

4-5-2026

Informe Ejecutivo

Avanzado

Consultoría Financiera
Estratégica


Nostrum
INTELIGENCIA ESTRATÉGICA

Franklin Rodríguez
NOSTRUM | INTELIGENCIA ESTRATÉGICA

CONSORCIO ECUATORIANO DE TELECOMUNICACIONES S.A. CONECEL

Nombre comercial: CLARO

Expediente 47845 | **RUC** 1791251237001 |

Horizonte 2022-2025 | **CIIU6:** J6120.01 |

Benchmark: 33 empresas

I. Dictamen Ejecutivo

CONECEL/CLARO opera como el operador de telecomunicaciones inalámbricas de mayor escala en Ecuador, con ingresos de **\$1,031 millones** en 2025 y un margen EBITDA del **42.3%**, cifras que eclipsan a cualquier otro participante registrado bajo CIIU6 (J6120.01) y CIIU4 (J6120) por un margen superior al 27,000%. Sin embargo, esta dominancia de mercado coexiste con una **fragilidad estructural de liquidez y solvencia que no ha sido resuelta en cuatro años consecutivos**: el modelo Altman Z-Score retrocedió a **1.30 en 2025** —el nivel más bajo desde 2022— manteniéndose crónicamente en zona de peligro (<1.8), y la liquidez corriente alcanzó su mínimo histórico en **0.343**. El episodio de 2024, donde el FCO colapsó al 38% del EBIT operativo revelando 'utilidad de papel', encontró corrección parcial en 2025 (FCO/EBIT 1.08x), pero a un costo crítico: la empresa realizó salidas de inversión de **\$423 millones en actividades de inversión (FCI)**, incrementó su deuda financiera total en \$129 millones hasta \$1,124 millones, y comprimió su ROCE al 29.6%, la cifra más baja del período. La continuidad operativa no está en riesgo inmediato, pero la trayectoria de deterioro exige intervención estratégica urgente en los próximos 90 días.

II. Calidad de Ganancias: Brecha entre ROE/Margen y Conversión a Caja

2.1 Cuadro Diagnóstico: Rentabilidad vs. Flujo de Caja Real

Indicador	2022	2023	2024	2025
Ventas (USD M)	\$1,042	\$1,036	\$1,030	\$1,031
EBITDA (USD M)	\$405	\$426	\$411	\$436
Margen EBITDA	38.9%	41.1%	39.9%	42.3%
Utilidad Neta (USD M)	\$141	\$160	\$139	\$153
ROE	29.1%	32.9%	28.2%	26.4%
ROA	11.6%	13.5%	12.1%	10.9%
FCO (USD M)	N/D	\$290	\$100 Δ	\$302
FCO / EBIT (conversión)	N/D	0.99x	0.38x Δ	1.08x

2.2 Diagnóstico por Período

2023 – Calidad excelente: FCO/EBIT de 0.99x confirma que el EBITDA de \$426M se convirtió casi íntegramente en caja operativa. ROE del 32.9% tenía respaldo real.

2024 – Bandera Roja Crítica: FCO colapsó a \$100M con FCO/EBIT de 0.38x. El EBITDA de \$411M era mayoritariamente 'utilidad de papel'. Probable acumulación de Cuentas por Cobrar y deterioro en cobro de servicios corporativos.

2025 – Recuperación con advertencia: FCO se recupera a \$302M y FCO/EBIT sube a 1.08x, validando respaldo de caja. Sin embargo, esta recuperación requirió \$423M en salidas de inversión (FCI), generando dependencia de deuda adicional de \$129M.

Causalidad: La volatilidad extrema de FCO (de \$290M → \$100M → \$302M en tres años) no es ruido estadístico. Es evidencia de una gestión de capital de trabajo inestable y un ciclo de inversión mal planificado. **Decisión: auditar el proceso de reconocimiento de ingresos y la gestión de Cuentas por Cobrar corporativas con foco en el período 2024.**

III. Riesgo de Capital de Trabajo: el CCE como Espejismo Estratégico

3.1 Análisis del Ciclo de Conversión de Efectivo

Indicador	2022	2023	2024	2025
Días de Cobro	42	44	43	42
Días de Inventario	78	98	76	78
Días de Pago	3,686	715	803	623 ↘
CCE (días)	-3,566	-572	-684	-503
Liquidez Corriente	0.44	0.42	0.44	0.34 ▲
FCO / Pasivo Corriente	N/D	0.77	0.28 ▲	0.66

3.2 Diagnóstico

- **La anomalía de 2022:** Días de Pago de 3,686 días refleja acuerdo extraordinario con proveedores –posiblemente contratos de infraestructura con Claro América–. Su normalización a 715 días en 2023 representa la pérdida de 2,971 días de financiamiento gratuito y es la causa raíz de la presión de liquidez de ese período.
- **2024 – La Trampa del CCE Negativo:** El CCE de -684 días parece una fortaleza competitiva, pero el colapso simultáneo del FCO revela el riesgo: la empresa depende de que sus proveedores sigan financiando operaciones a 803 días. El FCO/Pasivo Corriente de 0.28 confirma que la empresa no podía cubrir ni un tercio de sus obligaciones de corto plazo.
- **2025 – Erosión del poder negociador:** Días de Pago caen de 803 a 623 días. Esta reducción de 180 días en un año indica que los proveedores estratégicos están endureciendo sus condiciones. Con solo \$20.3M en caja disponible y \$263M de Deuda CP, cualquier evento de tensión en la cadena de pago generaría una crisis de liquidez en menos de 90 días.

Implicación estratégica: El modelo de financiamiento vía proveedores es sostenible solo mientras el poder de negociación de CONECEL se mantenga intacto. La reducción de 803 a 623 días en 2025 es la primera señal medible de erosión. Liquidez corriente en 0.343 = mínimo histórico del período.

IV. Estructura de Deuda y CAPEX: Inversión sin Retorno Creciente

4.1 Perfil de Deuda y Cobertura

Indicador	2022	2023	2024	2025
Deuda CP (USD M)	\$490	\$318	\$334	\$263 ↘
Deuda LP (USD M)	\$334	\$353	\$348	\$573 ↗
Deuda Total (USD M)	\$1,146	\$994	\$995	\$1,124 ↗
Deuda Neta (USD M)	\$1,098	\$986	\$982	\$1,103
Deuda Neta / EBITDA	2.71x	2.31x	2.39x	2.53x
FCO / Deuda Total	N/D	29.2%	10.0% △	26.8%
Cobertura de Intereses	5.08x	7.31x	4.57x	5.31x
Altman Z-Score	1.33	1.56	1.73	1.30 △
LERG Score	0.791	0.839	0.844	0.790
Springate	1.058	1.176	1.190	1.005 ↘

4.2 Análisis CAPEX / ROCE

Indicador	2022	2023	2024	2025
CAPEX (USD M)	N/D	\$131	\$82	\$82
FCI – Inversión total (USD M)	N/D	-\$178	-\$96	-\$423 △
Capital Empleado (USD M)	\$792	\$808	\$806	\$948 ↗
ROCE	31.8%	36.5%	32.2%	29.6% ↘
Deuda Neta / EBITDA	2.71x	2.31x	2.39x	2.53x

4.3 Diagnóstico Crítico

- **Señal crítica de 2025 – FCI de \$423M:** El Flujo de Inversión supera en 5.1x el CAPEX declarado (\$82M). La diferencia de \$341M no tiene origen documentado en los datos disponibles y sugiere adquisición de espectro radioeléctrico, compra de derechos de uso, o transacciones intragrupo con América Móvil. Esta inversión no generó mejora en ROCE – activa el diagnóstico de destrucción de valor por inversión ineficiente.
- **Refinanciación CP-LP:** La empresa trasladó \$225M de deuda de corto a largo plazo en 2025 (CP bajó \$71M; LP subió \$225M). Esta maniobra reduce el riesgo de refinanciamiento inmediato pero eleva el costo financiero de largo plazo y reduce el margen de maniobra futuro.
- **ROCE en caída libre:** De 36.5% (2023) a 29.6% (2025) – caída de 690 puntos básicos en dos años. Con \$948M de capital empleado, esto equivale a una pérdida de valor de ~\$66M anuales respecto al pico. Si la tendencia continúa, el ROCE cruzará el costo de capital estimado en 18-24 meses.
- **Altman Z en retroceso:** El Z-Score de 1.30 en 2025 es el peor del período, significativamente por debajo del umbral de zona segura (>2.99). Springate en 1.005 se acerca peligrosamente al corte de insolvencia (0.862). Riesgo de dificultades financieras sostenidas.

Decisión: Exigir al Directorio revelación formal del destino específico del FCI de \$423M y proyección de payback ajustada por riesgo. Ninguna inversión adicional debe aprobarse con ROCE esperado inferior al 32%.

V. Postura Competitiva: Dominancia sin Pares, Debilidad sin Espejo

5.1 Benchmark Sectorial CIIU6 (J6120.01) – Corte 2025

Nota metodológica: Empresa actualizada a 2025; benchmark sectorial calculado con corte 2025 por cobertura sectorial suficiente (33 empresas CIIU6). Los pares son estructuralmente heterogéneos – incluyen radios, distribuidores y micro operadores.

Empresa	Ranking	Ventas 2025	Margen EBITDA	Liquidez Cte	ROE
CONECCEL / CLARO	#1 CIIU6	\$1,031M	42.3%	0.34 Δ	26.4%
COMERTELSA / PUBLIMES	#2 CIIU6	\$2.4M	4.5%	1.37	-8.8%
NETCONN S.A.	#3 CIIU6	\$0.9M	8.7%	2.39	18.6%
SYSNET S.A.	#4 CIIU6	\$0.4M	8.6%	0.74	85.8%*
CIDEMS S.A.S.	#4 CIIU4	\$0.6M	6.8%	0.42	8.9%
WRADIO CIA. LTDA.	#8 CIIU6	\$0.1M	14.9%	10.79	12.2%
RADIOK1 / RADIO K1	#9 CIIU6	\$0.1M	6.0%	8.28	1.7%
SPEEDNET-EC S.A.	#9 CIIU4	\$0.2M	4.9%	14.69	0.0%

*Métricas distorsionadas por escala de capital mínimo (USD 100-1,600).

5.2 Análisis Comparativo

- **Escala:** CONECCEL supera al segundo operador del CIIU6 (COMERTELSA) por 43,200% en ventas. Esta asimetría hace que el benchmarking sectorial formal sea metodológicamente limitado para evaluar la competitividad real.
- **Margen EBITDA:** CONECCEL lidera con 42.3%, frente a un rango de 1.9%-14.9% para el resto del sector. La ventaja es real, sostenida por poder de fijación de precios y escala de infraestructura.
- **Liquidez – La Brecha Inversa Crítica:** CONECCEL registra la liquidez corriente más baja del Top 10 CIIU6 (0.343), por debajo de COMERTELSA (1.37), NETCONN (2.39),

WRADIO (10.79) y SPEEDNET-EC (14.69). El gap negativo de liquidez frente a la mediana sectorial (~1.0x) es de aproximadamente -0.66 puntos – brecha que se amplió en 2025.

- **Competencia real no capturada:** Los verdaderos competidores de CONECEL –CNT (Corporación Nacional de Telecomunicaciones) y Movistar/Telefónica Ecuador– no aparecen en los registros CIIU6/CIIU4 analizados o operan bajo marcos distintos. El análisis sectorial formal subestima la intensidad competitiva real del mercado móvil ecuatoriano.

EJEMPLO INFORME TIPO

VI. Plan de Acción

Fase I – Emergencia de Caja (0-90 días)

- **Auditoría forense del FCI 2025:** Identificar el destino preciso de los \$341M de inversión no explicados por CAPEX. Determinar si corresponde a espectro, M&A, o transferencias intragrupo con América Móvil y si activan obligaciones futuras no reveladas en el balance.
- **Proyección de liquidez a 90 días:** Con \$20.3M en caja disponible y \$263M de Deuda CP, ejecutar cash flow forecast semana a semana. Identificar semanas de mayor tensión antes del siguiente vencimiento material.
- **Renegociación defensiva con proveedores estratégicos:** La caída de Días de Pago de 803 a 623 días indica presión contractual. Identificar los 5 proveedores de mayor peso en CxP y blindar los términos vigentes por un mínimo de 12 meses.
- **Activación de líneas de contingencia:** Confirmar disponibilidad de líneas de crédito revolvente con bancos corresponsales o con América Móvil (casa matriz) para cubrir eventualidades de liquidez en el corto plazo.

Fase II – Reestructuración (3-6 meses)

- **Plan de reducción de deuda neta:** Con Deuda Neta/EBITDA en 2.53x (en alza), establecer objetivo de 2.0x para finales de 2026. Priorizar prepago de deuda LP de mayor costo con excedente de FCO proyectado.
- **Revisión del ciclo de inversión:** CAPEX de \$82M estable, pero FCI total de \$423M implica salidas de capital no convencionales. Ninguna inversión adicional debe aprobarse con ROCE esperado inferior al 32%.
- **Gestión activa del CCE mediante Supply Chain Finance:** Implementar confirming bancario que permita a CONECEL mantener plazos extendidos con proveedores sin dañar la relación comercial, sustituyendo el diferimiento directo por financiamiento bancario explícito.
- **Diagnóstico del episodio FCO 2024:** Auditar la causa exacta del colapso a \$100M. Si fue acumulación de Cuentas por Cobrar, implementar política de cobro

acelerado para clientes corporativos. Si fue manejo de devengos, revisar políticas contables con el auditor externo.

Fase III – Competitividad (6-12 meses)

- **Revertir el deterioro de ROCE:** Con capital empleado en \$948M, el objetivo mínimo es recuperar ROCE al 33%-35%, lo que requiere incrementar el EBIT a \$313-332M (+12% vs nivel actual de \$280M) sin aumentar capital empleado. Exige optimización de gastos administrativos (\$587M en 2025).
- **Estrategia de desinversión selectiva:** Evaluar activos no estratégicos o derechos de uso (\$248M en balance) que puedan monetizarse para reducir presión de deuda sin comprometer la cobertura de red.
- **Dashboard predictivo trimestral:** Establecer monitoreo con umbrales de acción automática: si el Altman Z cae por debajo de 1.20, activar protocolo de refinanciamiento preventivo. Integrar FCO/EBIT como KPI de calidad de ganancias en el reporte de Directorio.
- **Comunicación proactiva a stakeholders:** CONECEL debe comunicar al regulador ARCOTEL y a sus proveedores de infraestructura la solidez de su margen EBITDA (42.3%) y la recuperación del FCO en 2025, para preservar el poder de negociación que sustenta el modelo de CCE negativo.

ⁱ **Elaborado por: NOSTRUM | Inteligencia Estratégica | Socio Director de Consultoría Financiera**

Fuente: Datos de la Superintendencia de Compañías SCVS. Expediente 47845. Todos los montos en USD. Empresa actualizada a 2025; benchmark sectorial calculado con corte 2025 por cobertura sectorial suficiente.