

Calificación Papel Comercial

OTECEL S.A.

Calificación Inicial

Emisor	Calif. Actual	Calif. Anterior	Fecha del último cambio
OTECEL S.A.	AAA	N/A	N/A

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

Resumen Financiero

OTECEL S.A.	2013	jul-14
Activos	626.3	619.8
Ventas*	681.1	671.7
Margen EBITDA (%)	33.9%	33.1%
ROA (%) *	19.5%	18.2%
Deuda /Capitalización (%)	27.1%	24.3%
CFO / Deuda Fin CP	6.3	1.2
Cash + FCL / Deuda Fin CP	1.8	0.1
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	0.5	0.6

*Indicador anualizado

(x) Indicador en número de veces

Actividad del Emisor: Empresa proveedora de servicios de telefonía.

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA, Ecuador;
(593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Ana Zurita, Ecuador;
(593 2) 226 97 67 ext. 113
azurita@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de BankWatchRatings S.A. decidió otorgar la calificación de “AAA” al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

La calificación se fundamenta en las características de corto plazo del instrumento empleado así como en la importante generación operativa del Emisor, su buen posicionamiento comercial, la alta diversificación de sus ventas, y los bajos niveles de endeudamiento que mantiene y que le otorgan una amplia flexibilidad financiera y excelente capacidad de pago.

La calificación considera también el soporte de Telefónica S.A., en función de los vínculos accionariales, estratégicos, operativos y de reputación por el uso de la marca Movistar, que se utiliza en toda la operación de habla hispana. La casa matriz mantiene una calificación de riesgo de crédito de grado de inversión en escala internacional.

La permanencia de la compañía en el mercado ecuatoriano es altamente probable puesto que las inversiones en infraestructura realizadas en el país tienen un retorno de largo plazo. Por otro lado, Latinoamérica constituye un mercado estratégico para la casa matriz dada la situación económica de España.

OTECEL es generador de flujos operativos positivos y suficientes para cubrir los requerimientos periódicos de capital de trabajo. Las inversiones en CAPEX e intangibles y eventualmente los dividendos reconocidos al accionista podrían requerir de deuda financiera adicional.

En los próximos años (2015 - 2016) se tiene la expectativa de una distribución más conservadora de dividendos y que las inversiones planificadas por la compañía puedan ser cubiertas con el flujo generado, permitiendo que los indicadores de deuda se mantengan en un rango bajo. En caso de no concretarse esta expectativa, los indicadores de deuda aumentarían pero hasta niveles moderados y consistentes con la calificación asignada.

OTECEL se encuentra en un mercado competitivo y altamente regulado por el Estado. Los bajos índices de deuda, la estructura de vencimientos del pasivo y una relativa estabilidad del margen EBITDA le brindan a la compañía flexibilidad financiera para afrontar los riesgos de su industria y representan una fortaleza frente a otras empresas emisoras.

FECHA COMITE: septiembre 29, 2014

ESTADOS FINANCIEROS A: julio 31, 2014

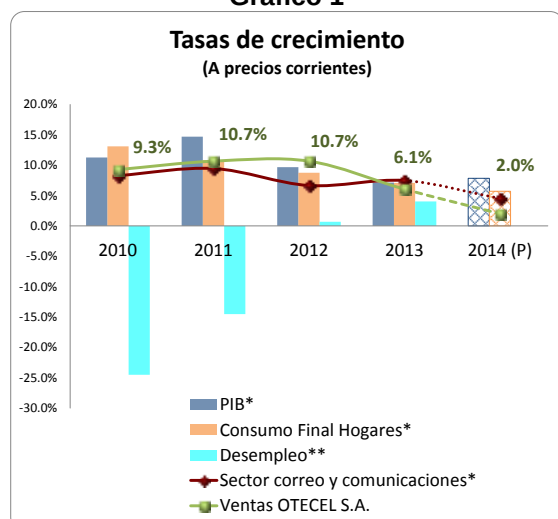
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

■ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Tercera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Original:	USD 50 MM
Plazo:	720 días
Cupón de interés:	cero cupón
Pago de Capital:	Al vencimiento
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Adquisición de activos productivos de Red y capital de trabajo asociado.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



*Fuente: Banco Central del Ecuador; Oferta y utilización final de bienes y servicios y PIB por industria.

** Fuente: INEC.

Fuente: Estados Financieros auditados y proyecciones OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

El sector de las telecomunicaciones es sensible a los ciclos económicos del país, a los niveles de consumo en los hogares y al desempleo. No obstante, el uso generalizado de la telefonía móvil ha desplazado gradualmente a la fija, implicando mayor dinámica frente a la densidad poblacional; existen 18 millones de líneas móviles activas frente a 16 millones de habitantes a nivel nacional.

El 70% de los ingresos que percibe el sector se derivan del consumo de telefonía y banda ancha móvil, 22% corresponde a telefonía fija y el 8% a televisión por cable.

El mercado se compone de dos participantes privados de inversión extranjera (CONECEL y OTECEL) y una empresa local de carácter estatal (CNT). Aunque CNT cuenta con mayor espectro radioeléctrico, las operadoras privadas sostienen una mayor cobertura y mejor posicionamiento; CONECEL posee 4,895 radiobases (abril 2014), mientras que OTECEL cuenta con 3,222 y CNT tiene 1,197¹.

El mercado de telefonía celular en el Ecuador tiene fuertes barreras de entrada y es altamente regulado por el Estado. El escenario esperado para este sector en el 2014 prevé que se mantengan las regulaciones gubernamentales que el año anterior contribuyeron a desacelerar las ventas de las operadoras privadas de telefonía celular del país.

Las nuevas regulaciones giran en torno al cobro de la concesión de un nuevo espectro radioeléctrico y la posible introducción en el mercado de operadoras virtuales que no se espera que representen una amenaza futura para los actuales participantes del mercado.

La industria se expone a un riesgo tecnológico importante por lo que requiere inversiones intensivas en capital. Por otro lado, resulta complicado cuantificar la necesidad de capital de trabajo que en el largo plazo podría requerir el negocio 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.

Aunque la industria cuenta con márgenes sólidos, estos se encuentran limitados por el establecimiento de techos en las tarifas de telefonía móvil. Adicionalmente, la regulación vigente prohíbe la expiración del tiempo aire comprado en promociones, y limita la importación de teléfonos celulares mediante aranceles y cupos de importación. Esto, sumado a una competencia de mercado agresiva en calidad y precios.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

OTECEL S.A. es una empresa madura que lleva operando 21 años en el mercado ecuatoriano, dedicándose principalmente a la prestación de servicios de telefonía celular y

¹ Fuentes: Diario El Hoy, Senatel.

banda ancha móvil, de donde proviene la mayor parte de sus ingresos.

Gráfico 2



Fuente: OTECEL S.A.
 Elaboración: BWR.

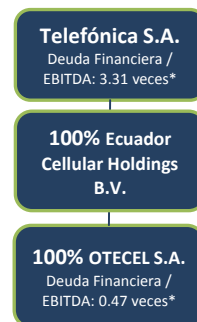
Telefónica ingresa al Ecuador hace diez años. En la actualidad la empresa opera bajo la marca comercial “Movistar” y ocupa el segundo lugar del mercado con 30.9% de participación en ventas a nivel nacional. OTECEL mantiene su posición de líder en la región sierra del país, sin embargo en el 2013 su competidor directo, CONECEL, ganó mayor posicionamiento de mercado tanto en la sierra como en la costa.

CONECEL S.A., comercializa sus productos y servicios bajo la marca “Claro”, abarcando el 67.7% de las ventas del mercado a nivel nacional, aunque está mejor posicionado en la región costa del país. Si bien CNT cubre una porción minoritaria del mercado de telefonía móvil, con 1.4% de participación en ventas, la empresa estatal conserva su liderazgo en telefonía y banda ancha fija.

Las empresas que pertenecen a esta industria atienden a un mercado diversificado de clientes y proveedores y constituyen una fuente importante de empleo e impuestos. Alrededor del 80% de las líneas activas del mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes prepago. OTECEL emplea a 1,398 personas, ubicándose dentro de los 100 mayores empleadores del país.

Tanto OTECEL como CONECEL cuentan con facilidades de acceso a nuevas tecnologías, capacitación y soporte técnico al pertenecer a Corporaciones internacionales que se encuentran posicionadas a nivel mundial.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE



*Indicador a dic.2013. Fuente: OTECEL S.A.; Elaboración: BWR.

El 99.99% de las acciones de OTECEL S.A. le pertenecen a la empresa Ecuador Cellular Holdings B.V., subsidiaria directa del Grupo internacional Telefónica S.A., cuya casa matriz está ubicada en España. Telefónica S.A. mantiene 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 negativa. Dicha calificación, que fue ratificada en abril de 2014, pertenece a una escala de grado de inversión, que refleja una adecuada capacidad de pago del grupo.

La relación con su accionista principal implica para OTECEL el seguimiento de un plan estratégico corporativo, asistencia técnica periódica, una integración operativa y financiera con el Grupo Telefónica y el mantenimiento de un vínculo reputacional con la casa matriz por el uso de su marca; motivos por los cuales consideramos que, en caso de requerirlo, la casa matriz tendría una elevada capacidad y voluntad de soporte hacia la operación local.

Si bien Ecuador es un mercado pequeño frente a otros países de la región, OTECEL ha sido generador de flujos históricos positivos y una rentabilidad localmente atractiva que en los últimos años se ha reconocido al accionista mediante la distribución del 100% de los dividendos. Adicionalmente, las inversiones en infraestructura realizadas en el país tienen un horizonte de planificación de largo plazo, por lo que consideramos que la permanencia de la compañía en el tiempo es altamente probable.

Telefónica S.A. es una empresa que cuenta con una diversificación geográfica de mercados, lo cual protege al Grupo de la volatilidad de los ciclos económicos, cambios estructurales de mercado y tendencias regionales. Latinoamérica ha constituido en los últimos años un nicho de mercado



importante para la casa matriz (alrededor del 39% de su CFO) frente al desempleo y a una baja dinámica de consumo en la economía española, por lo que potenciar el crecimiento y la cobertura en la región representa una estrategia de negocio de mediano plazo.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

En términos generales, las principales directrices estratégicas de la compañía se orientan hacia la introducción de nuevas tecnologías que permitan mejorar la calidad del servicio, impulsar los servicios digitales, capturar nuevas oportunidades de venta en empresas y el desarrollo de nuevos canales de venta y atención al cliente.

La compañía 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 fondeo proveniente del papel comercial que se analiza en este estudio, servirá para cubrir parte de la adquisición de activos productivos de Red de la empresa y el capital de trabajo asociado a estas inversiones, las mismas que incluyen: infraestructura, sitios, equipos, frecuencias y software.

Si bien estas inversiones en CAPEX mantendrán una tendencia creciente en los próximos años, esperamos que la posición de endeudamiento de OTECEL continúe siendo conservadora, con una relación de deuda financiera sobre capitalización en niveles inferiores al 30%. Este comportamiento estará apoyado por la expectativa de un menor reparto de dividendos en este y los próximos años.

Los niveles de endeudamiento se incrementarían en caso de concretarse una distribución de dividendos mayor, sin embargo se esperaría que estos se encuentren en rangos conservadores y consistentes con la calificación de riesgo asignada.

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.

El Directorio está conformado por miembros de diferentes nacionalidades y una experiencia de más de diez años en diversos mercados; quienes lo integran están directamente involucrados en la dirección de áreas y administración de la compañía.

En OTECEL no se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas laborales. De acuerdo al informe de auditoría externa del 2013, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario se encuentra al día, se realiza sobre la base de estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo.

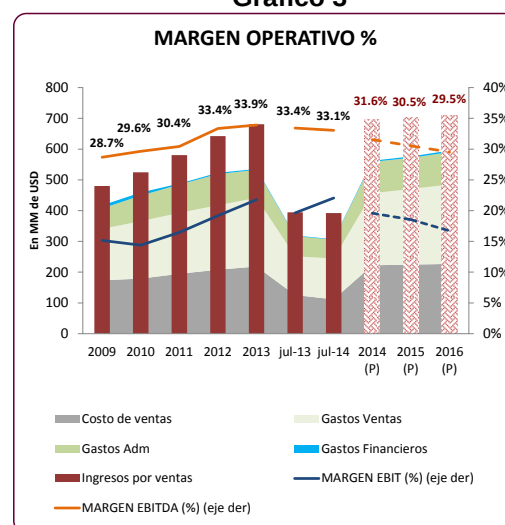
▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: El presente reporte se realizó sobre la base de los estados financieros históricos de OTECEL S.A. (años 2009 al 2013), auditados por la firma Ernst & Young y estados financieros directos al 31 de julio del 2013 y 2014. En todos los años y periodos analizados, los auditores externos emiten su informe con criterio favorable y sin salvedades.

Los estados financieros contemplados en este estudio, están preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Toda la documentación recibida es de propiedad de OTECEL S.A. y su contenido está bajo la responsabilidad de sus administradores.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 3



Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR.

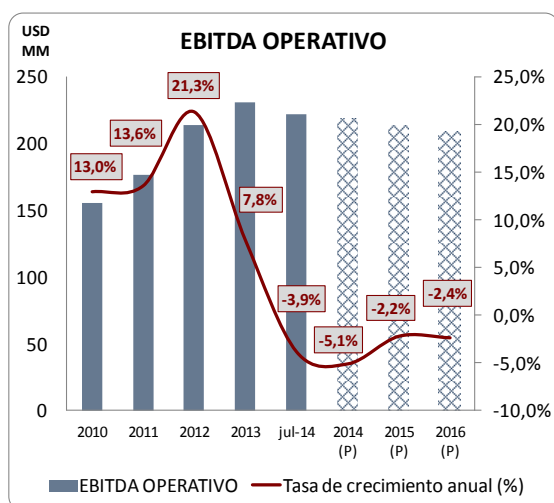
Las ventas se desaceleran al 6.05% en el 2013 cuando históricamente crecían a un ritmo del

10% en promedio, comportamiento que estuvo influenciado por la coyuntura macroeconómica y factores relacionados con regulaciones estatales, que inciden en el mercado de telefonía móvil. Bajo un escenario conservador se proyecta un crecimiento en ventas de entre 2% y 3% para el año 2014.

A pesar de esta menor dinámica en ventas, una tendencia histórica creciente del margen bruto y en particular un control exhaustivo de los gastos operativos le permitió a la compañía mejorar su margen EBIT y mantener su margen EBITDA en el año 2013. Se estima que estos indicadores se presionarán ligeramente en los próximos años considerando un crecimiento modesto de las ventas y un peso del gasto similar a su histórico, tal como sucede a julio del 2014 pues la mejora del margen bruto a esta fecha es coyuntural.

El gasto operativo históricamente absorbe una porción importante de las ventas (49.47% a jul-2014), sin embargo los gastos son ampliamente cubiertos gracias a la solidez del margen bruto; contribuye con la generación de resultados netos positivos y en aumento, un gasto financiero que se mantiene bajo en los últimos períodos de análisis. El costo del financiamiento es competitivo (estimado en 4%) gracias a que el fondeo en su mayoría proviene del exterior y se reajusta de acuerdo a tasas de interés internacionales.

Gráfico 4



*Las cifras de los estados financieros directos se presentan anualizadas.
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Proyecciones ajustadas por BWR.
Elaboración: BWR.

El desempeño del EBITDA depende del comportamiento en ventas, que en los próximos años será menos expansivo y de una estructura de gastos que resulta difícil diluir. No obstante, la generación de EBITDA será suficiente para cubrir los requerimientos operativos de capital de trabajo, los dividendos que se reconocerán a los accionistas y buena parte de las inversiones en CAPEX.

Las inversiones en CAPEX e intangibles eventualmente podrían requerir de deuda adicional a fines de este año, para lo cual se utilizarían los recursos captados en el mercado de valores, sin embargo en el 2015 y 2016 se espera que el flujo generado por la compañía sea fuente suficiente para cumplir con las inversiones planificadas.

La rentabilidad se reduce a julio (ROA 2013: 19.54%, ROA julio 2014: 18.22%), y se prevé que continuará a la baja en los próximos años. A pesar de esta expectativa, esta seguirá siendo atractiva y comparativamente superior a la de otras empresas calificadas en similar categoría.

■ Estructura del Balance

ACTIVOS	2011	2012	2013	jul-13	jul-14
Total Activo Corriente	23%	19%	22%	21%	20%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	6%	3%	6%	3%	5%
CxC Comerciales	12%	12%	12%	12%	9%
Inventarios Neto	3%	3%	2%	4%	3%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	0%	0%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	1%	1%	2%	2%
Total Activo No Corriente	77%	81%	77%	79%	80%
Activo fijo	50%	56%	57%	55%	57%
Activos Intangibles y diferidos	26%	25%	20%	23%	22%
Otras cxc de LP y otros activos	0%	0%	0%	1%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

PASIVOS	2011	2012	2013	jul-13	jul-14
Total Pasivo Corriente	49%	45%	48%	50%	37%
Deuda Financiera CP	15%	7%	6%	18%	7%
Deuda Comercial	20%	24%	28%	22%	21%
Otros Pasivos CP	14%	15%	14%	10%	8%
Total Pasivo LP	9%	7%	6%	7%	6%
PATRIMONIO	43%	48%	46%	42%	57%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

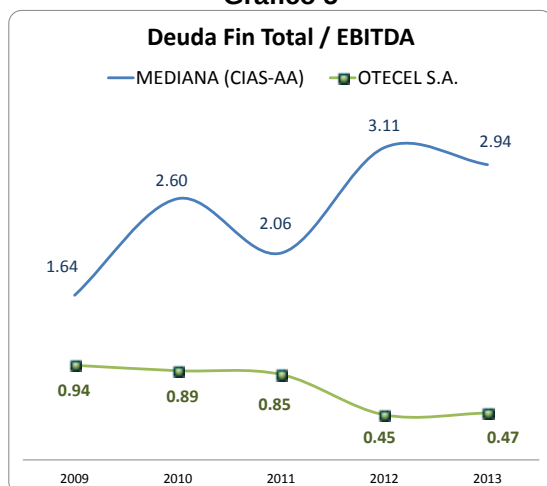
■ FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Los bajos índices de endeudamiento de OTECEL representan una fortaleza frente a otras empresas emisoras del mercado de valores, pues reflejan una posición

conservadora de la Administración y le brindan a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria. Luego de cubrir las inversiones en CAPEX, el EBITDA generado por la compañía en el 2013 permitió una cobertura sobre gasto financiero de 38 veces, y sin incluir el CAPEX esta cobertura es de 82 veces.

La estructura de vencimientos del pasivo, con un 40.43% de la deuda financiera a redimirse en el mediano y largo plazo, sumado a una relativa estabilidad del margen EBITDA contribuyen a reforzar esta flexibilidad financiera y dan mayor holgura a la posición de liquidez.

Gráfico 5



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.

Elaboración: BWR.

Deuda Financiera: Vencimientos

OTECEL S.A.	2013	% Part.	2012	% Part.
Pagos corrientes IFIS*	37,685	59.6%	21,686	32.6%
Pagos corrientes MV**	0.00	0.0%	13,561	20.4%
De uno a cinco años	22,739	35.9%	28,424	42.7%
Más de cinco años	2,843	4.5%	2,842	4.3%
Deuda Financiera total	63,267	100.0%	66,513	100.0%

Fuente: Estados financieros auditados OTECEL S.A.

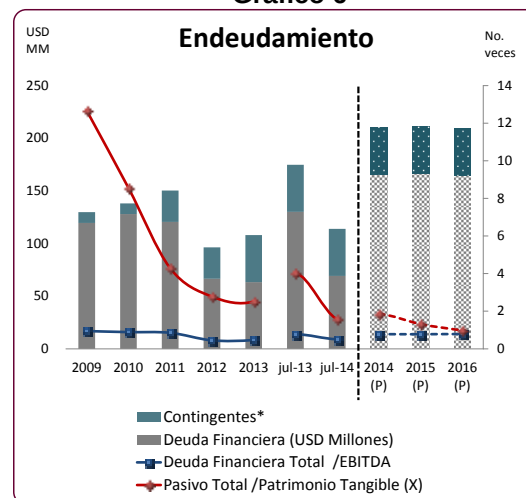
Elaboración: BWR.

El apalancamiento es de 0.51 veces (jul-2014) la generación de EBITDA y 1.57 veces el patrimonio tangible. Estos índices se mantendrán en un rango bajo - moderado en los próximos años, considerando una expectativa de bajo crecimiento en ventas, requerimientos en CAPEX que podrán ser cubiertos con la generación propia del negocio y un escenario más conservador de reparto de dividendos.

Al momento el endeudamiento de la empresa está muy por debajo de los límites establecidos por su casa matriz (máximo 3.5

veces el EBITDA) y no se espera que se los alcance en el mediano plazo.

Gráfico 6



*corresponde a contingentes tributarios y operativos.

Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.

Proyecciones ajustadas por BWR.

Elaboración: BWR.

La naturaleza del negocio es de corto plazo, con una cartera comercial que se recupera en 49 días en promedio y un período medio de pago a proveedores de 60 días.

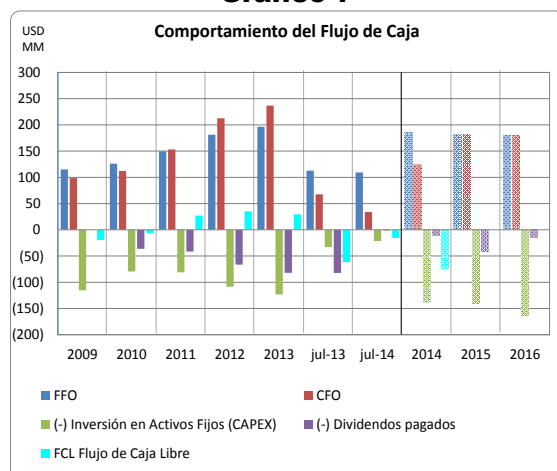
La compañía mantiene cuentas por pagar de corto plazo con proveedores de CAPEX que no tienen costo financiero pero requieren del uso de su flujo de caja operativo. Los indicadores de endeudamiento que se presentan en el gráfico No. 6 no incluyen este rubro, sin embargo incluyéndolo, el índice de deuda sobre EBITDA a julio 2014 se presionaría de 0.51 veces (escenario real) a 0.71 veces (escenario sensibilizado).

El riesgo de crédito de las cuentas por cobrar comerciales (15.16% vencido más de 60 días) está parcialmente cubierto mediante provisiones. El volumen de la cartera disminuye a julio del 2014 debido a una venta realizada en el período por USD 8MM.

OTECEL mantiene deuda financiera en dólares americanos contratada con organismos multilaterales e instituciones financieras del exterior. Este hecho generaría una exposición cambiaria en caso de una desdolarización de la economía ecuatoriana, escenario que es improbable en el corto plazo. La deuda con el exterior representa el 81% de su deuda financiera global (a dic-2013).

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**

Gráfico 7



Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Proyecciones ajustadas por BWR.
Elaboración: BWR.

Durante tres años consecutivos, OTECEL ha sido generador de flujo de caja libre positivo e índices de liquidez holgados que permiten un bajo riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo.

La disponibilidad de líneas de crédito, dada su buena percepción como sujeto de crédito en el sistema financiero local como internacional y el acceso que la compañía ha demostrado tener al mercado de capitales contribuye a mitigar este riesgo.

Todos los niveles de liquidez de la compañía en escenarios normales se mueven en la misma dirección, poniendo en evidencia que los requerimientos de capital de trabajo son estables y que las inversiones se realizan en función de la generación.

Las presiones previstas en el EBITDA y la ejecución de nuevas inversiones en CAPEX podrían requerir del uso parcial de la liquidez en este y en los próximos años. No obstante, la liquidez de corto plazo estará respaldada por la generación de caja y fondos disponibles.

▪ **POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

La calificación otorgada a la emisión de papel comercial de OTECEL se fundamenta en el análisis del Emisor como negocio en marcha,

por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

De acuerdo a la certificación suscrita por el Emisor, el monto emitido se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen. Por otro lado, este nuevo endeudamiento con el mercado de valores representaría únicamente el 14% del patrimonio de la empresa (a jul-2014), cumpliendo con lo estipulado en la Ley del Mercado de Valores.

Fecha de corte	jul-14
Activo Líquido (USD M)	31,992
Activo Ajustado (USD M)	460,374
Activo Total (USD M)	619,811

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Líquidos General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	93,215.24	93,215.24	0.34	4.94
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	93,215.24	0.34	4.94
3era	Deuda sin garantía específica de balance	215,459.56	308,674.80	0.10	1.49
TOTAL		308,674.80	308,674.80	0.10	1.49

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios y pasivos fuera de balance: demandas laborales e incumplimientos de contratos.

Resguardos

La emisión de papel comercial propuesta en este análisis contempla únicamente el cumplimiento de los resguardos que establece la Ley.

▪ **POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

OTECEL realizó su primera inscripción en el mercado de valores en el año 2009 con una titularización de flujos futuros y posteriormente colocó dos emisiones de papel comercial en los años 2010 y 2012 respectivamente. La nueva emisión de papel comercial, objeto de este estudio sería la cuarta experiencia de este Emisor en el mercado. Todas las operaciones fueron canceladas en tiempo y forma.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

OTECEL S.A.

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jul-13	dic-13	jul-14
Resumen de Resultados							
Ventas	479,928	524,412	580,319	642,190	394,495	681,053	391,853
% crecimiento	n/d	9.3%	10.7%	10.7%	5.3%	6.1%	-1.4%
MARGEN BRUTO (%)	63.8%	65.9%	66.5%	67.6%	68.2%	68.0%	71.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	137,626	155,451	176,571	214,232	131,908	231,006	129,536
MARGEN EBITDA (%)	28.7%	29.6%	30.4%	33.4%	33.4%	33.9%	33.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	137,626	155,451	176,571	214,232	131,908	231,006	129,536
MARGEN EBITDAR (%)	28.7%	29.6%	30.4%	33.4%	33.4%	33.9%	33.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	72,736	75,448	95,513	123,148	77,414	148,399	86,389
MARGEN EBIT (%)	15.2%	14.4%	16.5%	19.2%	19.6%	21.8%	22.0%
Gasto Financiero del período	-10,059	-10,035	-3,205	-4,069	-1,956	-2,809	-1,618
Impuestos a la renta	-12,548	-19,249	-23,964	-28,716	-17,262	-31,651	-18,542
UTILIDAD NETA	50,012	46,087	68,740	91,191	58,196	113,867	66,229
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	11,111	13,905	33,438	13,508	16,455	37,999	31,992
Capital de Trabajo	-28,265	-4,849	-29,352	-49,814	-34,326	-84,953	-55,608
Cuentas por Cobrar Comerciales	64,588	66,081	65,481	62,493	64,527	79,982	55,279
Inventarios	23,039	25,401	16,102	14,902	20,337	11,784	18,916
Cuentas por Pagar Proveedores	115,892	96,331	110,935	127,209	119,190	176,719	129,803
Deuda Financiera Total	119,562	127,942	120,542	66,513	130,022	120,542	66,513
Otros Pasivos	100,353	106,369	82,585	87,314	69,809	95,915	64,926
Patrimonio	195,095	205,161	232,531	257,946	234,225	290,372	355,883
Patrimonio Tangible	27,313	39,832	80,262	111,988	90,267	151,251	196,447
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	137,626	155,451	176,571	214,232	131,908	231,006	129,536
(-) Gasto Financiero del período	-10,059	-10,035	-3,205	-4,069	-1,956	-2,809	-1,618
(-) Impuesto a la renta del período	-12,548	-19,249	-23,964	-28,716	-17,262	-31,651	-18,542
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	115,019	126,167	149,402	181,447	112,690	196,546	109,376
(-) Variación Capital de Trabajo	-16,325	-14,072	3,809	31,035	-45,018	40,267	-75,536
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	98,694	112,095	153,211	212,482	67,673	236,813	33,840
(+) ingresos no operativos	0	0	396	828	0	0	0
(-) egresos no operativos	-117	-77	0	0	0	-72	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-2,636	-2,845	-3,849	-3,171	-1,724	-1,988	-647
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período*	0	-36,197	-41,478	-66,468	-82,223	-82,072	-1,169
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-115,145	-79,424	-81,090	-108,343	-32,831	-123,098	-21,206
(-) Activos Diferidos e Intangibles	0	0	0	0	-12,336	0	-26,223
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-19,204	-6,448	27,190	35,328	-61,442	29,583	-15,405
Margen de Flujo de Caja Libre %	-4.0%	-1.2%	4.7%	5.5%	-15.6%	4.3%	-3.9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	18,498	8,380	-7,400	-54,029	63,509	-3,246	5,931
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1,113	862	-257	-1,229	880	-1,846	3,467
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	407	2,794	19,533	-19,930	2,947	24,491	-6,007
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	10,704	11,111	13,905	33,438	13,508	13,508	37,999
Indicadores							
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.43	13.57	47.62	45.59	58.61	70.97	68.60
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	13.68	15.49	55.09	52.65	67.44	82.24	80.06
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	13.68	15.49	55.09	52.65	67.44	82.24	80.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.94	0.89	0.85	0.45	0.77	0.47	0.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.86	0.80	0.66	0.39	0.70	0.30	0.37
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	40%	40%	39%	27%	43%	27%	24%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	2.46	1.90	2.25	5.53	2.06	6.22	4.72
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.92	1.52	1.89	6.03	1.14	6.28	1.25
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.16)	0.10	0.75	1.39	(0.87)	1.79	0.12
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.14)	0.11	0.74	1.35	(0.87)	1.74	0.19

* Los USD 1,169M corresponden a diferencias patrimoniales, puesto que al 31 de julio del 2014 la compañía no ha repartido dividendos.



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.