

Ecuador
VIII Programa Papel Comercial
Calificación inicial

OTECEL S.A.

Calificación

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

Perspectiva: Estable

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

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

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

NR: No registra cambio de calificación

N/A: No aplica

Definición de Calificación:

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

Resumen Financiero

CUENTA	dic-20	dic-21	dic-22
Activos (USD MM)	745.3	789.7	726.1
Ventas (USD MM)	444.5	471.3	501.6
Margen EBITDA (%)	24.67%	19.05%	22.56%
ROE (%)	-7.23%	-9.70%	9.51%
Deuda / capitalización (%)	19.34%	30.62%	7.91%
CFD / Deuda Fin CP (X)	-0.41	0.50	3.12
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-2.63	0.70	0.96
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	0.50	1.03	0.18
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	0.75	1.18	0.22

Contactos:

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

Francisco Vargas
(5932) 226 9767 Ext. 113
fvargas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El comité de calificación decidió otorgar la calificación de “AAA” al VIII 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. mantiene un 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 industria de telecomunicaciones 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 considera las necesidades de flujo que se espera que requiera el emisor a finales de 2023 y 2024 por la renovación de la concesión de los servicios de telecomunicaciones.

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. La recuperación de los ingresos operativos en los últimos años permite que al cierre de 2022 el emisor consiga un resultado neto positivo. Cabe indicar que el emisor registra fuertes gastos anuales por amortización de sus activos intangibles, que han afectado el resultado contable históricamente, pero no constituyen un desembolso de efectivo, por lo cual no afectan la capacidad de generación operativa de la empresa. Por último, se espera un resultado final positivo menor en el año 2023 en función de la regularización de los costos de ventas y gastos operativos.

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. Si bien todavía no se han cerrado las negociaciones para la renovación de la concesión, se utilizaron cifras que el emisor considera conservadoras. Por el bajo endeudamiento que mantiene actualmente la empresa, esperamos que inclusive con una variación moderada de esta estimación el endeudamiento se mantenga en niveles controlados.

Liquidez histórica holgada. 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, aunque en 2023 y 2024 se espera que el emisor requiera incrementar su endeudamiento por el pago de la concesión del espectro radioeléctrico. El riesgo de refinanciamiento se encuentra cubierto por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente de su posicionamiento, capacidad de generación operativa, así como del 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:

VIII Programa de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Total Emisión:	60,000,000
Plazo del programa:	720 DÍAS
Plazo de la emisión:	hasta 359 días
Periodicidad Pago de Capital	Al vencimiento
Periodicidad Pago de Interés	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Objeto de la emisión	Los recursos provenientes de la colocación de los valores de la emisión de obligaciones de corto plazo o Papel Comercial serán utilizados en un 100 % para cubrir parte de la adquisición de activos productivos de Red de la empresa: infraestructura, sitios, equipos, frecuencias, y software, y el capital de trabajo asociado.
Agente Estructurador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador:	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador :	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 año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia, que fue extremadamente complejo para Ecuador. En 2020 Ecuador tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales: falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, presionadas en los últimos años; además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros en exportaciones por precios y nivel de producción, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

En 2021, a raíz de las elecciones presidenciales y sus resultados, la confianza en Ecuador se rescató y el país fue apreciado como favorable a la inversión privada. La recuperación de la confianza sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país, pues el índice de confianza bajó de 5033 puntos base en abril-2020 a 760 luego de conocerse los resultados electorales y la aprobación de la ley para la protección de la dolarización. Por otro lado, la calificación del país

otorgada por FITCH Ratings pasó de “Restricted Default” a B-/estable en septiembre de 2020, luego de la reestructuración de los bonos soberanos, esta calificación se mantiene hasta el momento.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población y la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, representa una dificultad para el Gobierno y limita 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. En las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena se debatieron propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. En otras cosas, se han acordado los siguientes temas: focalización de subsidios de combustibles; condonación deudas en el sector financiero público de hasta USD 3,000; control de precios; moratoria sobre bloques petroleros; entre otros. Las decisiones tomadas y los puntos acordados representan alto costo y por tanto presiones adicionales a la débil economía del país. A pesar de las amenazas de nuevas paralizaciones el Gobierno no aceptó la condonación de deuda mayor a USD 3,000 en el sector público y definirá programas de refinanciamiento para contrarrestar la limitada capacidad de pago de los deudores.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político 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 de 2022, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional. En octubre de 2022 alcanzó un máximo de 1,945 puntos, y se ha mostrado variable sobre los 1,043 puntos. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo.

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 31 de enero de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 77.45 dólares.

En junio de 2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso adicional, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa del

acuerdo contraído con la Entidad y el monto restante se desembolsó en diciembre de 2022.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa y con la culminación de este el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad que permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta 4% anual. Si bien se ha expresado el interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos como financiamiento, sino que se compone principalmente de deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos (7.9%). En caso de que se haga efectivo el acceso al programa, los Bonos podrían ser reemplazados por el programa del FMI en USD 600MM ya que en el mercado internacional Ecuador debería pagar una tasa de 15% al menos considerando que el riesgo país según datos del BCE ha presentado una reducción desde su pico en octubre-2022 (1,945 vs. 1,181 a finales de ene-2023), con el programa del FMI la tasa sería hasta del 4%¹.

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 saneamiento². Por su parte, a finales de mayo el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones,³ financiamiento 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.⁴

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 2021⁵. 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.

En octubre-2022 Ecuador accedió a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1,840 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.

El 19 de noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, la cual aún deberá pasar por el Pleno de Legislativo⁶. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para el año entrante está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador hasta finales de 2022⁷), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). Las cifras al segundo trimestre de 2022 señalaban un crecimiento interanual de 1.7%, que mostraba una ralentización de la economía, pero al tercer

¹ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fondo-monetario-prestar-millones-ecuador/>

² 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/>

³ Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

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

⁶ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/informe-proforma-aprobacion-comision/>

⁷ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

trimestre son más alentadoras con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecería en 2.7%⁸ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las expectativas para 2023 son más optimistas, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021 y del tercer trimestre de 2021 y 2022, así como el esperado de 2022 y 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022 (p)	2023 (p)	2021.I	2022.III
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.69%	3.07%	-4.07%	3.19%
Exportaciones	-0.13%	5.55%	5.12%	-7.04%	0.11%
Importaciones	13.25%	9.29%	3.98%	-2.19%	-0.39%
Consumo final Hogares	10.22%	4.97%	3.19%	2.00%	3.84%
Consumo final Gobierno	-1.69%	-0.42%	-0.19%	-9.81%	2.05%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	6.76%	3.68%	-5.63%	0.99%

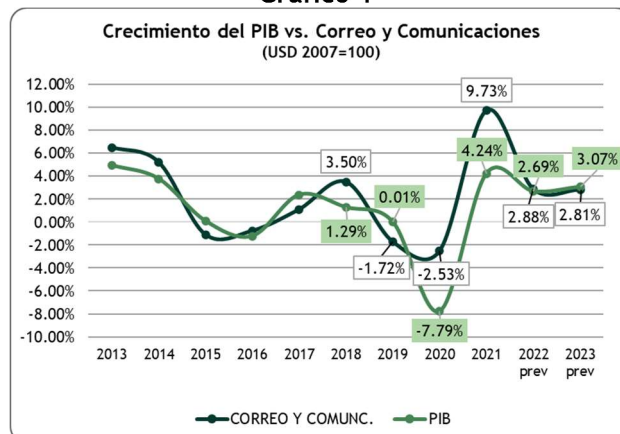
En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones.

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, pesca, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas se contraen en promedio 5.3%.

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 se han reducido.

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.

Gráfico 1



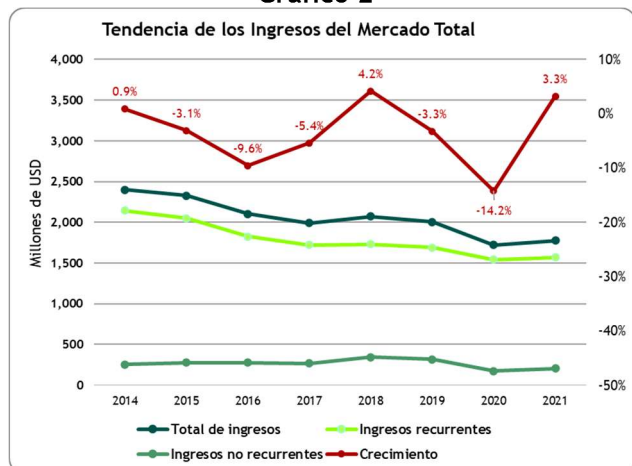
Fuente: BCE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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.

⁸ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

Gráfico 2



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

Expertos de GSMA⁹ estiman que el crecimiento de los ingresos podría permanecer afectados por el impacto del Covid-19 y 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.

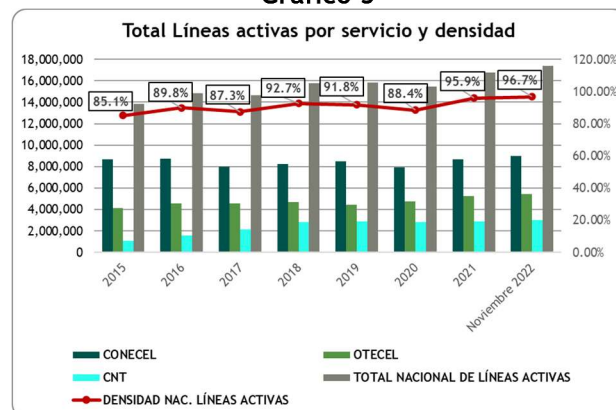
El Ministerio de Telecomunicaciones y la Dirección Nacional del Registro Civil en abril 2021 lanzaron las zonas temporales para realizar las pruebas de la tecnología 5G, el proveedor escogido en el Ecuador fue Nokia¹⁰. Cabe mencionar que la tecnología 5G se encontraba disponible comercialmente en 58 países a junio-2021 según Global Mobil Suppliers Association (GSA), se espera que en tres años y medio llegue a 1,000 millones de usuarios¹¹. 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 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 GSMA¹² 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.

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

⁹ GSMA: La Economía Móvil en América Latina 2021

¹⁰ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/actualidad/4/ecuador-vive-una-transformacion-digital>

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/tecnologia/despliegue-conexion-estanca-pandemia-covid/>

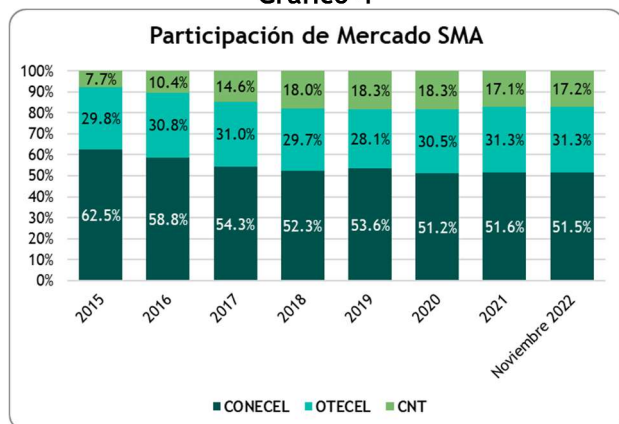
¹² GSMA: El impacto de los precios del Espectro en Ecuador.

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.

La participación de mercado de las empresas en esta industria se ha mantenido relativamente estable en los últimos periodos, aunque hasta 2019 se evidenció mayor crecimiento en la participación de mercado de CNT y entre 2020 y 2021 Otecel consiguió mejorar su representación. 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 noviembre-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 a fines del 2023, por lo que el proceso de negociación de la renovación inició en 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 espectro¹³. Se espera que las negociaciones finalicen en el último trimestre del 2023 y que el nuevo contrato tenga una duración de hasta 15 años.

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 servicio¹⁴.

Por último, el 14 de diciembre de 2022 se publicó la resolución 06-08-Arcotel-2022, mediante la cual el regulador expide el *reglamento de derechos por el otorgamiento y renovación de títulos habilitantes para la prestación de servicios de telecomunicaciones, audio y video por suscripción y operación de redes privadas; de derechos por otorgamiento y renovación de títulos habilitantes para el uso y explotación del Espectro radioeléctrico, y de tarifas por su uso y explotación*. Esta normativa fija el valor por el derecho de uso del espectro radioeléctrico, su renovación y las tarifas para su uso y explotación, cambiando la fórmula de cálculo. El efecto será una baja progresiva del costo del uso del espectro, en función de la realidad del mercado y los objetivos de la política pública de conectividad universal. Se espera que se siga una reducción final de 83%¹⁵.

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 930 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.

¹³

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

¹⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/vigente-ley-que-permitira-acumular-minutos-de-llamadas->

[mensajes-y-megas-no-usados-en-planes-de-telefonía-movil-nota/](https://www.gsmam.com/latinamerica/es/reduccion-de-precios-del-espectro-decisiones-positivas-para-el-futuro-de-america-latina/)

¹⁵ <https://www.gsmam.com/latinamerica/es/reduccion-de-precios-del-espectro-decisiones-positivas-para-el-futuro-de-america-latina/>

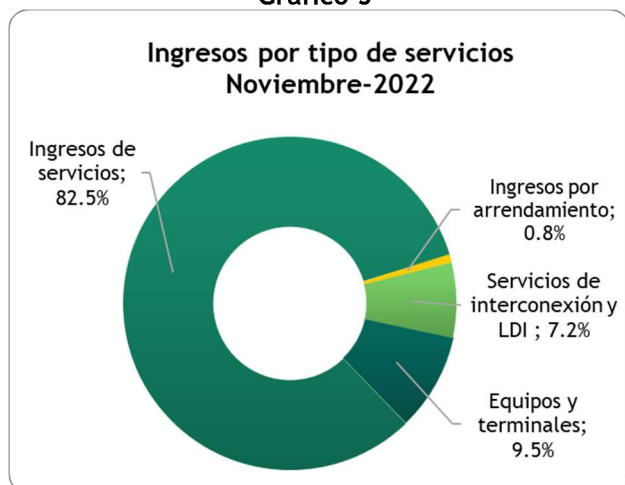
Cabe mencionar que a partir del año 2015 la empresa incorporó a su negocio la marca Tuenti. Esta se orienta a un nicho de mercado joven, a través de la oferta de planes prepago con un enfoque en datos y flexibilidad de adquisición.

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 noviembre-2022 el crecimiento interanual llega a 4.2%. 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 4.08% a noviembre-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 82.5% de participación en las ventas (82.2% a dic-21), seguido por la venta de teléfonos y accesorios 9.5% (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. 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 2023 se encuentran:

- Asegurar la conectividad rentable a través de sus líneas de negocio actuales.
- Desarrollar nuevos servicios digitales para personas naturales y negocios.
- Acelerar la ambición digital con la utilización de sus herramientas digitales y la simplificación del negocio.
- Capturar y maximizar eficiencias a través de proyectos de infraestructura.

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 negocio¹⁶.

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.

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

¹⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/telefonica-anuncia-remezon-estrategico-latinoamerica/>

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 diciembre-2022.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2023-2025. 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

En el año 2021 los ingresos se recuperaron tras el período de pandemia con un crecimiento de 6% anual en dic-2021. Posteriormente, las ventas crecen en 6.4% a diciembre-2022, sin embargo, no alcanzan el nivel de ventas del año 2019. 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.

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. Sin embargo, a la fecha de corte el resultado neto llega a USD 23.1MM por una disminución interanual de los gastos operativos y costos de venta en USD 9MM. 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 diciembre-2022 los ingresos no operativos llegan a USD 88M 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 diciembre-2022 este indicador llegó a 92% (99.8% diciembre-2021) y 68% sin considerar amortizaciones y depreciaciones (74.4% diciembre-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 2023 se estima que este indicador, de costos de ventas y gastos operativos sobre ventas, termine en alrededor de 95.3% (71.1% sin depreciación).

Gráfico 6



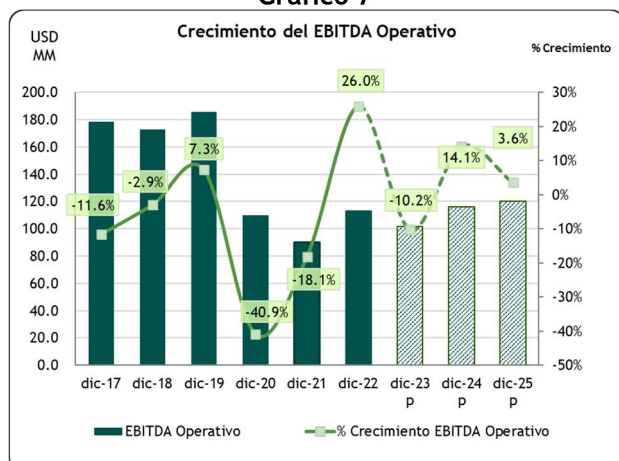
Fuente: OTECEL S.A. Elaboración: BankWatch Ratings S.A. Proyecciones ajustadas por BankWatch Ratings S.A.

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 diciembre-2022 existe un decrecimiento interanual de los gastos operacionales que no son flujo en 16.2%, 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. Se observa un crecimiento interanual del EBITDA operativo de 26%, que refleja el crecimiento de los ingresos y la mayor eficiencia operativa.

En diciembre-2022 el EBITDA representó el 22.6% de los ingresos operativos (20.2% a diciembre-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.

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.

Para diciembre-2023 se proyecta una disminución del EBITDA (-10.2%) en línea de una mayor cantidad de costos de venta y gastos operativos por los niveles de inflación de la economía y una perspectiva conservadora en cuanto a la eficiencia operativa de la compañía. La 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 espera que se definan hasta agosto-2023.

Por último, el ROA y el ROE a diciembre-2022 llegan a 2.78% y 9.51%, respectivamente (-3.34% y -11.15% en diciembre-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-19	dic-20	dic-21	dic-22
Total Activo Corriente	37.70%	17.92%	25.59%	21.36%
Fondos Disponibles	11.30%	4.81%	11.07%	4.06%
CxC Comerciales	9.75%	9.10%	8.82%	9.33%
Inventarios Neto	0.48%	0.70%	0.91%	0.87%
Otras cuentas por cobrar	14.38%	0.00%	0.00%	0.00%
Gastos anticipados	0.35%	1.74%	3.61%	5.59%
Otros activos corrientes	1.44%	1.58%	1.18%	1.37%
Total Activo No Corriente	62.30%	82.08%	74.41%	78.64%
Propiedad, planta y equipo	43.24%	57.60%	57.22%	58.97%
Inversiones Emp. Relac.	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%
Activos Intangibles	11.70%	13.13%	7.63%	6.34%
Cuentas por Cobrar LP Otras	5.49%	7.01%	5.91%	5.69%
Otros activos	1.88%	4.34%	3.65%	7.09%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO				
Cuenta	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Total Pasivo Corriente	54.51%	40.02%	41.99%	34.78%
Deuda Financiera CP	12.35%	7.42%	11.72%	2.75%
Deuda Comercial	14.95%	14.25%	13.46%	17.30%
Otros Pasivos CP	27.20%	18.35%	16.81%	14.72%
Total Pasivo LP	21.71%	29.03%	31.44%	33.15%
Deuda Financiera LP	1.21%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros pasivos LP	20.51%	29.03%	31.44%	33.15%
PATRIMONIO	23.78%	30.95%	26.56%	32.07%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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

A diciembre-2022, los activos de la empresa (USD 726MM) en su mayoría se concentran en plazos superiores a un año por altas inversiones en activo fijo, derechos de uso por arriendos e intangibles.

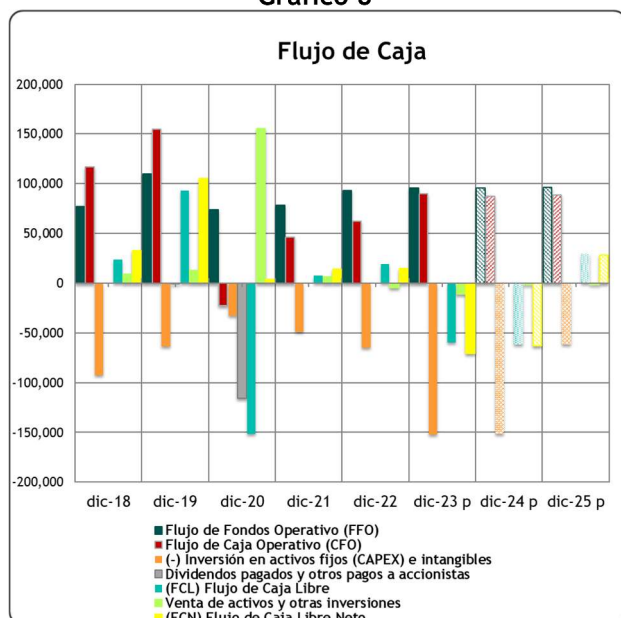
Adicionalmente, un 9.33% del activo está conformado por las cuentas por cobrar comerciales, las mismas que son de pronta recuperación. Su participación muestra una tendencia a la baja a partir del 2018 por la importante gestión de recuperación de la cartera impaga y el castigo de un monto importante de cartera deteriorada.

Con respecto a la estructura de financiamiento, el patrimonio representa el 32.07% 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 33.15% 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 233MM a diciembre-2022 (USD 210MM a dic-2021) y está conformado en su mayoría por capital social y la reserva legal.

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. Para nuestras proyecciones se ha considerado dos pagos para la renovación de la concesión en 2023 y 2024 que en total representan una inversión en activos intangibles de USD 180MM.

Gráfico 8



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

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 diciembre-2022 el flujo de fondos operativo (FFO) alcanza un crecimiento interanual de 18.9% impulsado principalmente por el incremento del EBITDA operativo. 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 financiamiento a clientes. El flujo de caja operativo (CFO) es positivo en diciembre-2022 y logra cubrir en su totalidad las inversiones de CAPEX y activos intangibles. Como resultado, el Flujo de Caja Libre (FCL) a diciembre-2022 es de USD 19.3MM.

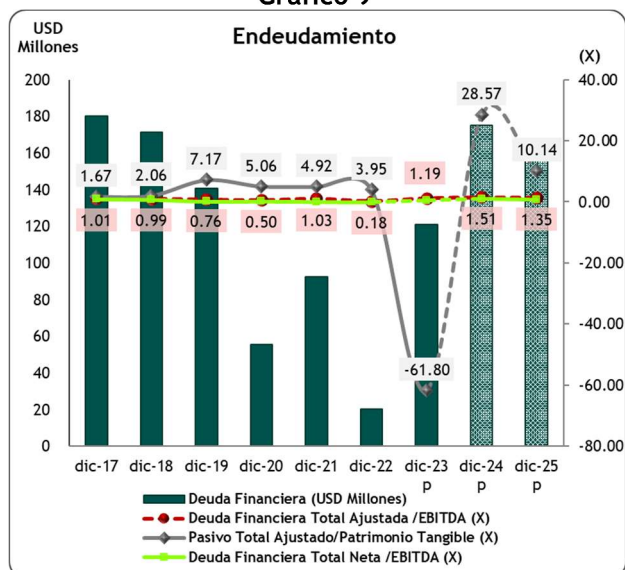
La recuperación de la generación operativa esperada para el 2022 estaría apalancada en mayores eficiencias del gasto operativo y una recuperación de los ingresos frente al año 2021, mediante estrategias para mantener la base de clientes y evitar la migración hacia planes prepago. Sin embargo, no esperamos que la generación llegue todavía a los niveles de 2019 dentro del período proyectado (diciembre-2025).

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 diciembre-2022 en 84 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 0.18 veces a diciembre-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. Se presentó un menor endeudamiento para 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 diciembre-2022 es de -0.08 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.

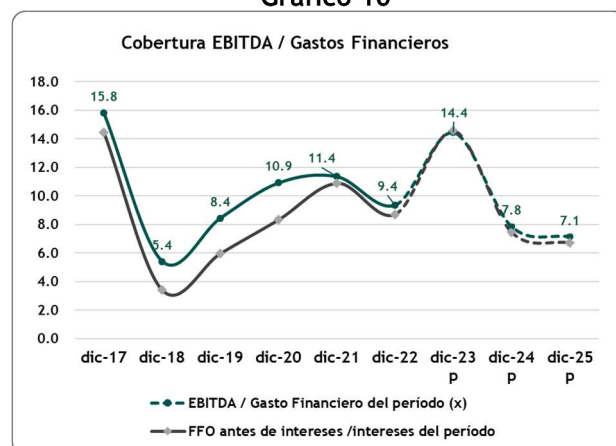
El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible¹⁷ refleja las variaciones del patrimonio en los últimos años y se eleva significativamente a partir de diciembre-2019 por el pago de dividendos y las pérdidas netas de los últimos años. Para el cálculo de este indicador a diciembre-2022 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 diciembre-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.

¹⁷ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

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 2023 se mantenga en niveles holgados debido a la mayor generación y eficiencia operativa de la compañía

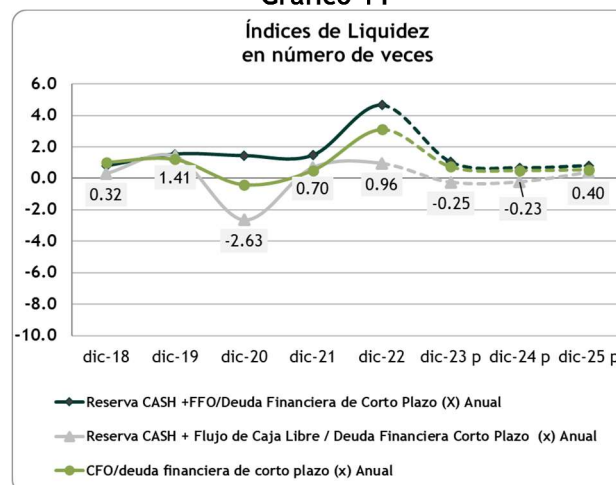
Gráfico 10



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

A la fecha de corte la empresa cuenta con fondos disponibles por USD 29.5MM, mientras que la deuda financiera de corto plazo llega a USD 19.99MM. El 100% de la deuda financiera es de corto plazo y corresponde a obligaciones con instituciones financieras.

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 del programa de papel comercial se encuentra cubierto por la alta flexibilidad financiera de OTECEL S.A., proveniente

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

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	dic-22
Activo Total Ajustado (USD M)	618,031
Activo Total (USD M)	726,069

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	14,286	14,286	43.26
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	14,286	43.26
3era	Deuda sin garantía específica de balance	478,904	493,189	1.25
TOTAL		493,189	493,189	1.25

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 por emitirse entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.25 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 VIII 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.

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 monto del presente programa de papel comercial representa un 32.81% 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 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.

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

OTECEL S.A.								
(Miles de USD)								
	PROYECCION							
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	42,355	117,153	35,816	87,407	29,501	59,649	50,851	65,689
Cuentas por Cobrar Comerciales	141,618	101,141	67,856	69,660	67,708	75,110	75,734	77,682
Inventarios	11,785	4,962	5,180	7,202	6,283	8,928	7,986	8,001
Activos fijos	412,794	448,351	429,296	451,844	428,193	412,964	403,156	394,993
Otros activos	243,115	365,380	207,124	173,577	194,383	335,127	320,655	306,265
Total Activos	851,667	1,036,987	745,272	789,690	726,069	891,779	858,382	852,630
Cuentas por Pagar Proveedores	182,841	155,073	106,187	106,282	125,624	110,197	109,482	112,822
Deuda Financiera Total	171,326	140,605	55,307	92,587	19,990	120,743	174,936	161,726
<i>Deuda Financiera Corto Plazo</i>	<i>114,076</i>	<i>128,105</i>	<i>55,307</i>	<i>92,587</i>	<i>19,990</i>	<i>120,743</i>	<i>174,936</i>	<i>161,726</i>
<i>Deuda Financiera Largo Plazo</i>	<i>57,250</i>	<i>12,500</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Otros Pasivos	113,717	494,756	353,104	381,056	347,575	426,916	324,693	309,152
Total Pasivos	467,884	790,434	514,598	579,925	493,189	657,856	609,111	583,700
Patrimonio	383,783	246,553	230,674	209,765	232,880	233,923	249,270	268,930
Resumen de Resultados								
Ventas	652,232	557,085	444,509	471,254	501,601	510,629	523,768	537,246
Costo de ventas	-270,683	-186,891	-205,440	-218,078	-156,045	-233,358	-225,220	-225,643
Egresos Operativos	-346,968	-317,904	-256,705	-252,243	-305,240	-253,349	-253,349	-260,950
EBIT OPERATIVO (incluye gastos administrativos participación empleados)	34,581	52,290	-17,636	933	40,315	23,922	45,199	50,653
Resultado no operativo	-196	17,554	20,426	10,090	88	2,635	2,703	2,772
Gasto Financiero del periodo (deuda)	-31,964	-21,994	-10,038	-7,909	5,912	-7,037	-14,784	-16,833
Gasto Financiero del periodo (arrendos operativos)	0	-3,547	-14,054	-22,367	-20,421	-18,130	-12,655	-10,379
Impuestos a la renta	-64,323	-63,940	4,056	-2,102	-4,842	-348	-5,116	-6,553
Utilidad Neta de la gestión	-61,902	-19,637	-17,246	-21,355	21,052	1,043	15,347	19,660
Otros Resultados Integrales	-1,713	-1,698	1,367	446	2,064	0	0	0
Utilidad Integral Neta	-63,615	-21,335	-15,879	-20,909	23,116	1,043	15,347	19,660
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	172,946	185,531	109,663	89,793	113,137	101,609	115,972	120,090
(-) Gasto Financiero del periodo	-31,964	-21,994	-10,038	-7,909	-12,088	-7,037	-14,784	-16,833
(-) Impuesto a la renta del periodo	-63,936	-54,038	-25,906	-3,674	-8,099	768	-5,807	-7,262
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	77,046	109,499	73,719	78,210	92,950	95,340	95,381	95,994
(-) Variación Capital de Trabajo	39,632	45,016	-96,534	-31,846	-30,673	-5,468	-7,830	-7,222
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	116,678	154,515	-22,815	46,364	62,276	89,872	87,552	88,773
(+/-) Flujo de caja no operativo	-196	2,117	20,426	10,090	22,198	2,635	2,703	2,772
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	0	-1	-115,894	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) e inversión en activos intangibles	-70,456	-63,719	-33,054	-40,168	-65,185	-60,610	-58,031	-58,031
(-) Inversión en activos intangibles	-22,341	0	0	-8,546	-2	-91,372	-93,738	-3,952
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	23,685	92,912	-151,337	7,740	19,287	-59,474	-61,514	29,562
(+/-) Ventas de activos y otras inversiones neto	9,077	12,607	155,298	6,571	-4,594	-11,131	-1,477	-1,515
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	32,762	105,519	3,961	14,311	14,692	-70,606	-62,991	28,047
Variación neta de deuda financiera	-8,632	-30,721	-85,298	37,280	-72,597	100,753	54,193	-13,209
Variación neta de capital o aportes	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación neta de caja y equivalentes en el periodo	24,130	74,798	-81,337	51,591	-57,905	30,147	-8,798	14,838
Saldo de caja y equivalentes al comienzo del periodo (balance)	18,225	42,355	117,153	35,816	87,407	29,501	59,649	50,851
Indicadores								
Patrimonio Tangible	227,607	110,243	101,643	117,890	124,842	-10,645	21,321	57,575
% crecimiento en ventas	5.54%	-14.59%	-20.21%	6.02%	14.81%	1.80%	2.57%	2.57%
MARGEN EBIT (%)	5.30%	9.39%	-3.97%	0.20%	8.04%	4.68%	8.63%	9.43%
MARGEN EBITDA (%)	26.52%	33.30%	24.67%	19.05%	22.56%	19.90%	22.14%	22.35%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.41	5.98	8.34	10.89	8.69	14.55	7.45	6.70
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	5.41	8.44	10.92	11.35	9.36	14.44	7.84	7.13
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	5.41	8.44	10.92	11.35	-19.14	14.44	7.84	7.13
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.99	0.76	0.50	1.03	0.18	1.19	1.51	1.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.75	0.13	0.18	0.06	-0.08	0.60	1.07	0.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	30.86%	36.32%	19.34%	30.62%	7.91%	34.04%	41.24%	37.55%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.78	0.18	0.98	1.33	3.91	4.65	0.00	1.04
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.02	1.21	-0.41	0.50	3.12	0.74	0.50	0.55
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.32	1.41	-2.63	0.70	0.96	-0.25	-0.23	0.40

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 2023.