

Ecuador
VII Programa Papel Comercial
Cuarto seguimiento

OTECEL S.A.

Calificación

| Tipo de Instrumento | Calificación Actual | Calificación Anterior | Último Cambio |
|---------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|
| VII Programa de Papel Comercial | AAA | 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 | sep-22 |
|--|--------|--------|--------|
| Activos (USD MM) | 745.3 | 789.7 | 676.5 |
| Ventas (USD MM) | 444.5 | 471.3 | 367.5 |
| Margen EBITDA (%) | 24.67% | 19.05% | 21.32% |
| ROE (%) | -7.23% | -9.70% | 1.79% |
| Deuda / capitalización (%) | 19.34% | 30.62% | 9.76% |
| CFO / Deuda Fin CP (X) | -0.41 | 0.50 | 2.27 |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X) | -2.63 | 0.70 | 1.92 |
| Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) | 0.50 | 1.03 | 0.22 |
| Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x) | 0.75 | 1.18 | 0.24 |

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. En 2021 los ingresos por ventas se recuperaron de forma importante frente a la contracción del 2020 pero mantuvo una pérdida en el ejercicio. A septiembre-2022, la recuperación de los ingresos operativos continúa. 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. A la fecha de corte la empresa inicia a tener resultados positivos y espera mantener 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 durante la vigencia de la emisión calificada.

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, capacidad de generación operativa, así como el de soporte de su casa matriz.

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: | 23,250,000 |
| 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 Económico y Sectorial**

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, además de la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

En 2021 Ecuador fue apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones¹, que se

espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos² en diferentes provincias del país. Se anunció 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 salud³. 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.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social representa una dificultad para el Gobierno y el cumplimiento de las metas planteadas. Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. El 13 de julio de 2022 iniciaron las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena, en donde se intercambian y debaten propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. La mesa de banca pública y privada consiguió un acuerdo, en donde se establece que deudas entre USD 3- 10 mil serán refinanciadas por hasta 10 años plazo y 3 años de gracia.⁴

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en 895 a principios de marzo, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional; en las primeras semanas de julio llegó a los 1600 puntos básicos, y posteriormente se ha mostrado variable, pero con tendencia al alza. El 13 de octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, para luego bajar a 1565 (24 de octubre). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador se mantiene en B-.

¹ UN ECUADOR MÁS COMPETITIVO SE CONSOLIDÓ EN 12 MESES DE GESTIÓN - [HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/UN-ECUADOR-MAS-COMPETITIVO-SE-CONSOLIDO-EN-12-MESES-DE-GESTION/](https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/)

² El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

³ Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

⁴ Iglesia propuso un nuevo cronograma para las mesas de diálogo entre el Gobierno e indígenas - <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/iglesia-propuso-un-nuevo-cronograma-para-las-mesas-de-dialogo-entre-el-gobierno-e-indigenas-nota/>

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-19⁵. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalaban un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero en el segundo semestre se registra un crecimiento interanual de 1.7%, que se muestra una ralentización.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7%⁶ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las cifras para 2023 son más alentadoras, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas. Las proyecciones del BCE (septiembre-22) son más conservadoras que las últimas publicadas por el Banco Mundial en junio-2022, que proyectaba un crecimiento de 3.7% para este año⁷.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2020-2021 y primer trimestre 2021 y 2022, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

| Indicador | 2020 | 2021 | 2021.II | 2022.II |
|---------------------------------|---------|--------|---------|---------|
| Producto Interno Bruto (PIB) | -7.79% | 4.24% | 11.57% | 1.68% |
| Exportaciones | -5.40% | -0.13% | 12.10% | -0.06% |
| Importaciones | -13.84% | 13.25% | 29.58% | 7.18% |
| Consumo final Hogares | -8.20% | 10.22% | 17.13% | 4.87% |
| Consumo final Gobierno | -5.07% | -1.69% | -1.23% | 2.38% |
| Formación Bruta de Capital Fijo | -19.03% | 4.33% | 10.91% | 3.14% |

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia y una reactivación en 2021. 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.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o han reducido.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesa, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas reducen en promedio 5.3%.

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, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado, al 25 de octubre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 85 dólares. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocaron 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 internacionales⁸.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)⁹. 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

⁵ BCE - CTASTRIM 119

⁶ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

⁷ 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/>

⁸ 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/>

⁹ 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 Azuay¹⁰.

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 en 2022 USD 1,700 millones de parte del FMI. En junio-2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso de USD 1,000 millones, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa y los USD 700 millones restantes se desembolsarían en diciembre-2022. Adicionalmente en marzo-2022, 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 saneamiento¹¹. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país¹². Este financiamiento será destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.¹³

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de

los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021¹⁴. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

Adicionalmente, es importante destacar que en julio de 2022 el euro alcanzó luego de 20 años la paridad con el dólar. Este fenómeno trae consigo implicaciones a la economía dolarizada ecuatoriana. Al no tener la capacidad de devaluar la moneda nacional, los productos ecuatorianos se vuelven más costosos frente a los competidores extranjeros con moneda propia. Las exportaciones hacia la Unión Europea ya han mostrado impactos negativos según las últimas cifras del BCE, donde se evidencia que el banano ha caído en 13% entre enero y julio de 2022 vs. mismo periodo de 2021. Por otro frente, las importaciones reducen su precio por lo que pueden presentar elevadas tasas de crecimiento, aumentando el déficit de la balanza comercial. Como tercer factor de impacto se denota la caída de las remesas percibidas en el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

¹⁰ Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

¹¹ 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/>

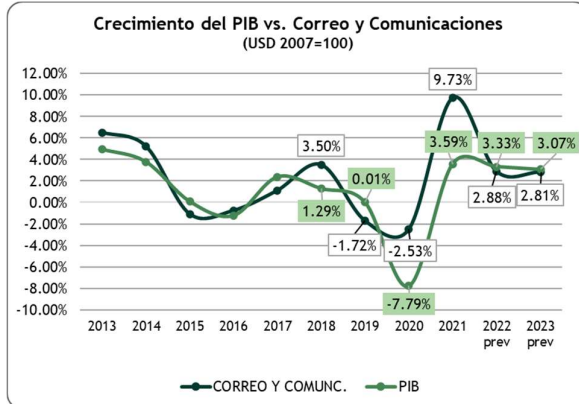
¹² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

¹³ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

¹⁴ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

-<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

Gráfico 1

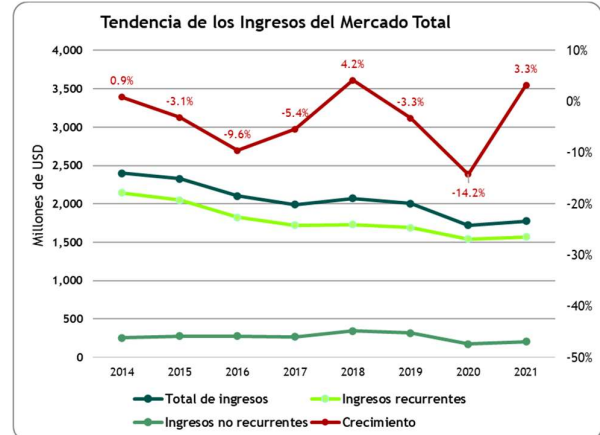


Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

En lo que respecta a la industria de correo y comunicaciones, de acuerdo con las cifras del BCE, en el 2021 se muestra un crecimiento de 9.73% que casi triplica al del PIB en el mismo período. Para el 2022 se espera una reactivación de 2.88%, 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 y se espera que continúe creciendo en años posteriores.

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.

Expertos de GSMA¹⁵ 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 fue Nokia¹⁶. 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 usuarios¹⁷. 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

¹⁵ GSMA: La Economía Móvil en América Latina 2021

¹⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/4/4/ecuador-vive-una-transformacion-digital>

¹⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/tecnologia/despliegue-conexion-estanca-pandemia-covid/>

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 centrando en migrar a los clientes de 2G y 3G a las redes 4G. La adopción del 4G sigue aumentando en la región y se espera que alcance su punto máximo recién en 2024. No obstante, algunos operadores en unos pocos países desplegaron servicios 5G.

En otro análisis especializado realizado por la firma GSMA¹⁸ para 64 países, se concluyó que el costo anual del espectro en Ecuador, como porcentaje del total de ingresos recurrentes pasó de 10% al 16% entre 2010 y 2019, cifra que lo ubica como tres veces por encima de la media regional (5%). El CAPEX como porcentaje de los ingresos recurrentes ha caído desde el 25% al 19% en el mismo período. El análisis sugiere que el alto precio del espectro en Ecuador causó que en el país 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.

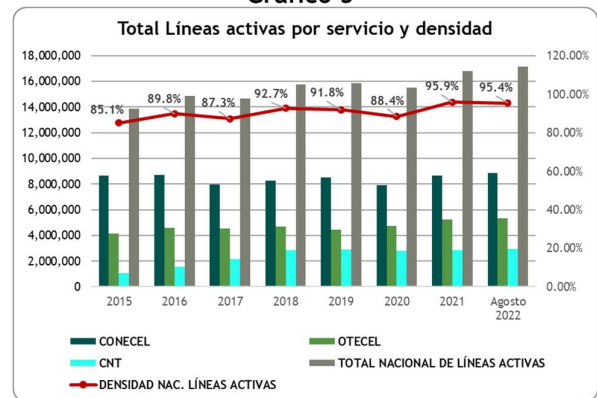
Las empresas de telecomunicaciones lograron sostener un crecimiento significativo del tráfico de datos gracias a las nuevas necesidades presentadas a raíz de la modalidad de teletrabajo. Sin embargo, hay una parte de la población que aunque necesitaba conectividad por el distanciamiento social de la pandemia, no contó con el acceso a estos servicios. Por lo tanto, el mercado espera que las políticas de apoyo que se podrían ejecutar desde el gobierno, puedan profundizar la inclusión digital y mejorar 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, pero aún no logra suplirla completamente.

En la reforma tributaria aprobada en 2021, tras entrar en vigor 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 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. Sin embargo, a decir de los directivos del sector¹⁹, se logró un efecto contrario ya que las empresas, al encontrar limitaciones para crecer, se concentraron en los clientes más rentables. Por lo tanto, fueron en contra del acceso masivo al servicio, especialmente en zonas rurales.

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 con un incremento de 9.7%, con lo cual se llegó a 16.8 millones de líneas activas y la densidad nacional de líneas activas ascendió a 95.9%. El crecimiento de las líneas activas promedio durante los últimos cinco años fue de 2.62%, mientras que en 2021 fue de 8.4%.

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.

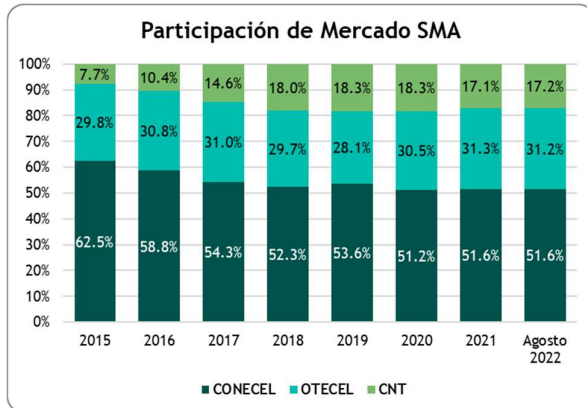
El mercado de telefonía móvil se reparte entre tres participantes: CONECEL, OTECEL Y CNT, quienes compiten en los segmentos de telefonía móvil, internet, datos y otros servicios digitales. La competencia en el mercado se fundamenta en mejoras de la calidad del servicio y precio. Cabe mencionar que en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

¹⁸ GSMA: El impacto de los precios del Espectro en Ecuador.

¹⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/empresas-telefonicas-pagaran-menos-tarifas-ecuador>

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 17.2% en agosto-2022. Por otra parte, CONECEL S.A. y OTECEL S.A. poseen en conjunto el 82.8% del mercado nacional, como se observa en el gráfico a continuación:

Gráfico 4



Fuente: ARCOTEL. Elaboración BankWatch Ratings S.A.

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 mencionó que la renovación del contrato es una gran oportunidad para que se acelere la digitalización y que las tarifas de los servicios dependerán del costo del uso del espectro²⁰. Se espera que las negociaciones finalicen en el último trimestre del 2023 y que el nuevo contrato tenga una duración de hasta 20 años.

Por otro lado, en febrero del 2022 se publicó la Ley orgánica para defender los derechos de los clientes del sistema financiero nacional y evitar cobros indebidos y servicios no solicitados. Esta incluye reformas a la Ley de Telecomunicaciones, entre las cuales se encuentra: incluir dentro de la oferta comercial de las empresas del sector planes que permitan la acumulación de minutos de llamada,

mensajes de texto y megas de datos no utilizados durante la contratación del servicio²¹.

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.

El emisor cuenta con una fuerza laboral compuesta por 919 colaboradores concentrados en las áreas comerciales y de producción. Las líneas de negocio de la empresa son las siguientes: 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. Esta se orienta a un nicho de mercado joven, a través de la oferta de planes prepago con un enfoque en datos y flexibilidad de adquisición.

Durante el 2020 OTECEL S.A. presentó un crecimiento de líneas activas de 6.1% yendo en contra de la tendencia negativa del mercado. A agosto-2022 el crecimiento interanual llega a 5.8% y es el mayor del mercado. Por otra parte, su principal competidor, CONECEL S.A., registra una reducción de 6.6% anual durante el año 2020 y logra un crecimiento interanual de 4.68% a agosto-2022. Estos resultados reflejan el avance en cuanto a participación dentro del mercado de OTECEL S.A. y la disminución de participación de CONECEL S.A. en los últimos años.

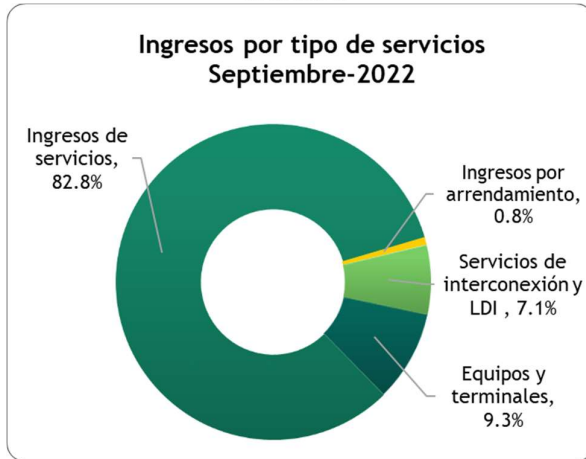
OTECEL S.A. cuenta con ingresos diversificados por la prestación de servicios móviles, así como la venta de dispositivos. A la fecha de corte los ingresos corresponden a servicios de telefonía celular e internet con un 82.8% de participación en las ventas (82.2% a dic-21), seguido por la venta de teléfonos 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.

²⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/como-avanzan-negociaciones-de-contrato-de-concesion-de-espectro-en-la-telefonía-celular-en-ecuador-nota/>

²¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/vigent-e-ley-que-permitira-acumular-minutos-de-llamadas-mensajes-y-megas-no-usados-en-planes-de-telefonía-movil-nota/>

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. Esta línea está direccionada a negocios y compañías que requieran de estos servicios, y su comercialización es directamente con los clientes. En Ecuador esta línea se encuentra dentro del portafolio de productos a diferencia de otros países donde tiene una personería jurídica independiente.

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.

Entre los principales objetivos estratégicos para el 2022 se encuentran:

- Continuar la recuperación de los planes pospago y prepago tras el deterioro de la pandemia.
- Promover la línea de Telefonica Tech
- Aumentar la cobertura en las ciudades principales del Ecuador.
- Conseguir términos favorables en la renegociación de la concesión del espectro radioeléctrico.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

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

ACCIONISTAS Y SOPORTE

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

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

Telefónica S.A. posee una calificación de crédito a nivel internacional, otorgada por Fitch Ratings, de “BBB” con perspectiva estable para el largo plazo y “F2” en el corto plazo. Dicha calificación, que fue ratificada en octubre-2022, 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. 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 negocio²².

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 separación de negocios entre la matriz y filiales agrupadas.

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.

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remazon-estrategico-latinoamerica/>

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, los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

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

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

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

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

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

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

CAPEX, las mismas que tienen un enfoque de largo plazo y contribuyen al mantenimiento de la infraestructura que el mercado requiere.

El monto de pago de dividendos es definido por el accionista cada año, dependiendo de la coyuntura macroeconómica, de nuevos proyectos estratégicos programados, de regulaciones locales, entre otros factores, pero principalmente de la generación de flujos de la empresa.

OTECEL cuenta con un gobierno corporativo sólido, soportado en experiencias de gestión y dirección del Grupo Telefónica S.A., además de conocimiento técnico, la inclusión de aplicaciones tecnológicas comunes a nivel regional, políticas de control de riesgos en cuanto a límites de endeudamiento y un manejo 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 2021, 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. Por otro lado, 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.

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 9001:2000 de calidad, ISO 20000-1 para la gestión de servicio de tecnologías de información, ISO 27001 para la gestión de seguridad de la información, OHSAS 18000 respecto a Salud y Seguridad Ocupacional e ISO 14000 de responsabilidad ambiental.

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., y por la firma PricewaterhouseCoopers 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 septiembre-2022.

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

NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo por el derecho de uso y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento. Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

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

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA operativo ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el

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

Gestión Operativa y Tendencias

Tras 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 (2.9% interanual a septiembre-2022). La recuperación se presentó principalmente por la mejora económica del país y la mayor demanda consecuente de planes pospago y prepago. 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.

Pese al crecimiento del último año, la empresa registra pérdidas operativas y netas en todos los periodos 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. Sin embargo, a la fecha de corte el resultado neto llega a USD 2.8MM por una disminución interanual de los gastos administrativos en 5.02%. Esta disminución en parte se ve provocada por un cambio en el cálculo de la edad útil del activo intangible y, por lo tanto, se genera una reducción del gasto por amortización.

En septiembre-2022 los ingresos no operativos llegan a USD 119M y son mucho menores a los registrados en dic-2021 (USD 10.1MM). Estos habían incrementado por concepto de valores restituidos por la ARCOTEL por concepto de reliquidaciones de tasas de uso del espectro. El resultado operativo antes de gastos financieros es positivo y logra cubrir el total de intereses (intereses de deuda e intereses de arriendos) a diferencia de diciembre 2021 y 2020. Como resultado se genera una utilidad neta positiva por primera vez a partir del inicio de la pandemia en marzo-2020.

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 septiembre-2022 este indicador llegó a 95.6% (102.7% septiembre-2021) y 85.6% sin

considerar amortizaciones y depreciaciones (93.2% septiembre-2021). 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) y descuentos por negociaciones con sus proveedores nacionales e internacionales.

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).

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 2021 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.

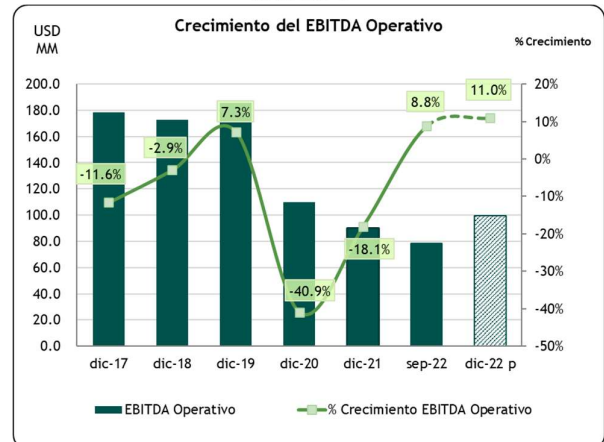
En septiembre-2022 existe un decrecimiento interanual de los gastos operacionales que no son flujo en 1.6%, principalmente por el cambio en el cálculo de la vida útil del activo intangible. Estos se suman para el cálculo del EBITDA y corresponden principalmente a la depreciación y amortización, las provisiones para incobrables, beneficios laborales de largo plazo y obsolescencia de inventarios e intangibles. Sin embargo, se observa un crecimiento interanual del EBITDA operativo de 8.8%, que refleja el crecimiento de los ingresos y la mayor eficiencia operativa.

En septiembre-2022 el EBITDA representó el 21.3% de los ingresos operativos (20.2% a septiembre-2021), como resultado del incremento en ingresos

operativos del año 2022. 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.

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 septiembre-2022 mostró un decremento interanual del 5.02%. 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, y a cierre de año lograría tener un resultado neto positivo. La posterior recuperación de los resultados 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 septiembre-2022 llegan a 0.52% y 1.79%, respectivamente (-3.34% y -11.15% en septiembre-2021). 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

| ACTIVOS | | | | | |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Cuenta | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | sep-22 |
| Total Activo Corriente | 25.10% | 37.70% | 17.92% | 25.59% | 22.63% |
| Fondos Disponibles | 4.97% | 11.30% | 4.81% | 11.07% | 6.49% |
| CxC Comerciales | 16.63% | 9.75% | 9.10% | 8.82% | 8.85% |
| Inventarios Neto | 1.38% | 0.48% | 0.70% | 0.91% | 1.23% |
| Otras cuentas por cobrar | 0.13% | 14.38% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Gastos anticipados | 0.51% | 0.35% | 1.74% | 3.61% | 4.92% |
| Otros activos corrientes | 1.48% | 1.44% | 1.58% | 1.18% | 0.98% |
| Total Activo No Corriente | 74.90% | 62.30% | 82.08% | 74.41% | 77.37% |
| Propiedad, planta y equipo | 48.47% | 43.24% | 57.60% | 57.22% | 59.53% |
| Inversiones Emp. Relac. | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.00% | 0.01% |
| Activos Intangibles | 16.88% | 11.70% | 13.13% | 7.63% | 6.93% |
| Cuentas por Cobrar LP Otras | 7.95% | 5.49% | 7.01% | 5.91% | 6.10% |
| Otros activos | 1.59% | 1.88% | 4.34% | 3.65% | 4.64% |
| Total Activo | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| PASIVO Y PATRIMONIO | | | | | |
| Cuenta | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | sep-22 |
| Total Pasivo Corriente | 45.44% | 54.51% | 40.02% | 41.99% | 29.32% |
| Deuda Financiera CP | 13.39% | 12.35% | 7.42% | 11.72% | 3.41% |
| Deuda Comercial | 21.47% | 14.95% | 14.25% | 13.46% | 14.72% |
| Otros Pasivos CP | 10.58% | 27.20% | 18.35% | 16.81% | 11.19% |
| Total Pasivo LP | 9.49% | 21.71% | 29.03% | 31.44% | 39.13% |
| Deuda Financiera LP | 6.72% | 1.21% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Otros pasivos LP | 2.77% | 20.51% | 29.03% | 31.44% | 39.13% |
| PATRIMONIO | 45.06% | 23.78% | 30.95% | 26.56% | 31.55% |
| Total Pasivo y Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

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

A septiembre-2022, los activos de la empresa (USD 677MM) 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 8.85% del activo está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación. Su participación muestra una tendencia a la baja a partir del 2018 por la importante gestión de recuperación de la cartera impaga y el castigo de un monto importante de cartera deteriorada.

Con respecto a la estructura de financiamiento, el patrimonio representa el 31.55% y señala un crecimiento con respecto a dic-2021 (26.56%). No obstante, esto se debe a una disminución del total de activos relacionado con la reducción de fondos disponibles. Por otro lado, el 39.13% corresponde al pasivo de largo plazo y está conformado principalmente por el reconocimiento del pasivo por arrendamientos de acuerdo con la NIIF 16. Además, el patrimonio de la empresa se ubica en USD 213MM a septiembre-2022 (USD 210MM a dic-2021) y está conformado en su mayoría por capital social y la reserva legal.

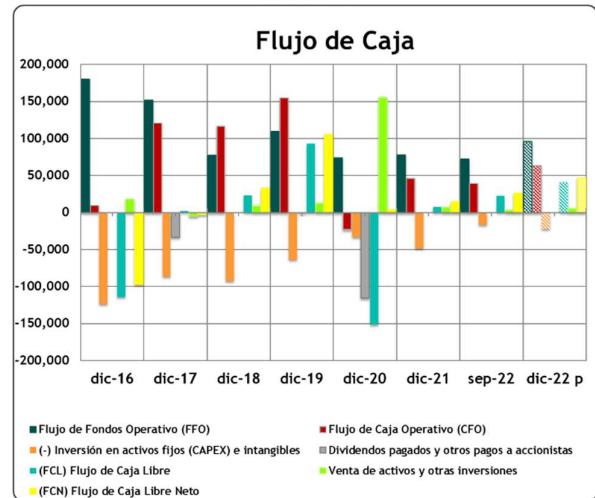
En cuanto a la calidad de los principales activos, las cuentas por cobrar se miden a su valor razonable.

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.

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).

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. 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 septiembre-2022 el flujo de fondos operativo (FFO) alcanza un crecimiento interanual de 12.3% impulsado principalmente por el incremento del EBITDA operativo en este mes. De esta manera, el FFO 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 septiembre-2022 y logra cubrir en su totalidad las inversiones de CAPEX y activos intangibles. Como resultado, el Flujo de Caja Libre (FCL) a septiembre-2022 es de USD 22.8MM y estos fondos son destinados al pago de la deuda financiera.

La recuperación de la generación operativa esperada para el 2022 estaría apalancada en mayores eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos 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.

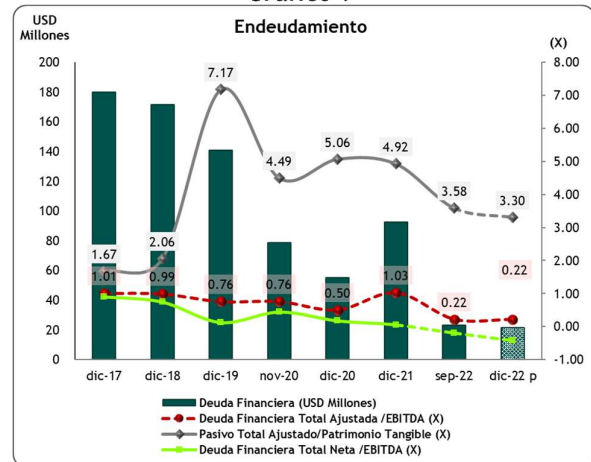
OTECEL S.A. no prevé el pago de dividendos en los siguientes periodos. Para este año las inversiones se orientarán hacia el crecimiento de la cobertura y el mejoramiento de los servicios. La empresa mantiene una política de pagos a proveedores operativos 60 días, mientras que las cuentas por cobrar se ubicaron en septiembre-2022 en 80 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 0.22 veces a septiembre-2022 y a diciembre 2021 se encuentra en 1.03 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. Sin embargo, se proyectó un menor endeudamiento para finales del 2022 tras los vencimientos de su papel comercial y menores requerimientos de capital por la desaceleración del crecimiento del activo fijo. Al considerar la deuda financiera neta de caja, el indicador a septiembre-2022 es de -0.2 veces indicando que los fondos disponibles podrían cubrir la deuda financiera actual.

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 constituyen una fortaleza frente a otras empresas emisoras del mercado de valores. Esto le brinda a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria, dentro del plazo de las emisiones calificadas. Sin embargo, la tendencia de la deuda financiera en el largo plazo dependerá 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. Este hecho será posterior al vencimiento de los programas vigentes de papel comercial.

El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible²³ refleja las variaciones del patrimonio en los últimos años y se eleva

²³ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

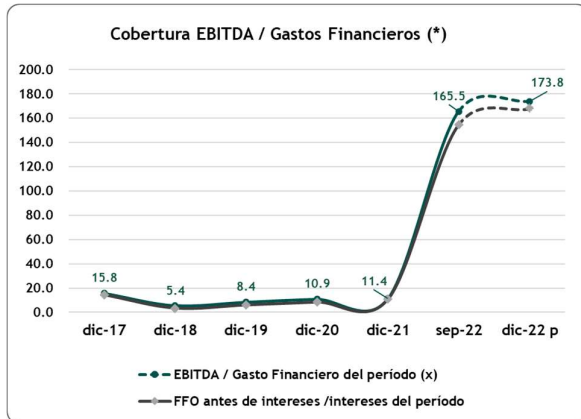
opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

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 septiembre-2022 se restaron del patrimonio USD 84MM, que corresponden a activos intangibles, activos diferidos y otros activos no corrientes. El pasivo ajustado representa 3.58 a septiembre-2022 (4.8 a septiembre-2021) veces el patrimonio tangible del emisor. Se esperaría que la tendencia continúe mejorando en 2023 y lo que queda de 2022, esto por la reducción de la deuda dado el menor volumen de inversiones en CAPEX. El endeudamiento frente al patrimonio ajustado es elevado, pero se mitiga por la capacidad de generación anual de flujos operativos y el soporte del grupo internacional al que pertenece.

Capacidad de Pago y Liquidez

En el gráfico a continuación 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.

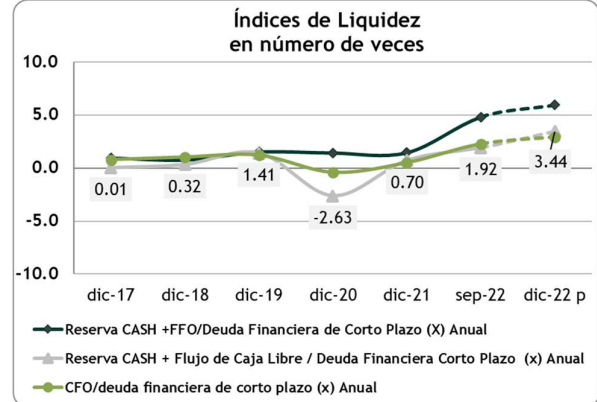
Gráfico 10



Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.
 *A septiembre y diciembre 2022 el indicador se encuentra distorsionado dado que OTECEL mantiene solamente al Papel Comercial como deuda financiera y no se reconocen los costos financieros de este sino hasta el vencimiento del programa.

A la fecha de corte la empresa cuenta con fondos disponibles por USD 43.9MM, mientras que la deuda financiera de corto plazo llega a USD 23.08. El 100% de la deuda financiera es de corto plazo y corresponde a obligaciones con el mercado de valores del presente programa de papel comercial.

Gráfico 11



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

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 | sep-22 |
| Activo Total Ajustado (USD M) | 592,532 |
| Activo Total (USD M) | 676,550 |

| Prelación | Descripción | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
|-----------|---|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| 1era | Pasivos tributarios, empleados e IESS | 6,446 | 6,446 | 91.92 |
| 2da | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | - | 6,446 | 91.92 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 456,640 | 463,086 | 1.28 |
| TOTAL | | 463,086 | 463,086 | 1.28 |

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 1.28 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 30 de septiembre del 2022 son las siguientes:

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles son de 1.39.
- La Compañía al 30 de septiembre de 2022 no tiene obligaciones en mora.
- El total de Activos libres de gravamen a septiembre de 2022 es de USD 493.475M.

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 12.62% 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 solo la presente emisión vigente en el mercado de valores

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, esta emisión no cuenta 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 | sep-22 | dic-22 |
| Caja y Equivalentes de Caja | 18,225 | 42,355 | 117,153 | 35,816 | 87,407 | 43,918 | 63,245 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 118,104 | 141,618 | 101,141 | 67,856 | 69,660 | 59,887 | 69,617 |
| Inventarios | 11,384 | 11,785 | 4,962 | 5,180 | 7,202 | 8,300 | 10,642 |
| Activos fijos | 418,191 | 412,794 | 448,351 | 429,296 | 451,844 | 402,780 | 420,893 |
| Otros activos | 270,228 | 243,115 | 365,380 | 207,124 | 173,577 | 161,665 | 147,220 |
| Total Activos | 836,132 | 851,667 | 1,036,987 | 745,272 | 789,690 | 676,550 | 711,618 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | 145,483 | 182,841 | 155,073 | 106,187 | 106,282 | 99,578 | 110,892 |
| Deuda Financiera Total | 179,958 | 171,326 | 140,605 | 55,307 | 92,587 | 23,077 | 21,716 |
| <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>23,077</i> | <i>21,716</i> |
| <i>Deuda Financiera Largo Plazo</i> | <i>25,017</i> | <i>57,250</i> | <i>12,500</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> |
| Otros Pasivos | 73,615 | 113,717 | 494,756 | 353,104 | 381,056 | 340,432 | 361,297 |
| Total Pasivos | 399,056 | 467,884 | 790,434 | 514,598 | 579,925 | 463,086 | 493,905 |
| Patrimonio | 437,076 | 383,783 | 246,553 | 230,674 | 209,765 | 213,464 | 217,713 |
| Resumen de Resultados | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | sep-22 | dic-22 |
| Ventas | 617,978 | 652,232 | 557,085 | 444,509 | 471,254 | 367,468 | 484,920 |
| Costo de ventas | -308,278 | -270,683 | -186,891 | -205,440 | -218,078 | -117,946 | -215,790 |
| Egresos Operativos | -265,682 | -346,968 | -317,904 | -256,705 | -252,243 | -233,393 | -243,721 |
| EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados) | 44,018 | 34,581 | 52,290 | -17,636 | 933 | 16,130 | 25,410 |
| Resultado no operativo | 50 | -196 | 17,554 | 20,426 | 10,090 | 119 | 119 |
| Gasto Financiero del periodo (deuda) | -11,271 | -31,964 | -21,994 | -10,038 | -7,909 | 9,927 | 9,827 |
| Gasto Financiero del periodo (arrendos operativos) | 0 | 0 | -3,547 | -14,054 | -22,367 | -18,000 | -24,001 |
| Impuestos a la renta | -14,507 | -64,323 | -63,940 | 4,056 | -2,102 | -5,340 | -3,407 |
| Utilidad Neta de la gestión | 18,290 | -61,902 | -19,637 | -17,246 | -21,355 | 2,835 | 7,949 |
| Otros Resultados Integrales | -939 | -1,713 | -1,698 | 1,367 | 446 | 864 | 0 |
| Utilidad Integral Neta | 17,351 | -63,615 | -21,335 | -15,879 | -20,909 | 3,699 | 7,949 |
| Resumen Flujo de Caja | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | sep-22 | dic-22 |
| EBITDA OPERATIVO | 178,193 | 172,946 | 185,531 | 109,663 | 89,793 | 78,348 | 99,663 |
| (-) Gasto Financiero del periodo | -11,271 | -31,964 | -21,994 | -10,038 | -7,909 | -473 | -573 |
| (-) Impuesto a la renta del periodo | -15,257 | -63,936 | -54,038 | -25,906 | -3,674 | -5,193 | -3,407 |
| (-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo | 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 | 78,210 | 72,682 | 95,683 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -30,580 | 39,632 | 45,016 | -96,534 | -31,846 | -33,414 | -32,278 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 121,085 | 116,678 | 154,515 | -22,815 | 46,364 | 39,268 | 63,404 |
| (+/-) Flujo de caja no operativo | 50 | -196 | 2,117 | 20,426 | 10,090 | 119 | 119 |
| (-) 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 | -16,630 | -22,173 |
| (-) Inversión en activos intangibles | -45,022 | -22,341 | 0 | 0 | -8,546 | 0 | 0 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 1,757 | 23,685 | 92,912 | -151,337 | 7,740 | 22,757 | 41,350 |
| (+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto | -4,821 | 9,077 | 12,607 | 155,298 | 6,571 | 3,265 | 5,359 |
| (FCFN) Flujo de Caja Libre Neto | -3,064 | 32,762 | 105,519 | 3,961 | 14,311 | 26,022 | 46,709 |
| Variación neta de deuda financiera | -2,216 | -8,632 | -30,721 | -85,298 | 37,280 | -69,510 | -70,871 |
| Variación neta de capital o aportes | 811 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación neta de caja y equivalentes en el periodo | -4,469 | 24,130 | 74,798 | -81,337 | 51,591 | -43,488 | -24,162 |
| Saldo de caja y equivalentes al comienzo del periodo (balance) | 22,694 | 18,225 | 42,355 | 117,153 | 35,816 | 87,407 | 87,407 |
| Indicadores | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 | sep-22 | dic-22 |
| Patrimonio Tangible | 238,861 | 227,607 | 110,243 | 101,643 | 117,890 | 129,447 | 149,759 |
| % crecimiento en ventas | -1.67% | 5.54% | -14.59% | -20.21% | 6.02% | 2.90% | 2.90% |
| MARGEN EBIT (%) | 7.12% | 5.30% | 9.39% | -3.97% | 0.20% | 4.39% | 5.24% |
| MARGEN EBITDA (%) | 28.83% | 26.52% | 33.30% | 24.67% | 19.05% | 21.32% | 20.55% |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 14.46 | 3.41 | 5.98 | 8.34 | 10.89 | 154.51 | 167.84 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x) | 15.81 | 5.41 | 8.44 | 10.92 | 11.35 | 165.47 | 173.78 |
| EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x) | 15.81 | 5.41 | 8.44 | 10.92 | 11.35 | 165.47 | 173.78 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 1.01 | 0.99 | 0.76 | 0.50 | 1.03 | 0.22 | 0.22 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera | 0.91 | 0.75 | 0.13 | 0.18 | 0.06 | -0.20 | -0.42 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 29.17% | 30.86% | 36.32% | 19.34% | 30.62% | 9.76% | 9.07% |
| Reserva CASH +FFO /Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0.98 | 0.78 | 0.18 | 0.98 | 1.33 | 3.68 | 5.94 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | 0.78 | 1.02 | 1.21 | -0.41 | 0.50 | 2.27 | 2.92 |
| Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera) | 0.01 | 0.32 | 1.41 | -2.63 | 0.70 | 1.92 | 3.44 |

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.