

Calificación Papel Comercial
 Segundo 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

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 otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. Una calificación de ‘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”.

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, utilizada en toda la operación de habla hispana. La casa matriz tiene 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.

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.

Desde el 2015 la gestión operativa de OTECEL ha estado influenciada de forma importante por la aplicación desde mediados de abril de una estrategia agresiva de precios, que genera una disminución de ingresos por ventas en el corto plazo y una reducción del margen bruto. La empresa espera que esta estrategia le permita ganar mayor participación de mercado y que en el futuro se refleje en mayores consumos debido a una mayor propensión al uso del celular.

En los años 2015 y 2016 la empresa requerirá mayor endeudamiento para invertir en CAPEX y en activos intangibles provenientes del pago de la concesión de uso del espectro radioeléctrico de la red 4G. Este flujo se ha cubierto hasta la fecha de corte con los recursos provenientes del mercado de valores y deuda bancaria, sin que esto implique un deterioro significativo de los índices de deuda.

Resumen Financiero

OTECEL S.A.	2014	jun-15
Activos	672.6	809.5
Ventas*	688.8	673.0
Margen EBITDA (%)	33.9%	32.3%
ROA (%) *	13.0%	9.1%
Deuda /Capitalización (%)	21.6%	33.5%
CFO / Deuda Fin CP (X)	34.0	0.8
Reserva cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	10.0	(2.6)
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	0.5	1.1

* Indicador a junio anualizado
 (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

Andrés F Crespo, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 113
acrespo@bwratings.com

FECHA COMITE: Agosto 31, 2015

ESTADOS FINANCIEROS A: junio 30, 2015

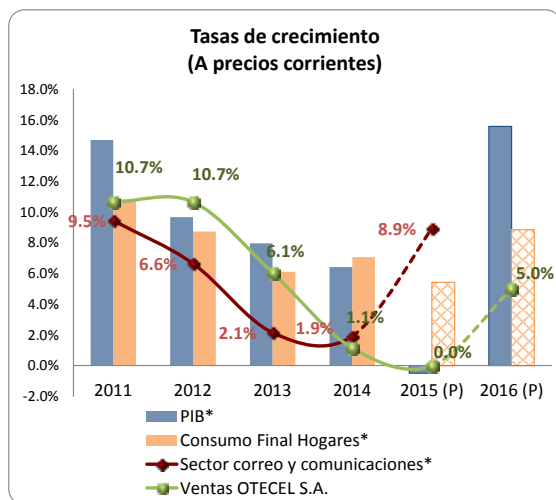
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch Ratings considera que son confiables. BankWatch Ratings no audita 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. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Tercera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Monto Original:	USD 50 MM
Número autorización SIC:	SCVS.IRQ.DRMV.2015.0736
Fecha Aprobación SIC:	09-abril-2015
Fecha Vencimiento:	29-marzo-2017
Monto Programa:	50,000,000
Monto en Circulación:	16,600,000
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.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



* Banco Central del Ecuador.
Fuente: Estados Financieros auditados y proyecciones OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

El comportamiento de las telecomunicaciones en Ecuador está directamente influenciado por las regulaciones, además de que el sector es sensible a los ciclos económicos del país a los niveles de consumo en los hogares y al desempleo. Esto se debe especialmente al segmento de prepago el cual representa el 74.2% de las líneas activas por voz y datos.

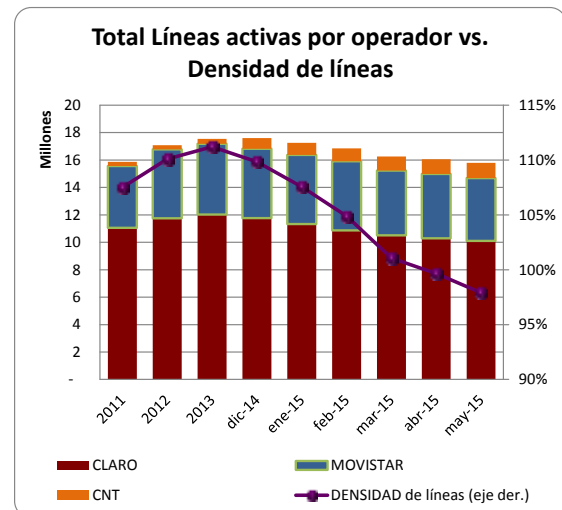
El mercado de telefonía celular en el Ecuador tiene fuertes barreras de entrada, y está compuesta por dos participantes privados de inversión extranjera (CONECCEL y OTECEL) y una empresa local de carácter estatal (CNT), la cual ha ido ganando participación en los

últimos años. No obstante las operadoras privadas sostienen una mayor cobertura gracias al número de radiobases instaladas y a un mejor posicionamiento en el mercado.

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. Para finales del 2014 había más líneas móviles activas que habitantes, sin embargo este porcentaje se ha reducido en lo que va del 2015 por la depuración de las bases de clientes de las telefónicas, por las altas regulaciones que han desacelerado las ventas en el ámbito privado desde 2013 y también por el menor crecimiento macroeconómico del país.

Actualmente hay 15.8 millones de líneas móviles frente a 16.1 millones de habitantes a nivel nacional, lo que representa el 97.9% de densidad frente a 110.09% en 2012. La telefonía móvil genera aproximadamente el 65% de los ingresos que percibe el sector de correo y comunicaciones. En términos generales dicho sector constituye el 2.19% del PIB según información del Banco de la República a Diciembre de 2014.

Gráfico 2



Fuente: Estadísticas ARCOTEL. Infraestructura del sector.
Elaboración: BWR

Por otro lado es importante mencionar que el nuevo marco legal aumenta los costos operativos y endurece las sanciones en el 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. Por último, se aprecia una fuerte competencia de mercado 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 que permitirá mejorar el servicio que ofrecen a sus usuarios. Si bien COMEX prorrogó la normativa de cupos de la importación de celulares, amplía dicho cupo en USD 40 millones para diciembre de 2015.

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

El posicionamiento de la empresa estatal CNT mejoró notablemente de 4.4% en 2014 a 7.1% a mayo del 2015 y se espera una tendencia creciente. Esto se debe en parte al mayor acceso que CNT ha tenido al espectro radioeléctrico concedido por el Estado. Dicha participación que ha ganado CNT la perdió principalmente Claro, en 2.87 puntos porcentuales, quedando con el 64% del mercado. Por otro lado Movistar tuvo un aumento en 0.21 pp y posee el 28.9% del total de líneas activas a nivel nacional (A mayo 2015).

Cabe mencionar que en febrero del 2015 se aprobó la Ley Orgánica de Telecomunicaciones 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%. A la fecha de corte, la única afectada directamente es CONECEL, que a través de la marca Claro mantiene el liderazgo medido por cantidad de líneas activas y facturación

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.

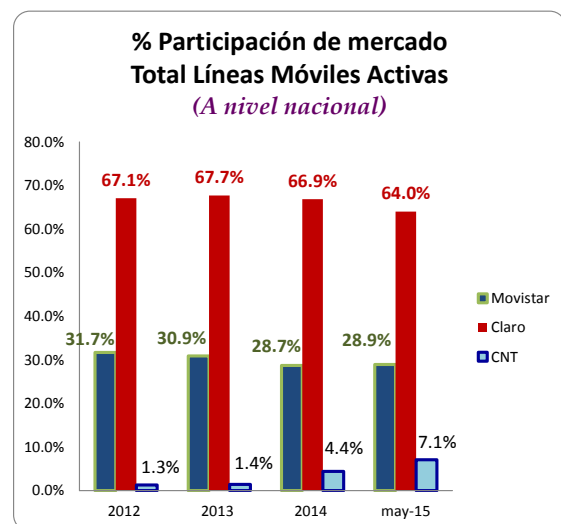
La industria se expone a un riesgo tecnológico importante por lo que requiere inversiones intensivas en capital, cuya recuperación es de largo plazo. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar 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. En Octubre de 2004 OTECEL pasa a manos de Movistar de España que a su vez compró en otros países latinoamericanos otras franquicias de BellSouth. Esta compañía se dedica principalmente a la prestación de servicios de telefonía celular, que junto a los servicios de larga distancia representan el 83.3% de los ingresos de la compañía.

A pesar de que la empresa estatal CNT cubre una porción minoritaria del mercado de telefonía móvil (7.1%), posee un amplio liderazgo en telefonía y banda ancha fija. CONECEL S.A., que comercializa sus productos bajo la marca “Claro” y OTECEL, poseen juntos el 92.9% del mercado nacional.

Gráfico 3



Fuente: Estadísticas ARCOTEL. Infraestructura del sector. BWR. 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 74% de las líneas activas del



mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes prepago. OTECEL S.A. actualmente emplea a 1425 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**



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 estable. Dicha calificación, que fue ratificada en junio del 2015, 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. 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 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.

Si bien las inversiones en CAPEX mantendrán una tendencia creciente en los próximos años, tomando en cuenta además la inversión extraordinaria de USD 150 millones para el espectro radioeléctrico, esperamos que la posición de endeudamiento de OTECEL continúe siendo conservadora, con una relación de deuda financiera sobre capitalización en niveles inferiores al 35%. Este comportamiento estará apoyado en la expectativa de un reparto de dividendos menor a lo ejecutado históricamente por la empresa.

En 2014 no se pagaron dividendos y estimamos probable que en 2015 tampoco se lo haga. El monto de pago de dividendos es

definido por el accionista cada año y puede variar en el tiempo debido a por ejemplo, la coyuntura macroeconómica, nuevos proyectos estratégicos, resultados operativos de la empresa, regulaciones locales, entre otros factores. Los niveles de endeudamiento se incrementarían en caso de concretarse una distribución de dividendos mayor a la contemplada, sin embargo se esperaría que la empresa mantenga su flexibilidad financiera.

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 a la capacidad de pago del emisor al momento. Las principales instancias de gobierno corporativo como son el Directorio, el cual está conformado por miembros de diferentes nacionalidades y la Gerencia General están compuestas por profesionales calificados, con experiencia relevante para el negocio.

En OTECEL no se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas laborales. De acuerdo al informe de auditoría externa del 2014, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario se encuentra al día, se determina mediante valuaciones actuariales y lo estipulado en el código de trabajo. Por su lado el cálculo de los beneficios a empleados a largo plazo lo realiza un actuario externo calificado, usando variables y estimaciones de mercado de acuerdo a la metodología del cálculo actuarial.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

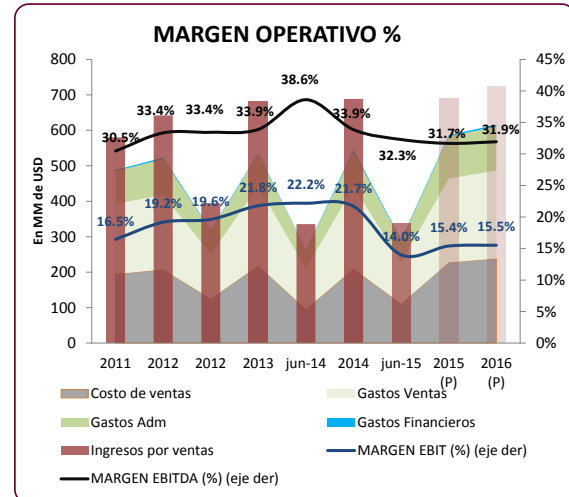
Presentación de Cuentas: El presente reporte se fundamenta en el análisis de los estados financieros históricos de OTECEL S.A. (años 2010 al 2014), auditados por la firma Ernst & Young y estados financieros directos al 30 de junio del 2015. En todos los años, los auditores externos emiten su informe 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 4



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

Para finales de 2014 las ventas aumentaron en 1.14%, cuando históricamente crecían a un ritmo del 10% en promedio. Para junio de 2015 las ventas han crecido tan solo en un 0.3% respecto a junio del año anterior y se espera que para finales del presente año no exista un aumento en ventas.

El comportamiento de las ventas en los dos últimos años ha estado influenciado por mayores restricciones a la importación de equipos y a una mayor competencia de la compañía estatal CNT, la cual se benefició por ser la primera en tener la tecnología 4G-LTD y pudo aprovechar todo el cupo adicional para importar 266,044 celulares con tecnología 4G-LTD. Adicionalmente, 2015 presenta un entorno macroeconómico más complejo.

Desde el 2015 la gestión operativa de OTECEL ha estado influenciada de forma importante por la aplicación desde mediados de abril de una estrategia agresiva, que consiste en extender indefinidamente la promoción de 2x1 en la compra de minutos para prepago, incluidas las llamadas a todas las operadoras nacionales.

Este cambio estructural genera una disminución de ingresos por ventas en el corto plazo y una reducción del margen bruto

que hasta junio es de 4.5% y para diciembre podría llegar a 5.5%, principalmente por el aumento del costo de interconexión. El menor ingreso de esta línea de negocios se compensa hasta junio con mayores ingresos por la venta de terminales (equipos celulares), que tienen un margen menor.

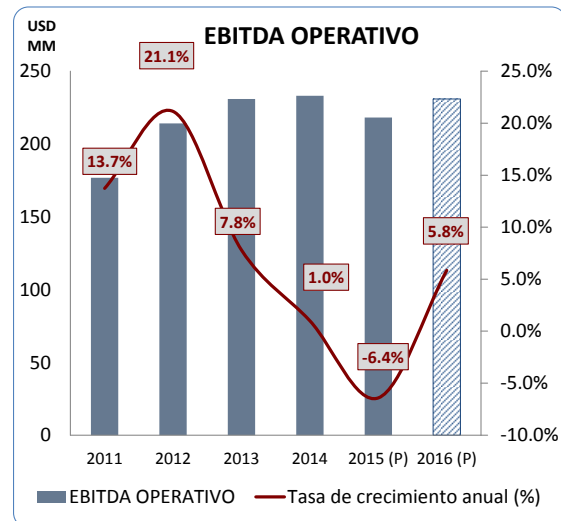
La empresa espera que esta estrategia le permita ganar mayor participación de mercado y que en el futuro se refleje en mayores consumos debido a una mayor propensión al uso del celular.

Además del cambio estructural antes anotado, se espera que el impulso que OTECEL está dando a la línea de servicios digitales tenga resultados positivos en el mediano plazo.

Aunque en 2014 la compañía obtuvo un margen EBIT muy similar al del 2013, para 2015 dicho margen ha caído considerablemente en un 29.01%. Esto se debe principalmente a la reducción del margen bruto antes indicado y a un aumento en 56.9% de los gastos administrativos provocados por el gasto de amortización de la inversión de USD 150 MM en el derecho de uso del espectro radioeléctrico de la red 4G.

El acceso de la compañía a fondeo internacional de bajo costo contribuye con la generación de utilidad neta positiva, que por los motivos explicados cayó de USD 57.25 millones en junio de 2014 a USD 33.80 millones a junio de 2015. Se proyecta que la utilidad neta a finales de este año llegue casi a USD 69 MM; USD 15.82 millones menor que en el 2014. El costo del financiamiento es competitivo, estimado en 5%, porcentaje reajustado en función de tasas de interés internacionales.

Gráfico 5



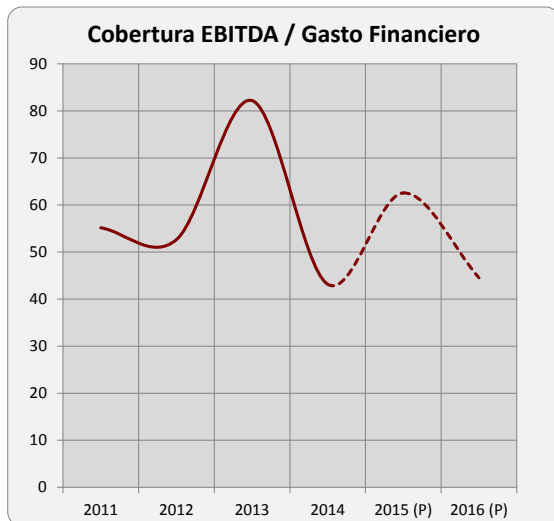
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR.

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que en los próximos años será menos expansivo y de una estructura de costos que resulta difícil diluir. Además, el margen EBITDA también se presionará en 2015 por un menor margen bruto.

Si en este año no se pagan dividendos, el EBITDA sería suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo y alrededor de un 100% de las inversiones planificadas para CAPEX (sin tomar en cuenta intangibles). No obstante, el pago de USD 75mm por el uso del espectro 4G fue financiado mediante deuda bancaria, fondeo proveniente del mercado de valores y su propia caja.

OTECEL posee una alta flexibilidad para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 53.7 veces. Se espera que este indicador continúe siendo holgado en los próximos años aunque menor, como consecuencia de mayor endeudamiento.

Gráfico 6



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

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. Los indicadores de rentabilidad caen en el 2015, comportamiento que se mantendrá a la baja en los próximos años en vista del entorno macroeconómico esperado y los proyectos estratégicos de la compañía. A pesar de esta expectativa, la rentabilidad seguirá siendo elevada y comparativamente superior a la de otras empresas calificadas en similar categoría.

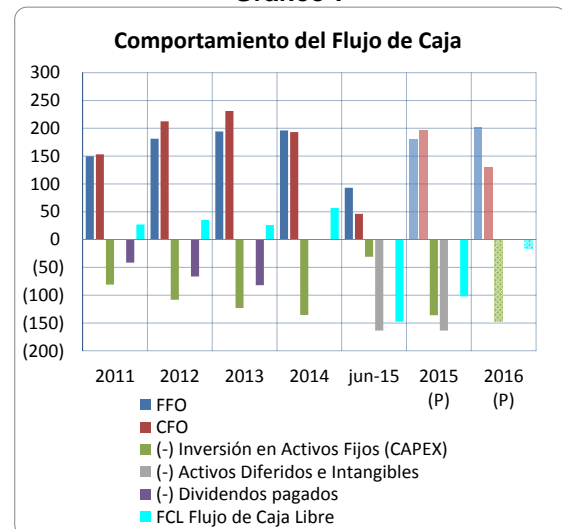
▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS	2012	2013	2014	jun-15
Total Activo Corriente	19%	22%	25%	16%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	3%	6%	9%	1%
CxC Comerciales	12%	12%	10%	9%
Inventarios Neto	3%	2%	2%	3%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	1%	0%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	1%	1%	1%	2%
Total Activo No Corriente	81%	77%	75%	84%
Activo fijo	56%	57%	57%	48%
Activos Intangibles y diferidos	25%	20%	18%	32%
Otras cxc de LP y otros activos	0%	0%	0%	5%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVOS	2012	2013	2014	jun-15
Total Pasivo Corriente	45%	48%	39%	46%
Deuda Financiera CP	7%	6%	1%	14%
Deuda Comercial	24%	28%	27%	26%
Otros Pasivos CP	15%	14%	12%	6%
Total Pasivo LP	7%	6%	5%	4%
PATRIMONIO	48%	46%	56%	51%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100.0%	100.0%

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

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 7



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 el mantenimiento de un flujo de caja libre (FCL) positivo en los últimos cuatro años y en 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 provenientes del pago de la concesión de uso del espectro radioeléctrico de la red 4G, y a una menor generación operativa. Este flujo se ha cubierto hasta la fecha de corte con los recursos provenientes del mercado de valores y deuda bancaria, sin que esto implique un deterioro significativo de los índices de deuda.

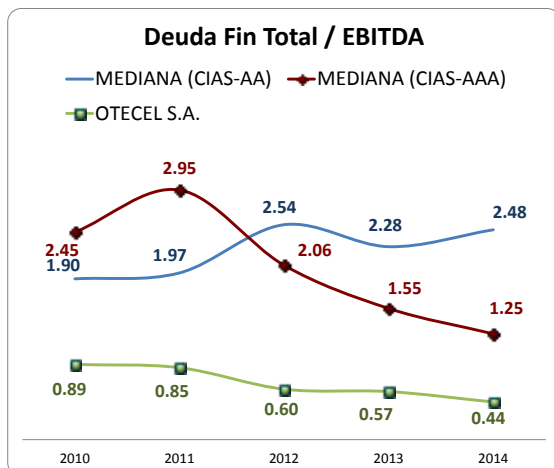
Los bajos índices de endeudamiento de OTECEL representan una fortaleza frente a otras empresas emisoras del mercado de valores, pues reflejan una posición conservadora de la Administración y le brindan a la compañía flexibilidad financiera para mitigar los riesgos de su industria.

En 2014 la estructura de vencimientos del pasivo, con un 94% de la deuda financiera a redimirse en el mediano y largo plazo, sumado a una relativa estabilidad del margen EBITDA, contribuyó a reforzar esta flexibilidad financiera y dio mayor holgura a la posición de liquidez. No obstante en lo que va del año la deuda financiera de corto plazo se incrementó en USD 106 MM ya que tuvieron

que pagar los 75 millones al Estado ecuatoriano como primera cuota del espectro radioeléctrico. En 2016 el emisor deberá realizar el pago de los 75 millones restantes.

Con base en esta información se proyecta para 2015 y 2016 una mayor concentración de la deuda financiera en el corto plazo, que a junio del presente año representa el 54%. La evolución de este indicador dependerá en parte de las negociaciones que logre la compañía principalmente con instituciones financieras del exterior. Es importante tomar en cuenta que a pesar de este aumento y de que el apalancamiento respecto al EBITDA pasó de 0.44 en 2014 a 0.95 veces (jun-2015), el endeudamiento de la empresa está por debajo del empresas con calificaciones similares y 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 8



*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.

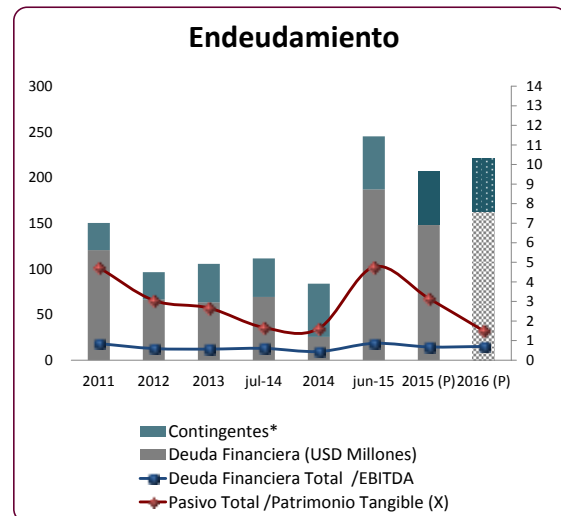
Deuda Financiera: Vencimientos

OTECEL S.A.	2014	% Part.	Jun-15	% Part.
Pagos corrientes IFIS	5,685	22.2%	95,094	73.9%
Pagos corrientes MV	0.00	0.0%	16,600	12.9%
De dos a cinco años	19,897	77.8%	17,055	13.2%
Deuda Financiera total	25,582	100.0%	128,749	100.0%

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

El leve incremento del endeudamiento obedecerá únicamente al financiamiento del CAPEX (incluyendo intangibles), 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 ayudará a estos indicadores a mantenerse en un rango bajo.

Gráfico 9



*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 42 días en promedio, un inventario que se hace efectivo en un promedio de 30 días y un período medio de pago a proveedores de 60 días.

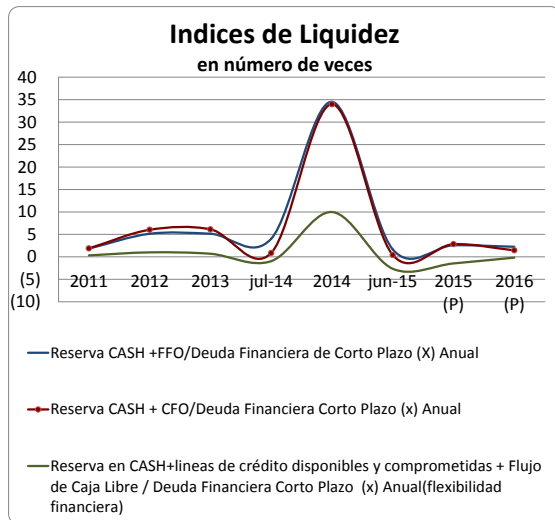
La compañía mantiene cuentas por pagar de corto plazo con proveedores de CAPEX que no tienen costo financiero pero requieren del uso de su flujo de caja operativo. Los indicadores de endeudamiento que se presentan en el gráfico No. 9 no incluyen este rubro, sin embargo incluyéndolo, el índice de deuda financiera total ajustada sobre EBITDA se presionaría de 0.86 veces (escenario real) a 1.26 veces (escenario sensibilizado).

La cartera comercial representa únicamente entre un 9% a 10% de los activos totales de OTECEL y su riesgo de crédito está parcialmente cubierto mediante provisiones. El 25.3% 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 9.4MM, sin embargo para finales de 2015 creemos que dicho volumen aumentará nuevamente.

A la fecha de análisis, OTECEL mantiene el 42.88% de su deuda financiera en dólares americanos contratada con instituciones financieras del exterior. Este hecho generaría en parte una exposición cambiaria en caso de una desdolarización de la economía ecuatoriana, escenario que es poco probable en el corto plazo.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**

Gráfico 10



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 que le permitió cerrar el año con una caja 1.5 veces mayor a la del año anterior e incluso precancelar una buena parte de su deuda financiera de corto plazo. Esto se debió a que la compañía decidió acumular mayores reservas como preparación al pago que hicieron al Estado en 2015 por USD 75 millones, además de que tampoco se pagaron dividendos como se mencionó anteriormente. En el 2016 se realizará el pago de los USD 75 millones restantes del espectro: USD 37.5 MM en enero y USD 37.5 MM en diciembre.

Para 2015 y 2016 las presiones en el EBITDA y el pago del nuevo espectro provocarán un flujo de caja operativo insuficiente para cubrir las necesidades de CAPEX e intangibles y a pesar de que no se espera un pago de dividendos este año, OTECEL tendrá un FCL negativo para estos dos años.

Por su lado la disminución proyectada en el EBITDA anteriormente explicada afecta directamente el FFO, el cual es un componente importante para analizar la liquidez de la empresa.

Si bien los índices de liquidez históricamente han sido holgados, en el primer semestre del 2015 la empresa requirió liquidez, lo cual fue cubierto con nuevo financiamiento, que cubriría las necesidades de este año. Para el 2016 la empresa requeriría nuevamente aumentar su deuda financiera en aproximadamente USD 14 MM, situación que

se mitiga parcialmente por 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.

Si bien la liquidez de la economía ecuatoriana se ha contraído en este año, el riesgo de refinanciamiento de OTECEL se mitiga adicionalmente por el soporte de su casa matriz.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

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, el programa de papel comercial representa únicamente el 12% del patrimonio de la empresa (a jun-2015), cumpliendo con lo estipulado en la Ley del Mercado de Valores.

Fecha de corte	dic-14	jun-15
Activo Líquido (USD M)	57,405	11,977
Activo Ajustado (USD M)	528,252	498,956
Activo Total (USD M)	672,571	809,517

jun-15					
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	92,434.51	92,434.51	0.13	5.40
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	92,434.51	0.13	5.40
3era	Deuda sin garantía específica de balance	365,112.43	457,546.94	0.03	1.09
TOTAL		457,546.94	457,546.94	0.03	1.09

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

Los activos ajustados representan 6.32 veces los pasivos del primer nivel de prelación que son: pasivos tributarios, empleados e IESS. En el segundo y en tercer nivel de prelación se encuentra la deuda con garantía y sin garantía respectivamente, donde esta última está cubierta por los activos ajustados en 1.13 veces.

Es preciso mencionar que para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total, los activos diferidos y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.



A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento. Dicho esto, se aprecia un incremento en la morosidad de la cartera comercial.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 16% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Los activos fijos y otros activos no corrientes participan con 53%, y cuya capacidad de ser liquidados así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado. El 32% restante corresponde a activos intangibles, que corresponden principalmente a los derechos de la concesión como operador de telefonía celular y el derecho de uso del nuevo espectro de la red 4G.

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:

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

El indicador de liquidez circulante se calculará mediante el indicador *Flujo de Caja Operativo Anual / Deuda Financiera de Corto Plazo*.

De acuerdo a la certificación suscrita por el Emisor, este se encuentra cumpliendo con los resguardos de 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-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Jun-15
Resumen de Resultados						
Ventas	524,412	580,319	642,190	681,053	688,828	336,496
% crecimiento	9.3%	10.7%	10.7%	6.1%	1.1%	-2.3%
MARGEN BRUTO (%)	65.9%	66.5%	67.6%	68.0%	69.5%	66.9%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	155,451	176,802	214,172	230,887	233,192	108,670
MARGEN EBITDA (%)	29.6%	30.5%	33.4%	33.9%	33.9%	32.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	155,451	176,802	214,172	230,887	233,192	108,670
MARGEN EBITDAR (%)	29.6%	30.5%	33.4%	33.9%	33.9%	32.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	75,448	95,513	123,148	148,399	149,442	47,112
MARGEN EBIT (%)	14.4%	16.5%	19.2%	21.8%	21.7%	14.0%
Gasto Financiero del período	-10,035	-3,205	-4,069	-2,809	-5,403	-2,667
Impuestos a la renta	-19,249	-23,964	-28,716	-31,651	-59,398	-10,640
UTILIDAD NETA	46,087	68,740	91,191	113,867	84,651	33,805

Resumen Balance

Caja y Equivalentes de Caja	13,905	33,438	13,508	37,999	57,405	11,977
Cuentas por Cobrar Comerciales	66,081	65,481	62,493	79,982	71,915	75,470
Inventarios	25,401	16,102	14,902	11,784	14,492	20,507
Cuentas por Pagar Proveedores	96,331	110,935	127,209	176,719	178,883	208,333
Deuda Financiera Total	127,942	120,542	66,513	63,267	25,582	128,749
Deuda Financiera Total Ajustada	138,112	150,296	96,333	105,475	83,756	186,923
Otros Pasivos	149,006	119,537	87,314	95,915	92,357	79,346
Patrimonio	205,161	232,531	257,946	290,372	375,749	410,145
Patrimonio Tangible	39,832	80,262	111,988	151,251	231,430	99,584

Resumen Flujo de Caja

EBITDA OPERATIVO	155,451	176,802	214,172	230,887	233,192	108,670
(-) Gasto Financiero del período	-10,035	-3,205	-4,069	-2,809	-5,403	-2,667
(-) Impuesto a la renta del período	-19,249	-23,964	-28,716	-33,934	-31,601	-12,897
(-) 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)	126,167	149,633	181,387	194,144	196,188	93,106
(-) Variación Capital de Trabajo	-14,072	3,578	31,095	36,919	-3,067	-46,820
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	112,095	153,211	212,482	231,063	193,121	46,285
(+) ingresos no operativos	0	396	828	0	10	0
(-) egresos no operativos	-77	0	0	-72	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-2,845	-3,849	-3,171	295	-825	588
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-36,197	-41,478	-66,468	-82,072	0	1
(-) otras diferencias patrimoniales	0	0	0	0	0	3
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-79,424	-81,090	-108,343	-123,098	-135,506	-31,018
(-) Activos Diferidos e Intangibles	0	0	0	0	-52	-163,714
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-6,448	27,190	35,328	26,116	56,748	-147,856
Margen de Flujo de Caja Libre %	-1.2%	4.7%	5.5%	3.8%	8.2%	-43.9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8,380	-7,400	-54,029	-3,246	-37,685	103,167
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	862	-257	-1,229	1,621	343	-738
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	2,794	19,533	-19,930	24,491	19,406	-45,428
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	11,111	13,905	33,438	13,508	37,999	57,405

Indicadores

FFO/Intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	13.57	47.69	45.58	70.11	37.31	35.91
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	13.57	47.69	45.58	70.11	37.31	35.91
EBITDAR/cargos fijos (gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	15.49	55.16	52.64	82.20	43.16	40.75
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.49	55.16	52.64	82.20	43.16	40.75
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing)	12.17	48.80	53.22	83.26	36.74	18.35
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.12	0.04	0.10	0.07	0.49	0.05
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.41	1.89	1.96	1.88	1.43	1.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.89	0.85	0.60	0.57	0.44	0.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.80	0.66	0.53	0.40	0.20	0.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	40%	39%	33%	31%	22%	31%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.71	1.84	5.15	5.15	34.51	1.67
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.52	1.89	6.03	6.13	33.97	0.83
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.09)	0.34	1.00	0.69	9.98	(2.65)
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	(0.08)	0.33	0.97	0.74	10.04	(2.65)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.08)	0.33	0.97	0.74	10.04	(2.65)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.09)	0.34	1.00	0.69	9.98	(2.65)



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 de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.