

Calificación Papel Comercial
 Primer Seguimiento

OTECEL S.A.

Calificación Inicial

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

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	2014
Activos	626.3	699.4
Ventas	681.1	687.4
Margen EBITDA (%)	33.9%	33.8%
ROA (%)	19.5%	13.3%
Deuda /Capitalización (%)	27.1%	15.7%
CFO / Deuda Fin CP	6.3	33.2
Reserva cash + FCL / Deuda Fin CP	0.8	9.6
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	0.5	0.4

(x) Indicador en número de veces

Actividad del Emisor: Empresa proveedora de productos y servicios de telecomunicación.

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 BankWatch Ratings S.A. decidió mantener 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 sí demandarán de un aumento de la deuda financiera, sin embargo se prevé que los indicadores de endeudamiento se mantengan en niveles moderados y consistentes con la calificación asignada.

En el 2014 OTECEL se benefició de un exceso de liquidez que incluso le permitió precancelar la mayor parte de la deuda financiera de corto plazo. Si bien no se espera que esta liquidez se mantenga en el mediano plazo, la empresa ha conservado históricamente una posición holgada y superior al de otras empresas calificadas en similar categoría. El comportamiento en los índices de endeudamiento y liquidez estuvo apoyado por la decisión de no repartir dividendos en el año 2014.

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: febrero 28, 2015

ESTADOS FINANCIEROS A: diciembre 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.

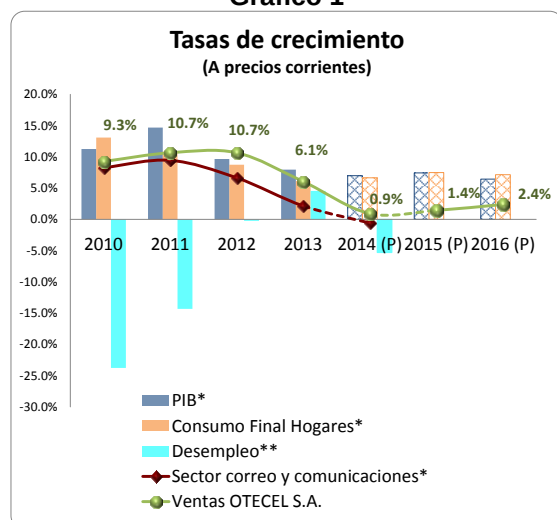
■ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Tercera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Original:	USD 50 MM
Fecha Aprobación SIC:	En proceso
Plazo:	720 días
Cupón de interés:	cero cupón
Pago de Capital:	Al vencimiento
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	75% para propiedad, equipo, mobiliario y vehículos neto; 25% para activos intangibles neto.

En este primer seguimiento de la calificación de riesgo, el Emisor nos proporcionó un mayor detalle del destino de la emisión, el cual se describe con mayor amplitud en el segmento: Estrategias de Administración y Gobierno Corporativo.

■ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA¹**

Gráfico 1



* Banco Central del Ecuador. El PIB nominal del sector correo y comunicaciones en el año 2014 corresponde a la cifra acumulada y anualizada que se registró hasta el III trimestre de ese año.

** INEC.

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

Si bien el sector de las telecomunicaciones es sensible a los ciclos económicos del país, a

los niveles de consumo en los hogares y al desempleo, el uso de la telefonía móvil se ha generalizado, al punto de desplazar gradualmente a la telefonía fija y mostrar mayor dinámica frente a la densidad poblacional, es decir, hay más líneas móviles activas que habitantes. La telefonía móvil genera el 68% de los ingresos que percibe este sector.

El mercado de telefonía celular en el Ecuador tiene fuertes barreras de entrada, se compone de dos participantes privados de inversión extranjera (CONECEL y OTECEL) y una empresa local de carácter estatal (CNT). Las operadoras privadas sostienen una mayor cobertura gracias al número de radiobases instaladas y un mejor posicionamiento en el mercado.

Este sector está siendo altamente regulado por el Estado, factor que incide en una desaceleración de las ventas en el ámbito privado desde el año 2013. No se espera una expansión importante del sector en los próximos años debido al entorno de menor crecimiento macroeconómico y un nuevo marco legal que aumenta los costos operativos, intensifica los controles y endurece las sanciones a los participantes del sector.

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.

En febrero del 2015 las operadoras privadas de telefonía celular concretaron la negociación con el Estado para la ampliación del espectro radioeléctrico, el mismo que facilitará el uso de una tecnología actualizada permitiendo mejorar el servicio que ofrecen a sus usuarios. La implementación de esta tecnología dependerá en gran medida de la próxima resolución del COMEX para habilitar los cupos de importación dado que requiere del uso de teléfonos celulares de alta gama.

La concesión está pactada a un plazo de vigencia de 8 años y tendrá un costo total de USD 330MM, cifra que supera el monto

¹ Análisis semanal No. 45, Nov. 21, 2014
Diario El Comercio
Diario El Universo



promedio cobrado a otras operadoras en la región. Del monto que recibirá el Estado, USD 180MM serán asumidos por la operadora Claro y USD 150 MM por Movistar.

El posicionamiento de la empresa estatal CNT mejoró en el 2014 a 4.3%, de un promedio de 1.2% que ha mantenido en los últimos cinco años, gracias al mayor acceso que esta empresa ha tenido al espectro radioeléctrico concedido por el Estado, el mismo que permitió una promoción y uso de la tecnología de cuarta generación con anterioridad (aplicada desde nov.2013). La participación de mercado que ganó CNT en el 2014, la perdió principalmente Movistar, en 2.3 puntos porcentuales, mientras que en Claro se redujo en 0.6 pp.

Por otro lado, acaba de aprobarse la nueva Ley Orgánica de Telecomunicaciones (feb.2015) en la que se establece el cobro por parte del Estado de un porcentaje de entre el 0.5% al 9% sobre los ingresos totales de las operadoras que posean una participación de mercado superior al 30%.

La nueva Ley establece el reemplazo de todas las instituciones autónomas de control que existían hasta la fecha por una sola, la Agencia Nacional de Regulación y Control, cuyo directorio estará integrado por delegados del Ejecutivo. Este nuevo ente regulador tendrá la potestad de disponer a las operadoras que compartan su infraestructura y de establecer las condiciones económicas, técnicas y jurídicas en las que deberán realizarse los acuerdos.

La industria se expone a un riesgo tecnológico importante por lo que requiere inversiones intensivas en capital, cuya recuperación es de largo plazo. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar una saturación del mercado y por consiguiente una erosión de los ingresos y de los márgenes.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

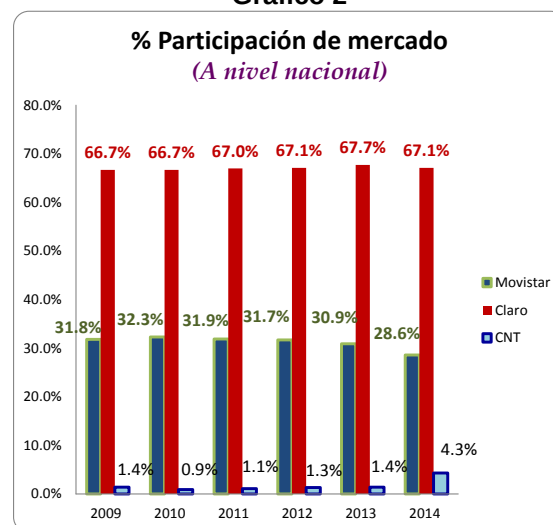
OTECEL S.A. es una empresa madura que lleva operando 21 años en el mercado ecuatoriano, dedicándose principalmente a la prestación de servicios de telefonía celular y banda ancha móvil, de donde proviene más del 80% de sus ingresos.

OTECEL forma parte de Telefónica S.A. desde hace diez años, multinacional que ingresa a operar en el Ecuador bajo la marca comercial “Movistar” y en la actualidad ocupa el segundo lugar del mercado por las ventas que genera a nivel nacional.

Si bien OTECEL mantiene su posición de líder en la región Sierra del país (56% de participación), en el 2013 su competidor directo, CONECEL, ganó mayor posicionamiento de mercado tanto en la Sierra como en la Costa. En el 2014 OTECEL pierde una porción aún mayor del mercado frente al desempeño de la estatal CNT.

CONECEL S.A., comercializa sus productos y servicios bajo la marca “Claro” y es líder en ventas a nivel nacional, posición que la ha ganado principalmente en la región costa del país (88% de las ventas de la región). CNT cubre una porción minoritaria del mercado de telefonía móvil, sin embargo conserva su liderazgo en telefonía y banda ancha fija.

Gráfico 2



Fuente: OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

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 78% 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.

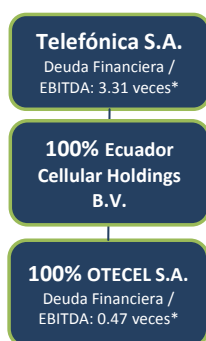
La ventaja competitiva con la que cuentan tanto OTECEL como CONECEL constituye la



facilidad de acceso a nuevas tecnologías, capacitación y soporte técnico al pertenecer a Corporaciones internacionales que se encuentran posicionadas a nivel mundial.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE

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.



*Indicador a dic.2013.

Fuente: Reporte Público Anual Telefónica Auditado 2013, OTECEL S.A.

Elaboración: BWR.

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 y recuperación 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 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 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 el CAPEX proyectado de la empresa: Equipos, Hardware, Implementación, Licencias, Logística, Obra Civil / Adecuaciones, Planeamiento, Software, Soporte; y, Servicios. El 75% de estos rubros corresponden a propiedad, equipo, mobiliario y vehículos, neto, mientras que el 25% restante corresponde a activos intangibles, neto.

Si bien las 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 35%.

Los niveles de endeudamiento se incrementarán en caso de concretarse una distribución de dividendos similar a la histórica, 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.

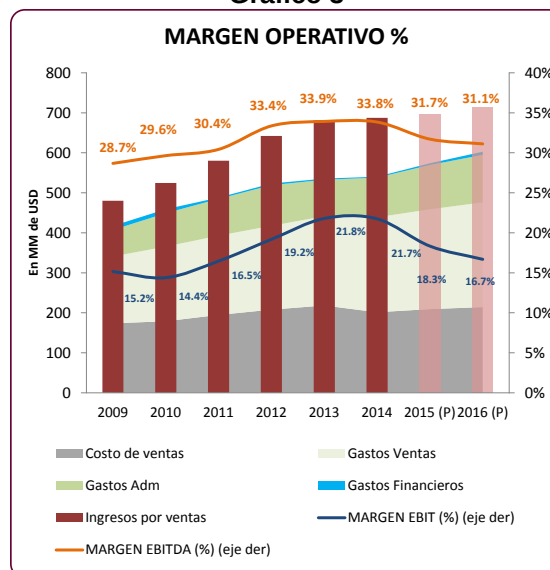
■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: El presente reporte se fundamenta en el análisis 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 diciembre del 2014. En todos los años, 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



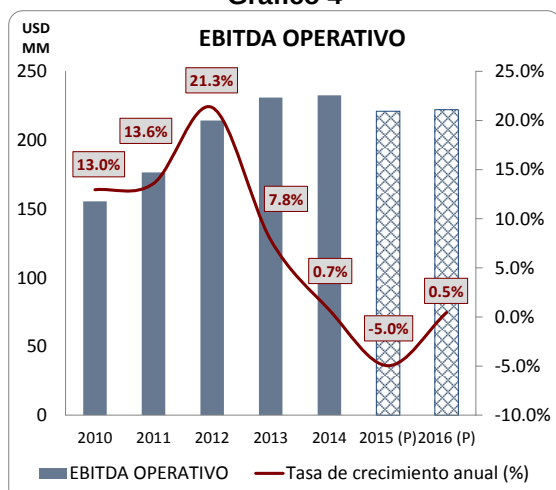
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR.

En el 2014 el crecimiento de las ventas se desaceleró a niveles del 0.93%, cuando históricamente crecían a un ritmo del 10% en promedio, sin embargo la preservación de un margen bruto con tendencia creciente y gastos operativos relativamente controlados permitió la generación de un EBITDA con similar volumen al del año anterior.

Es importante señalar que históricamente la empresa ha conservado márgenes EBITDA y EBIT estables, los mismos que podrían presionarse ligeramente en los próximos años bajo un escenario conservador que proyecta un crecimiento en ventas de entre el 1% y 2.5% y un peso del gasto operativo consistente con los nuevos proyectos en los que la empresa está emprendiendo.

El gasto operativo históricamente absorbe una porción importante de las ventas (49% en promedio), sin embargo los gastos son ampliamente cubiertos gracias a la solidez del margen bruto. El costo del financiamiento es competitivo a la fecha de análisis debido a un menor volumen de deuda financiera en relación a su histórico y dado que el costo está actualmente reajustado en función de tasas de interés internacionales.

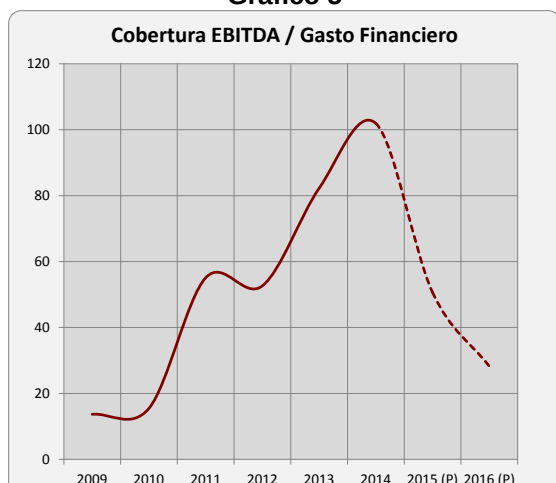
Gráfico 4



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. Por esta razón, si bien la generación de EBITDA podría ser menor en los años 2015 y 2016, se espera que sea suficiente para cubrir los requerimientos operativos de capital de trabajo, los dividendos que se reconocerán a los accionistas y alrededor de un 30% de las inversiones planificadas para CAPEX e intangibles, la diferencia deberá ser financiada mediante deuda bancaria y el fondeo proveniente del mercado de valores.

Gráfico 5



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

OTECEL posee una excelente flexibilidad para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, manteniendo una cobertura histórica de EBITDA/gasto financiero de 54

veces en promedio. Este indicador continuará siendo holgado en los próximos años pero se presionará en relación a los niveles observados actualmente como consecuencia del incremento de la deuda que la empresa requiere para financiar sus inversiones en CAPEX e intangibles.

La rentabilidad de OTECEL sobre activos y patrimonio mejoró sustancialmente a raíz del año 2011, apoyada por el desempeño del margen bruto, una mayor eficiencia operativa y menores gastos financieros.

La utilidad neta del año 2014 continuaría en aumento de no ser por una carga tributaria mayor que presionó los indicadores de rentabilidad netos del período. OTECEL tuvo que provisionar un mayor volumen de impuesto a la renta al finalizar el año 2014 como consecuencia de una nueva disposición del Servicio de Rentas Internas.

Los indicadores de rentabilidad se mantendrán a la baja en los próximos años en vista del entorno menos expansivo esperado. A pesar de esta expectativa, la rentabilidad seguirá siendo atractiva y comparativamente superior a la de otras empresas calificadas en similar categoría.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS	2011	2012	2013	2014
Total Activo Corriente	23%	19%	22%	22%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	6%	3%	6%	8%
CxC Comerciales	12%	12%	12%	10%
Inventarios Neto	3%	3%	2%	2%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	1%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	1%	1%	1%
Total Activo No Corriente	77%	81%	77%	78%
Activo fijo	50%	56%	57%	55%
Activos Intangibles y diferidos	26%	25%	20%	21%
Otras cxc de LP y otros activos	0%	0%	0%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

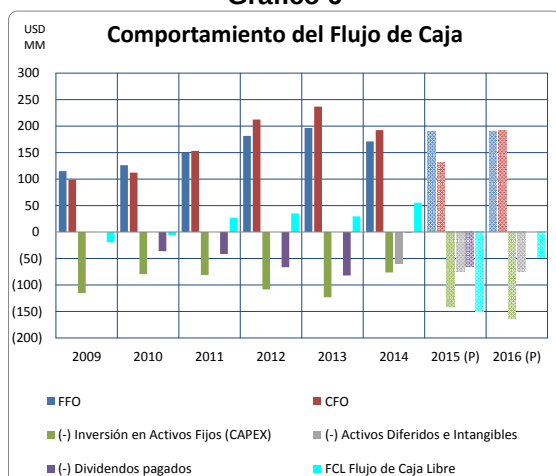
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

PASIVOS	2011	2012	2013	2014
Total Pasivo Corriente	49%	45%	48%	41%
Deuda Financiera CP	15%	7%	6%	1%
Deuda Comercial	20%	24%	28%	30%
Otros Pasivos CP	14%	15%	14%	11%
Total Pasivo LP	9%	7%	6%	5%
PATRIMONIO	43%	48%	46%	54%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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

■ **FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Gráfico 6



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

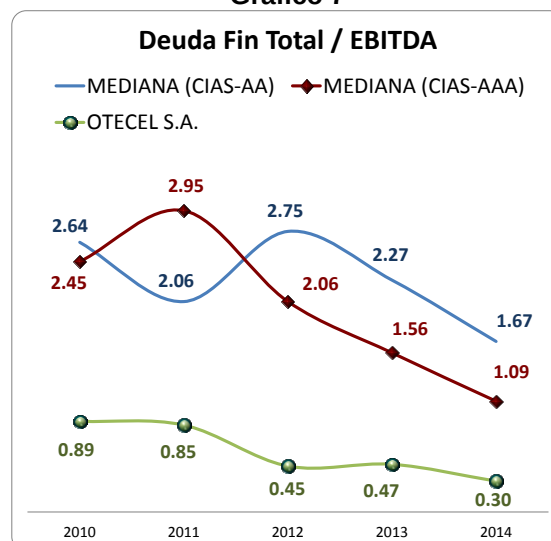
La generación de flujos operativos de la empresa le ha permitido ser prácticamente autosuficiente en su fondeo, lo cual se ve reflejado en la preservación de un flujo de caja libre (FCL) positivo en los últimos cuatro años consecutivos y bajos índices históricos de endeudamiento.

El FCL se proyecta negativo en los años 2015 y 2016 debido a una necesidad mayor de invertir en CAPEX y en activos intangibles que provendrán de la concesión de uso del espectro radioeléctrico, flujo que deberá ser cubierto con los recursos que se están gestionando a través del mercado de valores y deuda bancaria, sin que esto implique un deterioro de los índices de endeudamiento o liquidez.

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.

La estructura de vencimientos del pasivo, con un 77% 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 7



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

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

Deuda Financiera: Vencimientos

OTECEL S.A.	2014	% Part.	2013	% Part.
Pagos corrientes IFIS*	5,796	22.6%	37,685	59.6%
Pagos corrientes MV**	0.00	0.0%	0.00	0.0%
De uno a cinco años	19,897	77.4%	22,739	35.9%
Más de cinco años	0	0.0%	2,843	4.5%
Deuda Financiera total	25,693	100.0%	63,267	100.0%

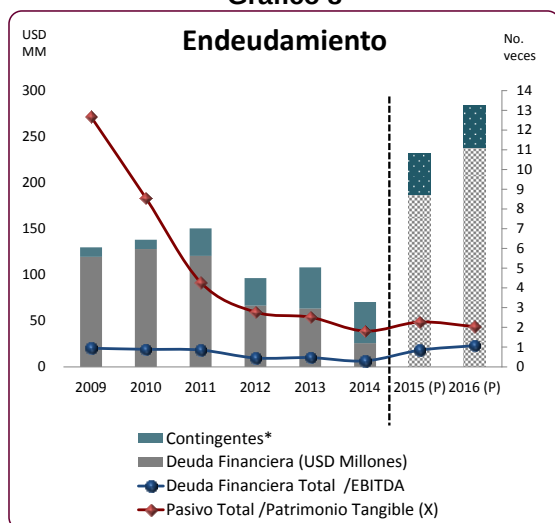
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Elaboración: BWR.

El apalancamiento del 2014 fue de 0.30 veces la generación de EBITDA y 1.81 veces el patrimonio tangible, por debajo de sus promedios históricos debido a que la deuda financiera de corto plazo se redimió casi en su totalidad gracias a un exceso de liquidez coyuntural que benefició a la empresa al cierre del ejercicio. Este comportamiento estuvo apoyado por la decisión de no repartir dividendos en el año 2014.

Cabe indicar que 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.

El leve incremento que tendrán los índices de endeudamiento en los próximos años obedecerá únicamente al financiamiento del CAPEX, pues la variación de capital de trabajo podrá ser cubierta con la generación de flujos propia del negocio; un escenario más conservador de reparto de dividendos ayudaría a estos índices a mantenerse en un rango bajo - moderado.

Gráfico 8



*corresponde a contingentes tributarios y operativos.

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

Proyecciones ajustadas por BWR.

Elaboración: BWR.

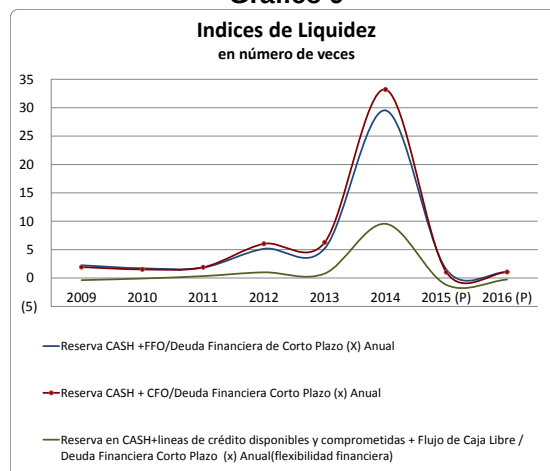
La compañía mantiene cuentas por pagar de corto plazo con proveedores de CAPEX que no tienen costo financiero pero requieren del uso de su flujo de caja operativo. Los indicadores de endeudamiento que se presentan en el gráfico No. 6 no incluyen este rubro, sin embargo incluyéndolo, el índice de deuda sobre EBITDA se presionaría de 0.30 veces (escenario real) a 0.66 veces (escenario sensibilizado). La naturaleza del negocio es de corto plazo, con una cartera comercial que se recupera en 48 días en promedio y un período medio de pago a proveedores de 60 días.

La cartera comercial representa únicamente entre un 10% a 12% de los activos totales de OTECEL y su riesgo de crédito está parcialmente cubierto mediante provisiones. El 18.8% de la cartera bruta está vencida por un tiempo superior a 60 días. El volumen de la cartera disminuye en el 2014 como consecuencia de una venta realizada en el período por USD 8MM.

A la fecha de análisis, OTECEL mantiene la totalidad de su deuda financiera en dólares americanos contratada con 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.

■ Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



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

Proyecciones ajustadas por BWR.

Elaboración: BWR.

En el 2014 OTECEL se benefició de un exceso de liquidez coyuntural que le permitió cerrar el año con una caja 1.5 veces mayor a la del año anterior e incluso precancelar una parte de su deuda financiera de corto plazo. Los índices de liquidez de los últimos cuatro años se han mantenido holgados y superiores a la mediana de empresas calificadas en la categoría de AA y AAA.

OTECEL se expone a un bajo riesgo de refinanciamiento de su deuda de corto plazo, que en todo caso se mitiga parcialmente gracias a 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.

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.

La generación de flujos es suficiente para cubrir dichos requerimientos de capital de trabajo generando históricamente CFO positivo y con holgura de cubrir las necesidades de inversión en CAPEX y los dividendos reconocidos a los accionistas cuando ha sido el caso.



Las presiones previstas en el EBITDA bajo un escenario proyectado de bajo crecimiento en ventas y la ejecución de inversiones en CAPEX superiores a las históricas van a requerir del uso parcial de la liquidez 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**

Fecha de corte	dic-14
Activo Líquido (USD M)	56,976
Activo Ajustado (USD M)	523,537
Activo Total (USD M)	699,366

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	105,240.20	105,240.20	0.54	4.97
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	105,240.20	0.54	4.97
3era	Deuda sin garantía específica de balance	260,997.95	366,238.15	0.16	1.43
TOTAL		366,238.15	366,238.15	0.16	1.43

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

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 13% del patrimonio de la empresa (a dic-2014), cumpliendo con lo estipulado en la Ley del Mercado de Valores.

BWR realiza el cálculo de cobertura en función del saldo en libros de los activos de OTECEL a la fecha de corte, restado las cuentas por cobrar a relacionadas de corto y largo plazo, cuentas por cobrar a empleados u accionistas, pagos anticipados, intangibles, diferidos y en general otros activos menores.

Resguardos

La emisión de papel comercial propuesta, no contempla el cumplimiento de resguardos adicionales a los que establece la Ley.

Los resguardos de Ley deberán cumplirse a partir de la autorización de la oferta pública, hasta la redención total de los valores; dichos resguardos se detallan a continuación:

- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1).
- Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación.

El Emisor, OTECEL S.A., está solicitando la aprobación de la Superintendencia de Compañías para establecer como resguardo un indicador de liquidez o circulante que sea calculado en función del flujo de fondos que genera la empresa. Es importante indicar que la definición de este resguardo no cambiaría el criterio de calificación asignada.

▪ **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)

Resumen de Resultados

Ventas	479,928	524,412	580,319	642,190	681,053	687,380
% crecimiento	n/d	9.3%	10.7%	10.7%	6.1%	0.9%
MARGEN BRUTO (%)	63.8%	65.9%	66.5%	67.6%	68.0%	70.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	137,626	155,451	176,571	214,232	231,006	232,647
MARGEN EBITDA (%)	28.7%	29.6%	30.4%	33.4%	33.9%	33.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	137,626	155,451	176,571	214,232	231,006	232,647
MARGEN EBITDAR (%)	28.7%	29.6%	30.4%	33.4%	33.9%	33.8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	72,736	75,448	95,513	123,148	148,399	149,458
MARGEN EBIT (%)	15.2%	14.4%	16.5%	19.2%	21.8%	21.7%
Gasto Financiero del período	-10,059	-10,035	-3,205	-4,069	-2,809	-2,283
Impuestos a la renta	-12,548	-19,249	-23,964	-28,716	-31,651	-59,228
UTILIDAD NETA	50,012	46,087	68,740	91,191	113,867	87,947

Resumen Balance

Caja y Equivalentes de Caja	11,111	13,905	33,438	13,508	37,999	56,976
Capital de Trabajo	-28,265	-4,849	-29,352	-49,814	-84,953	-123,869
Cuentas por Cobrar Comerciales	64,588	66,081	65,481	62,493	79,982	68,320
Inventarios	23,039	25,401	16,102	14,902	11,784	14,494
Cuentas por Pagar Proveedores	115,892	96,331	110,935	127,209	176,719	206,684
Deuda Financiera Total	119,562	127,942	120,542	66,513	63,267	25,693
Deuda Financiera Total Ajustada	129,732	138,112	150,296	96,333	108,014	70,440
Otros Pasivos	100,353	106,369	82,585	87,314	95,915	89,114
Patrimonio	195,095	205,161	232,531	257,946	290,372	377,875
Patrimonio Tangible	27,313	39,832	80,262	111,988	151,251	202,046

Resumen Flujo de Caja

EBITDA OPERATIVO	137,626	155,451	176,571	214,232	231,006	232,647
(-) Gasto Financiero del período	-10,059	-10,035	-3,205	-4,069	-2,809	-2,283
(-) Impuesto a la renta del período	-12,548	-19,249	-23,964	-28,716	-31,651	-59,228
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	115,019	126,167	149,402	181,447	196,546	171,136
(-) Variación Capital de Trabajo	-16,325	-14,072	3,809	31,035	40,267	21,315
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	98,694	112,095	153,211	212,482	236,813	192,450
(+) ingresos no operativos	0	0	396	828	0	0
(-) egresos no operativos	-117	-77	0	0	-72	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-2,636	-2,845	-3,849	-3,171	-1,988	-373
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-36,197	-41,478	-66,468	-82,072	0
(-) otras diferencias patrimoniales	0	0	0	0	0	-1,169
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-115,145	-79,424	-81,090	-108,343	-123,098	-76,477
(-) Activos Diferidos e Intangibles	0	0	0	0	0	-59,078
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-19,204	-6,448	27,190	35,328	29,583	55,353
Margen de Flujo de Caja Libre %	-4.0%	-1.2%	4.7%	5.5%	4.3%	8.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	18,498	8,380	-7,400	-54,029	-3,246	-37,574
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1,113	862	-257	-1,229	-1,846	1,198
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	407	2,794	19,533	-19,930	24,491	18,977
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	10,704	11,111	13,905	33,438	13,508	37,999

Indicadores

FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12.43	13.57	47.62	45.59	70.97	75.96
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.43	13.57	47.62	45.59	70.97	75.96
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	13.68	15.49	55.09	52.65	82.24	101.90
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	13.68	15.49	55.09	52.65	82.24	101.90
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing)	10.81	12.17	48.80	53.22	85.31	85.30
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.16	0.12	0.04	0.10	0.07	0.28
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	0.86	1.41	1.89	1.96	1.92	2.52

Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.94	0.89	0.85	0.45	0.47	0.30
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.86	0.80	0.66	0.39	0.30	0.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	40%	40%	39%	27%	27%	16%

Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.24	1.71	1.84	5.15	5.22	29.53
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.92	1.52	1.89	6.03	6.28	33.20
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.37)	(0.09)	0.34	1.00	0.79	9.55
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.35)	(0.08)	0.33	0.97	0.74	9.76
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.35)	(0.08)	0.33	0.97	0.74	31.32
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.37)	(0.09)	0.34	1.00	0.79	31.12



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.