsos-ecuador.html>.

<sup>35</sup> Primicias: Ecuador pide flexibilidad al FMI para atender gastos por invierno y temblor - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-ecuador-acuerdo-washington-politica-petroleo/>

<sup>36</sup> CAF: Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

<sup>37</sup> Primicias: Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

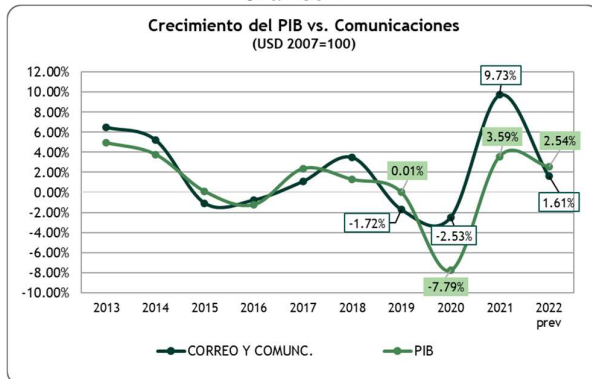
<sup>38</sup> Primicias: El Presidente rescató antiguas ofertas en su primer informe de labores

- <https://www.primicias.ec/noticias/politica/presidente-rescato-antiguas-ofertas-informe-labores/>

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste. Los retos que el Gobierno podría enfrentar a futuro responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población y las presiones políticas y fuerzas de oposición. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que se enfrenta Ecuador a la fecha, un tercio de los hogares no tiene acceso a servicios básicos según cifras publicadas por el INEC y, el riesgo creciente de asaltos en locales comerciales se ha convertido en una amenaza para el sector turístico y la ciudadanía. 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, se evidencia una recuperación donde el crecimiento habría alcanzado 3.59%, sin embargo, el crecimiento esperado para este año 2022 según el Banco Mundial podría ser mayor llegando a 4.3%.

Gráfico 1

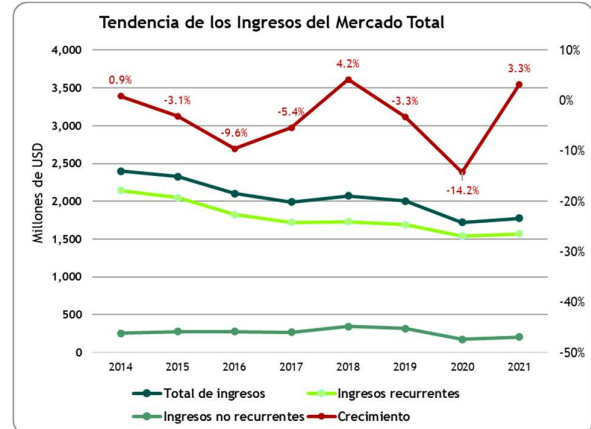


Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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 de 9.73% que casi triplica al del PIB. Para el 2022 se espera una reactivación de 1.61%, que se ubica por debajo del crecimiento del PIB total. Esto se debe a una compensación frente al fuerte crecimiento del 2021, donde principalmente hubo un alza en la demanda del sector por los altos requerimientos de conexión. Como resultado, la producción total del sector en el año 2021 ha llegado a un máximo histórico.

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. Sin embargo, cada vez se requiere más tecnología para las operaciones de la economía en general y, por lo tanto, existe mayor demanda de los servicios del sector desde el 2021.

Gráfico 2



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>39</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 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

<sup>39</sup> GSMA: La Economía Móvil en América Latina 2021

fue Nokia<sup>40</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>41</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 estaría en una etapa inicial de desarrollo, ya que los operadores se han estado centrande 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>42</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 periodo. 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 periodo 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 significativo 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.

Según el Ministerio de Telecomunicaciones del Ecuador en el 2021 la cantidad de casas beneficiadas a través de la expansión de la red de servicios fijos (fibra óptica GPON) se incrementó en 173,319 en el año 2021 teniendo un crecimiento del 27% respecto al año 2020. Además, las radio bases 4G LTE a nivel nacional se incrementaron en 495 respecto al año 2020, para llegar a 2,168 radio bases, un crecimiento del 30% frente a la meta establecida del año anterior de 298 radio bases adicionales. Por lo tanto, la expansión de la base de conectividad del país se ha dado a medida que la demanda ha incrementado.

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 y la evolución del entorno económico tenga una implicación directa en el desempeño del sector.

En la reforma tributaria aprobada en 2021, tras entrar en vigencia por el Ministerio de la Ley, se contempla una reducción de la carga tributaria para las empresas telefónicas, debido a la eliminación del impuesto por concentración de mercado a partir

40

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/44/ecuador-vive-una-transformacion-digital>

41

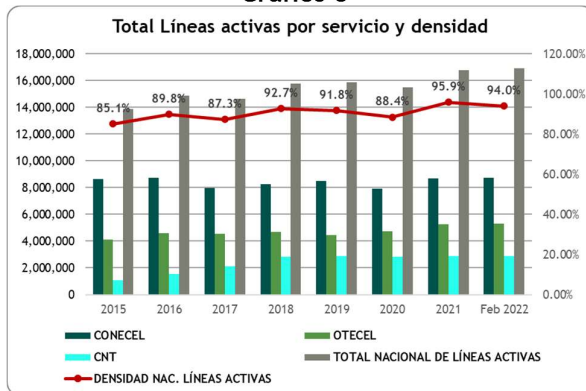
<https://www.primicias.ec/noticias/tecnologia/despliegue-conexion-estanca-pandemia-covid/>

42 GSMA: El impacto de los precios del Espectro en Ecuador.

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>43</sup>, se logró un efecto contrario ya que las 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.

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.

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 8.42%, con lo cual se llegó a 16.8 millones de líneas activas y la densidad nacional de líneas activas ascendió a 95.9%. En el mediano plazo el crecimiento en líneas activas totales estuvo alineado con el promedio de 2.62% anual en los cinco años.

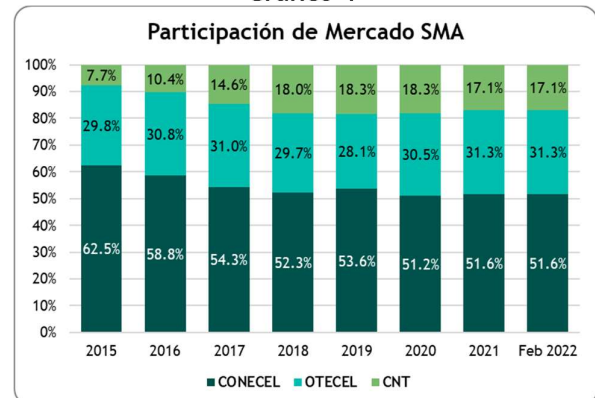
La industria requiere inversiones intensivas de capital debido a los cambios tecnológicos inherentes al sector. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar, pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar una saturación del mercado y por consiguiente 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 17.1% en febrero-2022. Por otra parte, CONECEL S.A. y OTECEL S.A. poseen en conjunto el 82.93% 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.

Cabe mencionar que actualmente CONECEL (Claro) y OTECEL (Movistar) 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

<sup>43</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/empresas-telefonicas-pagaran-menos-tarifas-ecuador>

de los servicios dependerán del costo del uso del espectro<sup>44</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 888 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.

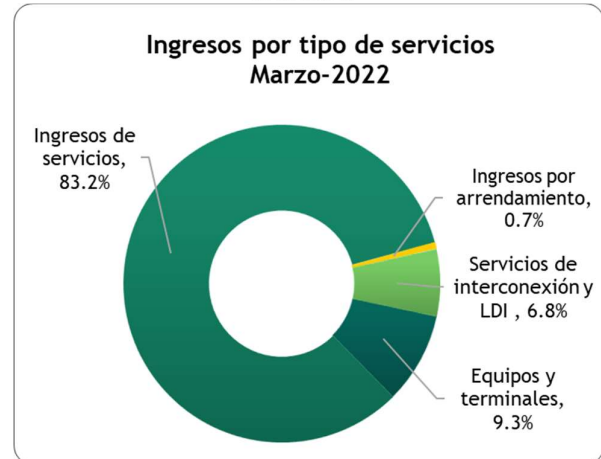
En 2020 contrariamente a la tendencia del mercado OTECEL S.A. presentó un crecimiento de 6.1% anual en sus líneas activas, tendencia positiva que se ha mantenido hasta diciembre 2021 que muestra un crecimiento de 11.1% en comparación con el año anterior.

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 9.29% a dic-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 83.2% de participación en las ventas (82.2% a dic-21), seguido por la venta de teléfonos y accesorios 9.3% (10.3% a dic-21).

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 5



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.,

<sup>44</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/como-avanzan-negociaciones-de-contrato-de-concesion-de-espectro-en-la-telefonía-celular-en-ecuador-nota/>

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%
<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>45</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>46</sup>.

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

Cabe destacar que el *spin-off* operativo separa las unidades de Latinoamérica como negocios autónomos, lo cual en nuestro criterio refleja una menor vinculación estratégica del grupo internacional frente a las sedes en la región. Sin

embargo, OTECEL mantiene los vínculos reputacionales por uso de la marca internacional y consideramos que mientras esta relación permanezca estable, la voluntad de soporte, en caso de requerirse, es probable.

#### ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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

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

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

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

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

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

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

<sup>45</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>46</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remazon-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 a los años 2020 y 2021 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-2022.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2022. 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 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 requeriría recursos líquidos para el efecto.

**Gestión Operativa y Tendencias**

Los ingresos de la compañía han tenido una tendencia decreciente entre 2018 y 2020, 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 recuperaron llegando a un crecimiento de 6% anual en dic-2021 (4.7% interanual a mar-2022). La recuperación se presentó principalmente por el apoyo en estrategias de valor agregado hacia los clientes y productos Tuenti que han venido teniendo un crecimiento importante que provocaron una mejora de su posición competitiva frente a las demás operadoras. Además, obtuvo 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. Si bien existió un incremento en ventas en 2021, se mantuvo aún una diferencia de 15.4% en comparación con dic-2019.

Pese al crecimiento del último año, la empresa registra pérdidas operativas y netas en todos los períodos anuales desde el año 2018, por el importante peso impositivo en los primeros dos años, y la amortización de los derechos de uso de la concesión y el espectro radioeléctrico pagados en años anteriores y que estarían vigentes hasta julio 2023. En 2019 se percibieron ingresos extraordinarios por la venta de las torres de telecomunicaciones, mientras que en 2020 se registró también ingresos no operativos por USD 20MM, por ganancias en la venta de torres, terreno y otros activos no operativos, aunque estos no fueron suficientes para revertir el resultado negativo. En 2021 la pérdida integral cerró en USD 20.9 millones.

En marzo-2022 ya no se registra ingresos no operativos y el resultado operativo antes de gastos financieros es positivo, pero no cubre el total de intereses (intereses de deuda e intereses de

arrendos). Como resultado se genera una pérdida neta de USD 3.4MM.

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 99.8% (104% dic-2020) y 80.5% sin considerar amortizaciones y depreciaciones (81.9% dic-2020). La mejora de la eficiencia se originó en varias estrategias: crecimiento de los ingresos, mayor eficiencia en la recuperación de las cuentas por cobrar a clientes (esto demandó menor gasto de provisión), análisis y estimación de los períodos de depreciación y amortización, ahorros en algunos gastos de provisiones por actualización actuarial, entre otros esfuerzos. 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 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, termine en alrededor de 94.8% (75.4% sin depreciación). A marzo-2022 los mismos indicadores se encuentran en 97% y 79.3% respectivamente.

**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 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 fijos. En 2021 nuevamente se observó una contracción de este indicador en 18.5% pese a la mejora del EBIT, que pasó de un valor negativo de USD 17.6MM en dic-2020 a USD 933M en dic-2021. Por otro lado, el pago de arriendos (que se registran como variación del pasivo y gasto financiero por la aplicación de NIIF 16) creció hasta llegar a USD 47.4MM a dic-2021 (USD 32.01MM dic-2020), estos valores los consideramos parte del flujo operativo.

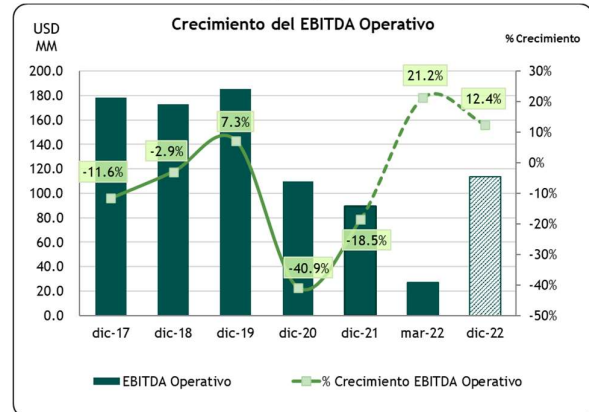
En 2021 hubo una disminución interanual de los gastos operacionales que no son flujo en 21.6% a dic-2021 y 13.9% a mar-2022. Estos se suman para el cálculo del EBITDA y corresponden principalmente a la depreciación y amortización, las provisiones para incobrables, beneficios laborales de largo plazo y obsolescencia de inventarios e intangibles.

A marzo-2022 se observa un crecimiento interanual del EBITDA operativo de 21.2%, que refleja el crecimiento de los ingresos y la mayor eficiencia operativa.

En 2021 el EBITDA representó el 18.96% de los ingresos operativos (24.67% a dic-2020), como resultado del mayor peso de los pagos de arriendo. 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. A marzo-2022 el margen EBITDA mejora nuevamente a 22.94%.

Esperamos que el EBITDA operativo continúe mejorando en 2022 gracias a la recuperación de ingresos frente a 2021, que evolucionarán en línea con las expectativas de crecimiento económico del país, y a la consecuente mayor absorción de los costos y gastos fijos.

Gráfico 7



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

Adicionalmente, 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 decremento interanual del 1.7%. 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.

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. Se posterga para el año 2023 la mejora de los resultados, sin embargo, la situación irá en línea con la recuperación esperada en la región que se espera sea lenta hasta el 2025 y especialmente con las condiciones de renovación de la concesión del espectro radioeléctrico para las telefónicas que se dará el próximo año.

Por último, el ROA y el ROE a dic-2021 llegan a -2.8% y -9.7%, respectivamente (-1.94% y -7.23% en diciembre-2020). Como se ha indicado en párrafos anteriores, las fuertes cargas impositivas, la amortización de los pagos por la concesión y el uso del espectro y gastos extraordinarios relacionados con disposiciones tributarias 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 marzo 2022, según las cifras preliminares los activos de la empresa (USD 715MM) en su mayoría se concentran en plazos superiores a un año por altas inversiones en activo fijo, derechos de uso por arriendos e intangibles.

Adicionalmente, un 8.89% del activo está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación. Su participación ha disminuido desde 2021 por la importante gestión de recuperación de la cartera impaga y el castigo de un monto importante de cartera deteriorada.

ACTIVOS					
Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22
Total Activo Corriente	25.10%	37.70%	17.92%	25.59%	19.77%
Fondos Disponibles	4.97%	11.30%	4.81%	11.07%	3.52%
CxC Comerciales	16.63%	9.75%	9.10%	8.82%	8.89%
Inventarios Neto	1.38%	0.48%	0.70%	0.91%	1.24%
Otras cuentas por cobrar	0.13%	14.38%	0.00%	0.00%	0.00%
Gastos anticipados	0.51%	0.35%	1.74%	3.61%	4.79%
Otros activos corrientes	1.48%	1.44%	1.58%	1.18%	1.18%
Total Activo No Corriente	74.90%	62.30%	82.08%	74.41%	80.23%
Propiedad, planta y equipo	48.47%	43.24%	57.60%	57.22%	61.10%
Inversiones Emp. Relac.	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%
Activos Intangibles	16.88%	11.70%	13.13%	7.63%	7.57%
Cuentas por Cobrar LP Otras	7.95%	5.49%	7.01%	5.91%	6.54%
Otros activos	1.59%	1.88%	4.34%	3.65%	4.80%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
Cuenta	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22
Total Pasivo Corriente	45.44%	54.51%	40.02%	41.99%	30.44%
Deuda Financiera CP	13.39%	12.35%	7.42%	11.72%	3.69%
Deuda Comercial	21.47%	14.95%	14.25%	13.46%	14.58%
Otros Pasivos CP	10.58%	27.20%	18.35%	16.81%	12.18%
Total Pasivo LP	9.49%	21.71%	29.03%	31.44%	39.43%
Deuda Financiera LP	6.72%	1.21%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros pasivos LP	2.77%	20.51%	29.03%	31.44%	39.43%
PATRIMONIO	45.06%	23.78%	30.95%	26.56%	30.13%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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

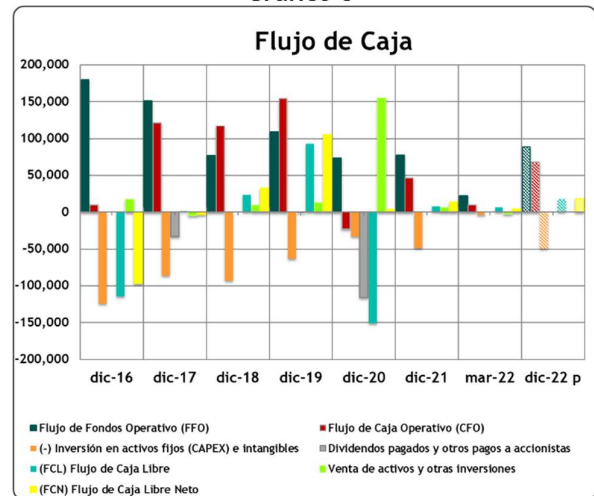
Con respecto a la estructura de financiamiento, el 30.13% corresponde a patrimonio y el 39.43% a pasivo de largo plazo, conformado principalmente por el reconocimiento del pasivo por arrendamientos de acuerdo con la NIIF 16. Por otro lado, el patrimonio de la empresa se ubica en USD 213MM a marzo-2022 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 actualmente se encuentran en fase de negociación de sus condiciones. Cabe indicar que el programa de papel comercial vence antes del fin de la vigencia del contrato, por lo cual este riesgo no tiene impacto en su capacidad de pago.

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 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 en 2020 pagar los dividendos al accionista internacional (USD 115MM), declarados en el año 2019, y reducir la deuda financiera de forma importante (USD 85.3MM), pese a la contracción del CFO por los efectos de la pandemia en los ingresos y la cobranza.

Por su parte, en 2021 el emisor consiguió un flujo de caja libre neto positivo de USD 14.3 MM, gracias a la mejora del EBITDA, disminución de la carga impositiva y menores requerimientos de capital de trabajo que el 2020. Adicionalmente, se obtuvo deuda bancaria por 37.28 MM, que en conjunto

permitió que el saldo de caja se incrementara en 66.47 MM frente al año precedente. Esta decisión corresponde a la gestión proactiva de la empresa frente los requerimientos del primer trimestre del año. El exceso de fondos disponibles fue utilizado en el primer trimestre de 2022 para cancelar deuda bancaria y cubrir los vencimientos del programa de papel comercial.

A marzo-2022 el flujo de fondos operativo (FFO) alcanza un crecimiento interanual de 5.5%, y 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 en marzo-2022 y fue suficiente para cubrir los requerimientos de CAPEX y generar un flujo de caja libre positivo.

La recuperación de la generación operativa esperada para el 2022 estaría apalancada en mayores eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos (4.48%) frente al año 2021, mediante estrategias para mantener la base de clientes y evitar la migración hacia planes prepago. Sin embargo, no esperamos que la generación llegue todavía a los niveles de 2019.

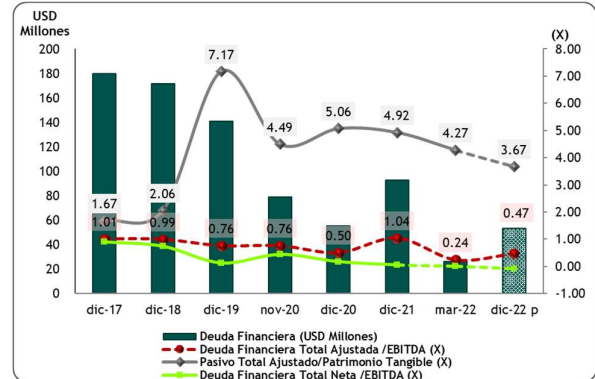
OTECEL S.A. no prevé el pago de dividendos en los siguientes periodos y, además, ha iniciado estrategias de mejor orientación de las inversiones con la intención de optimizar la generación de flujo, en línea con la estrategia del grupo internacional. Para este año las inversiones se orientarán hacia 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. La empresa mantiene una política de pagos a proveedores operativos 60 días, mientras que las cuentas por cobrar se ubicaron en diciembre-2021 en 89 días y se espera que a futuro continúen dentro de su promedio histórico, gracias a los esfuerzos de recuperación y castigo de las cuentas por cobrar deterioradas por efecto de la pandemia.

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.

El indicador de Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA llega a 0.24 veces a marzo 2022 y a

diciembre 2021 se encuentra en 1.04 veces. El crecimiento de la deuda financiera en el año 2021 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. Al considerar la deuda financiera neta de caja, el indicador a marzo-2022 es de 0.01 veces y a diciembre 2021 fue de 0.06 veces el EBITDA operativo.

Gráfico 9



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

Los bajos índices de endeudamiento que mantiene OTECEL 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>47</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 marzo-2022 se restaron del patrimonio USD 95.8MM, que corresponden a activos intangibles, activos diferidos y otros activos no corrientes. El pasivo ajustado representa 4.21 a mar-2022 (5.45 a mar-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

<sup>47</sup> Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

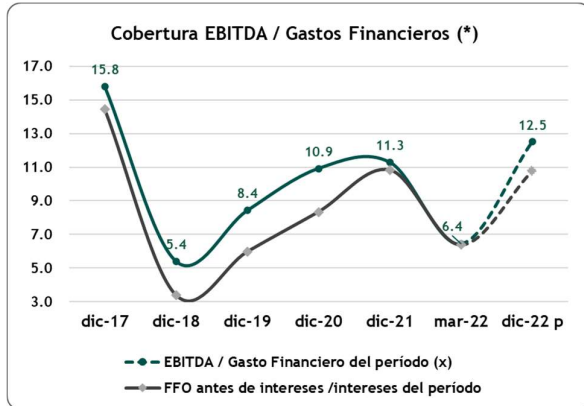
opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

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**

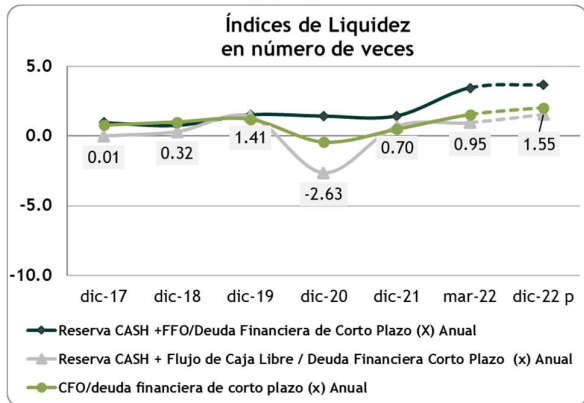
En el gráfico 9 se muestra la cobertura del EBITDA operativo sobre los gastos financieros de OTECEL S.A. La cobertura alcanzó las 11.3 veces en 2021 y se espera que en el año 2022 se mantenga en niveles holgados debido al menor requerimiento de deuda.

**Gráfico 10**



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.

**Gráfico 11**



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 24.9MM, mientras que la deuda financiera de corto plazo llega a USD 26.1. El 100% de la deuda financiera es de corto plazo y corresponde a obligaciones con el mercado de valores de los programas VI y VII de papel comercial. Se estima que entre abril y diciembre de este año la empresa podrá generar un flujo de caja libre que cubrirá aproximadamente 48% de las amortizaciones

de su deuda. Por tanto, el emisor requerirá realizar la novación y/o la adquisición de deuda para cubrir el porcentaje restante.

En nuestra opinión, el riesgo de refinanciamiento de su deuda 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, así como por su prestigio como sujeto de crédito y por el soporte de su casa matriz.

**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 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	mar-22
Activo Total Ajustado (USD M)	619,306
Activo Total (USD M)	715,112

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	10,451	10,451	59.26
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	10,451	59.26
3era	Deuda sin garantía específica de balance	491,427	501,877	1.23
TOTAL		501,877	501,877	1.23

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 1.24 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:

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 31 de marzo del 2022 son las siguientes:

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles son de 1.36.
- La Compañía al 31 de marzo de 2022 no tiene obligaciones en mora.
- El total de Activos libres de gravamen a marzo de 2022 es de USD 506,443 M.

Se entiende 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.

Cabe indicar que el emisor mantiene un monto agregado del VI y VII programas de papel comercial de 37.5% del patrimonio, inferior al límite máximo de 200% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal.

Por último, 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	2022-05-31

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

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, estas emisiones no cuentan con presencia bursátil en los últimos seis meses en el mercado secundario.

OTECEL S.A.							
(Miles de USD)							PROYECCIÓN
Resumen Balance	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22	dic-22
Caja y Equivalentes de Caja	18,225	42,355	117,153	35,816	87,407	24,929	63,245
Cuentas por Cobrar Comerciales	118,104	141,618	101,141	67,856	69,660	62,895	70,589
Inventarios	11,384	11,785	4,962	5,180	7,202	8,784	9,681
Activos fijos	418,191	412,794	448,351	429,296	451,844	439,822	430,515
Otros activos	270,228	243,115	365,380	207,124	173,577	178,683	137,227
<b>Total Activos</b>	<b>836,132</b>	<b>851,667</b>	<b>1,036,987</b>	<b>745,272</b>	<b>789,690</b>	<b>715,112</b>	<b>711,256</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	145,483	182,841	155,073	106,187	106,282	103,170	113,892
Deuda Financiera Total	179,958	171,326	140,605	55,307	92,587	26,116	53,208
<i>Deuda Financiera Corto Plazo</i>	<i>154,941</i>	<i>114,076</i>	<i>128,105</i>	<i>55,307</i>	<i>92,587</i>	<i>26,116</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>20,000</i>
Otros Pasivos	73,615	113,717	494,756	353,104	381,056	372,591	348,596
<b>Total Pasivos</b>	<b>399,056</b>	<b>467,884</b>	<b>790,434</b>	<b>514,598</b>	<b>579,925</b>	<b>501,877</b>	<b>515,696</b>
Patrimonio	437,076	383,783	246,553	230,674	209,765	213,235	195,560
<b>Resumen de Resultados</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>mar-22</b>	<b>dic-22</b>
Ventas	617,978	652,232	557,085	444,509	471,254	118,034	492,358
Costo de ventas	-308,278	-270,683	-186,891	-205,440	-218,078	-39,094	-208,127
Egresos Operativos	-265,682	-346,968	-317,904	-256,705	-252,243	-75,421	-258,806
<b>EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>44,018</b>	<b>34,581</b>	<b>52,290</b>	<b>-17,636</b>	<b>933</b>	<b>3,519</b>	<b>25,425</b>
Resultado no operativo	50	-196	17,554	20,426	10,090	-10	0
Gasto Financiero del período (deuda)	-11,271	-31,964	-21,994	-10,038	-7,909	-4,202	-9,079
Gasto Financiero del período (arrendos operativos)	0	0	-3,547	-14,054	-22,367	-2,472	-21,800
Impuestos a la renta	-14,507	-64,323	-63,940	4,056	-2,102	-239	-15,625
<b>Utilidad Neta de la gestión</b>	<b>18,290</b>	<b>-61,902</b>	<b>-19,637</b>	<b>-17,246</b>	<b>-21,355</b>	<b>-3,404</b>	<b>-21,079</b>
Otros Resultados Integrales	-939	-1,713	-1,698	1,367	446	0	0
<b>Utilidad Integral Neta</b>	<b>17,351</b>	<b>-63,615</b>	<b>-21,335</b>	<b>-15,879</b>	<b>-20,909</b>	<b>-3,404</b>	<b>-21,079</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>mar-22</b>	<b>dic-22</b>
EBITDA OPERATIVO	178,193	172,946	185,531	109,663	89,355	27,078	113,551
(-) Gasto Financiero del período	-11,271	-31,964	-21,994	-10,038	-7,909	-4,202	-9,079
(-) Impuesto a la renta del período	-15,257	-63,936	-54,038	-25,906	-3,674	-265	-15,625
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	151,665	77,046	109,499	73,719	77,772	22,611	88,847
(-) Variación Capital de Trabajo	-30,580	39,632	45,016	-96,534	-31,408	-12,514	-21,202
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	121,085	116,678	154,515	-22,815	46,364	10,098	67,645
(+/-) Flujo de caja no operativo	50	-196	2,117	20,426	10,090	-10	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-33,000	0	-1	-115,894	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) e inversión en activos intangibles	-41,356	-70,456	-63,719	-33,054	-40,168	-3,862	-41,400
(-) Inversión en activos intangibles	-45,022	-22,341	0	0	-8,546	0	-8,000
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,757	23,685	92,912	-151,337	7,740	6,225	18,245
(+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto	-4,821	9,077	12,607	155,298	6,571	-2,233	0
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-3,064	32,762	105,519	3,961	14,311	3,992	18,245
Variación neta de deuda financiera	-2,216	-8,632	-30,721	-85,298	37,280	-66,471	-42,287
Variación neta de capital o aportes	811	0	0	0	0	0	0
Variación neta de caja y equivalentes en el período	-4,469	24,130	74,798	-81,337	51,591	-62,478	-24,043
Saldo de caja y equivalentes al comienzo del período (balance)	22,694	18,225	42,355	117,153	35,816	87,407	87,288
<b>Indicadores</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>mar-22</b>	<b>dic-22</b>
Patrimonio Tangible	238,861	227,607	110,243	101,643	117,890	117,429	140,418
% crecimiento en ventas	-1.67%	5.54%	-14.59%	-20.21%	6.02%	4.69%	2.30%
MARGEN EBIT (%)	7.12%	5.30%	9.39%	-3.97%	0.20%	2.98%	5.16%
MARGEN EBITDA (%)	28.83%	26.52%	33.30%	24.67%	18.96%	22.94%	23.06%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	14.46	3.41	5.98	8.34	10.83	6.38	10.79
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	15.81	5.41	8.44	10.92	11.30	6.44	12.51
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.81	5.41	8.44	10.92	11.30	6.44	12.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.01	0.99	0.76	0.50	1.04	0.24	0.47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.91	0.75	0.13	0.18	0.06	0.01	-0.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	29.17%	30.86%	36.32%	19.34%	30.62%	10.91%	21.39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.98	0.78	0.18	0.98	1.33	1.34	3.68
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.78	1.02	1.21	-0.41	0.50	1.55	2.04
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.01	0.32	1.41	-2.63	0.70	0.95	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 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 2022.