

Calificación Papel Comercial
Tercer Seguimiento

OTECEL S.A.

Calificación:

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

Resumen Financiero

OTECEL S.A.	2014	2015
Activos	672.6	838.8
Ventas*	688.8	683.0
Margen EBITDA (%)	33.9%	30.0%
ROA (%) *	13.0%	5.0%
Deuda /Capitalización (%)	21.6%	32.6%
CFO / Deuda Fin CP (X)	34.0	0.4
Reserva cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	10.0	(1.2)
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	0.5	1.3

* Indicador a junio anualizado
(X) Indicador en Número de veces

(X) Indicador en veces

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.

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 gestión operativa de la empresa durante el 2015, se vio afectada principalmente por la situación de su entorno operativo. Los resultados operativos y netos se redujeron de manera importante en relación a lo histórico y no se espera que se recuperen en el corto plazo. Sin embargo estos siguen siendo atractivos para sus inversionistas y mejores que los de otras empresas con la misma calificación.

Además de una generación menor, los flujos estuvieron presionados por requerimientos extraordinarios relacionados al financiamiento de cuentas por cobrar, de retenciones judiciales, de inversiones en activos fijos y el pago por el uso del espectro radioeléctrico. Esto implicó la incorporación de deuda financiera, a pesar de lo cual se mantiene un bajo endeudamiento en relación a la generación.

A partir del próximo año se espera ir reduciendo deuda ya que no se proyectan requerimientos extraordinarios de flujos operativos ni inversiones en CAPEX o tecnología más allá de aquellas que regularmente se realizan en cada período. El riesgo de refinanciamiento en este caso se limita por la flexibilidad financiera de la empresa, por su prestigio como riesgo de crédito y por el soporte de su casa matriz, todo lo cual le permite acceder a alternativas de financiamiento tanto localmente como en el mercado internacional.

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

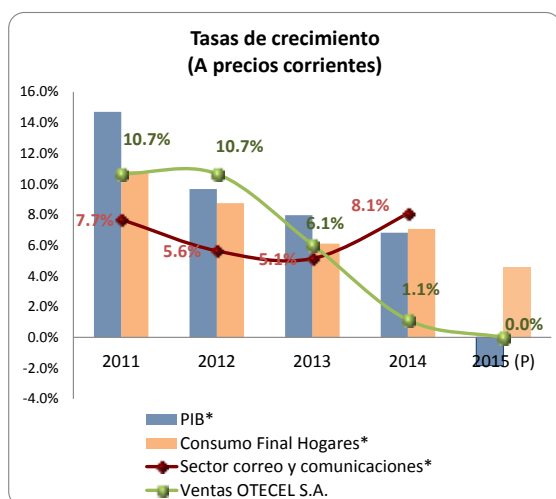
Andrés F Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

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 sector de las telecomunicaciones en Ecuador está altamente regulado y por lo tanto su comportamiento está directamente influenciado por las distintas normas que se emiten, además el sector es sensible a los ciclos económicos del país, a los niveles de consumo en los hogares que a su vez están influenciados por el grado de desempleo. Esto se confirma especialmente en el segmento de prepago el cual representa el 69% de las líneas activas por voz y datos.

El mercado de telefonía celular en el Ecuador tiene fuertes barreras de entrada, pero es muy competitivo; está compuesto por dos participantes privados de inversión extranjera (CONECEL 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

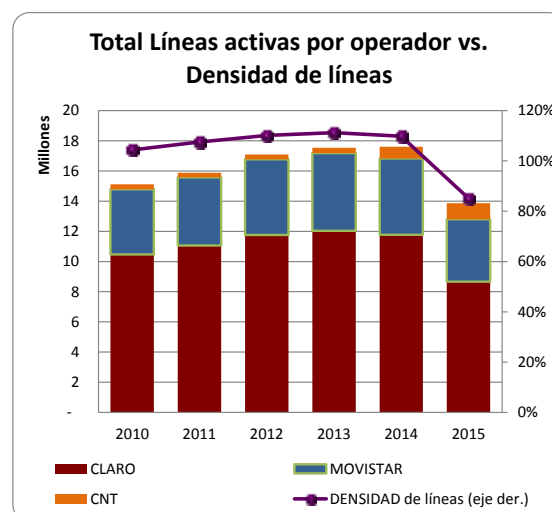
sostienen una mayor cobertura gracias al número de radiobases instaladas y a un mejor posicionamiento en el mercado. La cobertura, la calidad del servicio y el precio determinan la elección de los consumidores.

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 las estadísticas mostraban más líneas móviles activas que habitantes, sin embargo este porcentaje se redujo notablemente en el 2015 debido principalmente a la depuración de las bases de clientes de las telefónicas, quienes pagan tributos de acuerdo a su participación de mercado a partir del 2015. Por otro lado, la maduración paulatina del mercado y el menor crecimiento macroeconómico del país han desacelerado las ventas en la telefonía celular privada desde el 2013.

El país cerró el año pasado con 3,7 millones de líneas menos en la telefonía celular. Según datos publicados por la Agencia de Regulación y Control de las Telecomunicaciones (Arcotel), el número de líneas activas registradas en este segmento cayó drásticamente de 17,6 millones en el 2014 a 13,8 al cierre del año pasado. Esto representa el 85.14% de densidad frente a 111.20% en 2013. El año 2015 fue el primero desde 2010 en que la densidad de líneas activas sobre la población total fue menor al 100%.

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 2.16% del PIB según información del Banco Central del Ecuador a Diciembre de 2014.

Gráfico 2



Fuente: Estadísticas ARCOTEL. Densidad de líneas activas.

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. Sin embargo cabe destacar que en este año el cupo de importación de celulares sube un 18%. En este monto se incluyen las compras que pueden realizar personas naturales.¹

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 ha permitido el uso de una tecnología actualizada que logrará mejorar el servicio que ofrecen a sus usuarios.

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.

Por otro lado el posicionamiento de la empresa estatal CNT mejoró notablemente de 4.4% en 2014 a 7.7% a diciembre 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 4.40 puntos porcentuales, quedando con el 62.5% del mercado. Por otro lado Movistar tuvo un aumento en 1.10 puntos porcentuales y posee el 29.8% del total de líneas activas a nivel nacional (A diciembre 2015).

Como se menciona anteriormente, 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%.

La nueva Ley establece el reemplazo de todas las instituciones autónomas de control que existían hasta la fecha por una sola, la Agencia de Regulación y Control de las Telecomunicaciones (ARCOTEL), 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.

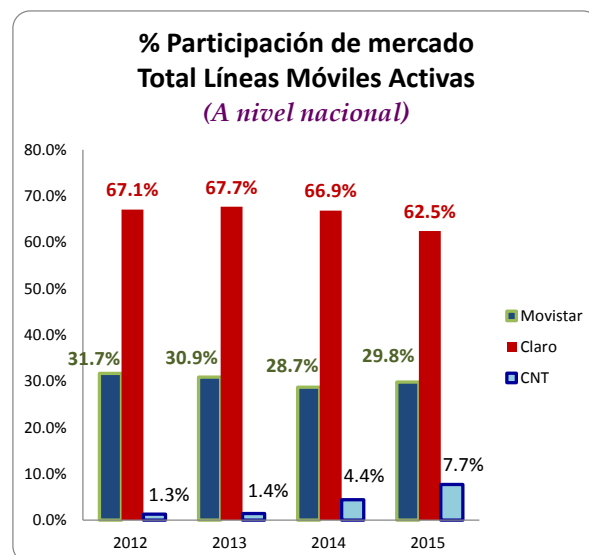
La industria se expone a un riesgo tecnológico importante por lo que requiere inversiones intensivas en capital, cuya recuperación es de largo plazo. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar 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 (7.7%), 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 92.3% 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 68.38% de las líneas activas del mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes prepago. Por otro lado los planes pospago han tenido un crecimiento sostenido desde el año 2008

¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/cupo-importaciones-celulares-subida-ecuador.html>

y actualmente representan el 31.22% del total de líneas activas versus un 17.42% en 2012.

OTECEL S.A. actualmente emplea a 1432 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 a más de tener la capacidad económica para dar soporte a la operación local, tendría la apertura de hacerlo.

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.

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 2015 no se pagaron dividendos y estimamos que dependiendo del flujo de caja libre generado para finales del 2016, se paguen dividendos proporcionales. El monto de pago de dividendos es definido por el accionista cada año dependiendo de la coyuntura macroeconómica, de nuevos proyectos estratégicos programados, de regulaciones locales, entre otros factores, pero principalmente de la generación de flujos de la empresa. OTECEL cuenta con un gobierno corporativo sólido, soportado en experiencias de gestión y dirección del Grupo Telefónica S.A., además de conocimiento técnico, la inclusión de aplicaciones tecnológicas comunes a nivel regional, políticas de control de riesgos en cuanto a límites de endeudamiento y un manejo corporativo de la tesorería.

Consideramos que los órganos administrativos del

emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación 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.

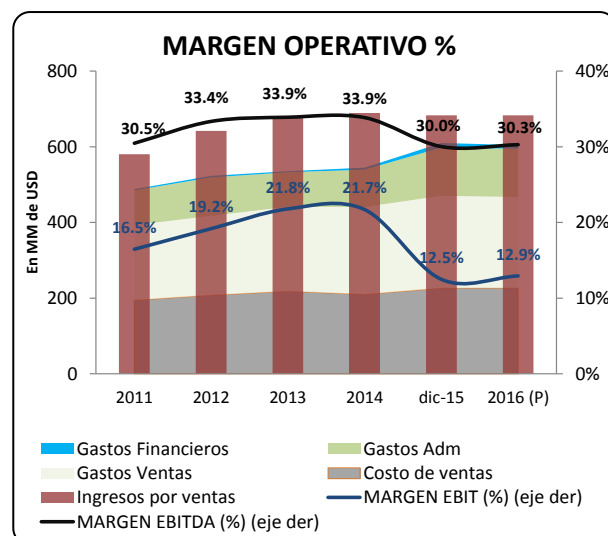
PERFIL FINANCIERO

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 31 de diciembre 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. En diciembre del 2015 las ventas se contraen en 0.84%. Esto se dio principalmente por una disminución de 5.76% en su negocio principal (servicios de telefonía celular), en consecuencia del complicado entorno macroeconómico. No obstante existieron algunos mitigantes que hicieron que las ventas totales no caigan en mayor porcentaje. Entre estos el negocio de venta de teléfonos y accesorios se incrementó con respecto a 2014.

Cabe mencionar que las restricciones a la importación de equipos no fue un factor determinante en el 2015 ya que OTECEL vendió menos que el límite de cupos establecido. Por otro lado, la estrategia agresiva de 2X1 en la compra de minutos para prepago y pospago a todas las operadoras, contribuyó al sostenimiento de las ventas. Adicionalmente los planes pospago tuvieron un aumento con respecto al año anterior.

Tomando en cuenta las estrategias que planea la compañía y un entorno macroeconómico complejo se prevé que para finales del presente año no exista un crecimiento en ventas.

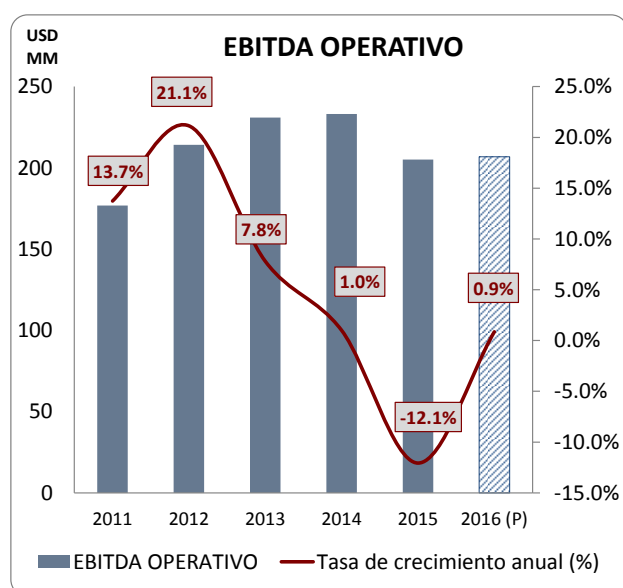
En cuanto al margen bruto es importante resaltar que desde mediados de marzo del 2015 la gestión operativa de OTECEL ha estado influenciada de forma importante por la aplicación de la estrategia de 2x1. Este cambio estructural pretende generar mayor volumen de ventas a costa de una reducción del margen bruto, principalmente por el aumento del costo de interconexión. La disminución de este margen a dic-2015 fue de 2.7 puntos porcentuales o 4.72% en términos de dólares. La empresa espera que la estrategia de 2X1 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 2016 esta estrategia se mantendrá de manera más selectiva.

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 en dólares ha caído considerablemente en un 42.47%. Esto se debe principalmente al pausado crecimiento en ventas, a la reducción del margen bruto antes indicado y a un aumento del gasto operativo en 13%. Debe mencionarse que el importante (USD60MM) gasto de amortización del año sobre la inversión de USD 150 MM en el derecho de uso del espectro radioeléctrico de la red 4G, fue compensado con la reducción de otros gastos administrativos, a pesar de lo cual estos crecieron en casi 30% equivalente a USD29MM.

Gráfico 5

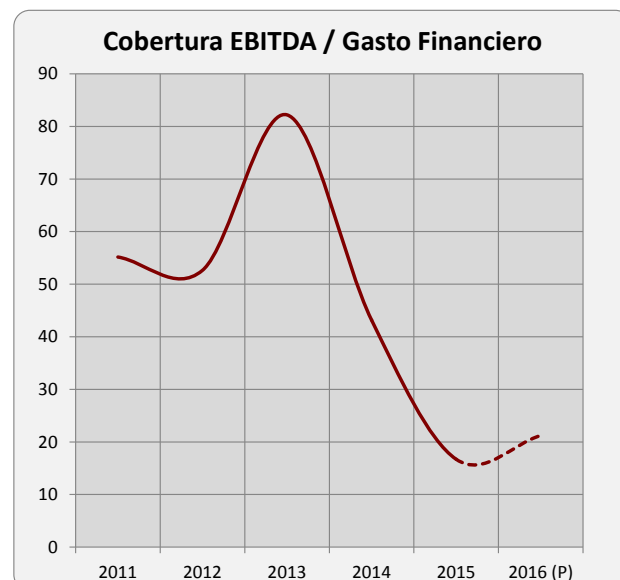


Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR.

Particularmente en este análisis, debe tomarse en cuenta que el desempeño del EBITDA no refleja toda la caída del EBIT ya que se sostiene en buena parte por las depreciaciones y amortizaciones que son importantes. En el 2015, estos gastos no desembolsables representaron el 58.43% del EBITDA. En todo caso, la caída del EBITDA en el 2015 fue del 12.1% como muestra el gráfico que precede. Para el año 2016, se esperaría un EBIT y un EBITDA similares a los del 2015, considerando una reducción en la estructura operativa. Es importante mencionar que el gasto financiero en este periodo se incrementa notablemente debido al financiamiento requerido para el pago del uso

del espectro radioeléctrico. Este gasto a pesar de que crece no representa un rubro importante en relación a los ingresos operativos y se esperaría que se reduzcan para el 2016.

Gráfico 6



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

El gráfico anterior muestra que OTECEL mantiene alta flexibilidad para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero, que históricamente ha estado cubierto por el EBITDA en promedio en 68.9 veces. Este indicador se redujo a 16.7 veces como consecuencia de un mayor endeudamiento y una menor generación. A pesar de esta caída el indicador sigue siendo holgado y se espera una leve recuperación para el presente año tomando en cuenta menores gastos financieros.

Por otro lado el gasto de impuesto a la renta del 2015 aumenta en casi 18 puntos porcentuales en relación a los ingresos operativos, esto obedece a que la empresa se acogió a la amnistía tributaria planteada por el SRI. Por estos y los demás motivos explicados en párrafos anteriores, la utilidad neta cayó en un 51.3% con respecto a diciembre del año anterior. (USD 84.65 MM dic-2014 vs. USD 41.26 MM dic-2015).

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.

El ROE anual ha mantenido una tendencia decreciente desde el 2014 y en el 2015 se reduce a 9.97% de 25.42% en 2014. Se esperaría que en este año dicho indicador se recupere ligeramente pero no a los niveles históricos. A pesar de la expectativa a corto y/o mediano plazo, el negocio

sigue siendo interesante para los inversionistas tomando en cuenta los ingresos adicionales que perciben a través de cargos administrativos y regalías, los mismos que se incluyen en los gastos administrativos. Adicionalmente, la rentabilidad seguirá siendo comparativamente superior a la de otras empresas calificadas en similar categoría.

Estructura del Balance

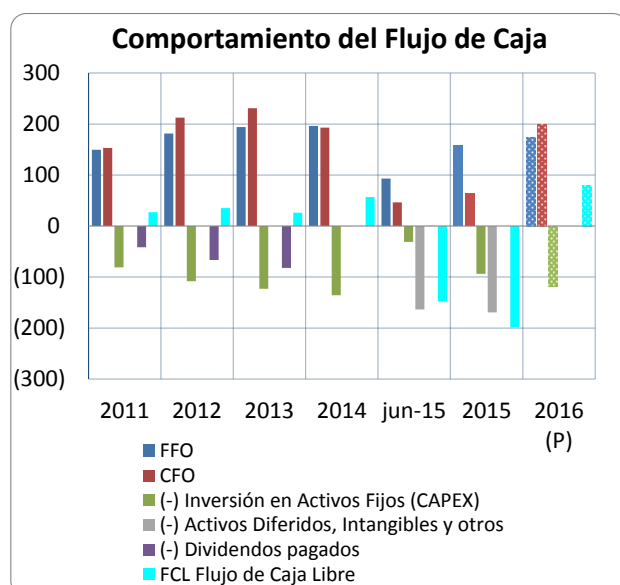
ACTIVOS	2012	2013	2014	2015
Total Activo Corriente	19%	22%	25%	16%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	3%	6%	9%	2%
CxC Comerciales	12%	12%	10%	11%
Inventarios Neto	3%	2%	2%	2%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	1%	0%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	1%	1%	1%	1%
Total Activo No Corriente	82%	78%	75%	84%
Activo fijo	56%	57%	57%	50%
Activos Intangibles y diferidos	25%	20%	18%	28%
Otras cxc de LP y otros activos	1%	0%	0%	6%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

PASIVOS	2012	2013	2014	2015
Total Pasivo Corriente	45%	48%	39%	47%
Deuda Financiera CP	7%	6%	1%	20%
Deuda Comercial	24%	28%	27%	20%
Otros Pasivos CP	15%	14%	12%	7%
Total Pasivo LP	7%	6%	5%	3%
PATRIMONIO	48%	46%	56%	50%
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 mantener históricamente un

endeudamiento bajo y ser prácticamente autosuficiente en su fondeo entre el 2011 y el 2014, lo cual se ve reflejado en la producción de un flujo de caja libre (FCL) positivo después del pago de dividendos (hasta el 2013) e inversión en CAPEX, el cual le ha permitido ir reduciendo deuda financiera. El flujo para el pago de deuda financiera en el 2014, se generó gracias a que en ese año no se pagaron dividendos a los accionistas.

En el 2015 el FCL fue negativo en USD 198.9 MM debido a varias razones: menor generación de EBITDA, pago de impuestos mayor al de años anteriores, variación negativa del capital de trabajo para financiar cuentas comerciales por cobrar y retenciones judiciales lo que se refleja en la contracción del CFO (ver gráfico anterior); adicionalmente se requirió de flujos para cubrir las inversiones en CAPEX y en activos intangibles relacionados principalmente al uso del espectro radioeléctrico. En el 2015, en consistencia con las políticas corporativas no se distribuyeron dividendos.

El flujo requerido se ha cubierto hasta la fecha de corte con los recursos provenientes del mercado de valores y deuda (incluye bancaria y financiamiento del estado). La deuda financiera de la empresa en relación a su generación sigue manteniéndose en niveles bajos y no se prevé incrementos en el futuro cercano en función de las proyecciones. En relación al patrimonio los indicadores de deuda se han presionado pero no implican mayor riesgo en este caso.

Se esperaría que en el 2016, la empresa no requiera de flujos extraordinarios como en el 2015 y que su generación operativa sea suficiente para hacer las inversiones requeridas en CAPEX; de obtenerse flujos positivos se pagarían dividendos y/o se reduciría 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.

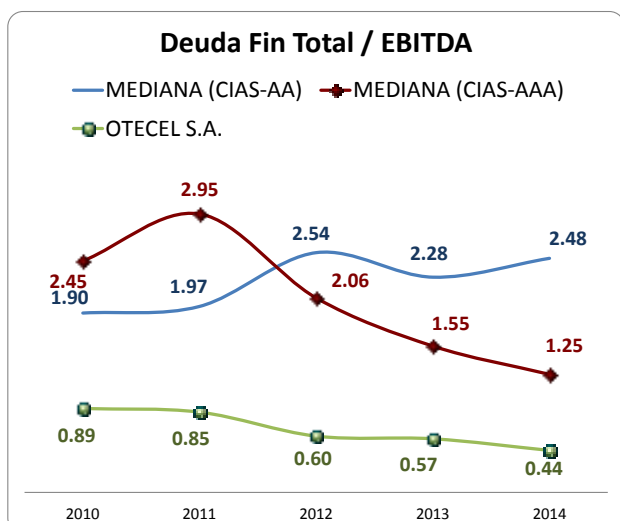
En 2014 la estructura de vencimientos del pasivo, con un 94% de la deuda financiera a redimirse en el mediano y largo plazo, sumado a una relativa estabilidad del margen EBITDA, contribuyó a reforzar la flexibilidad financiera de la compañía. Sin embargo a diciembre 2015, la deuda financiera de corto plazo se incrementó en USD 162 MM. Adicionalmente el 9.1% del total de la deuda corresponde al pago de la emisión del papel comercial, el cual se vence en el corto plazo.

Deuda Financiera: Vencimientos

OTECEL S.A.	2014	% Part.	2015	% Part.
Pagos corrientes IFIS y Estado	5,685	22.2%	151,201	83.1%
Pagos corrientes MV	0.00	0.0%	16,600	9.1%
De dos a cinco años	19,897	77.8%	14,212	7.8%
Deuda Financiera total	25,582	100.0%	182,013	100.0%

Como consecuencia de lo explicado en el párrafo anterior, la estructura de vencimientos del pasivo se concentró un 92.2% en el corto plazo, lo cual le resta holgura en su posición de liquidez. La evolución de este indicador dependerá en parte de las negociaciones que logre la compañía principalmente con instituciones financieras del exterior.

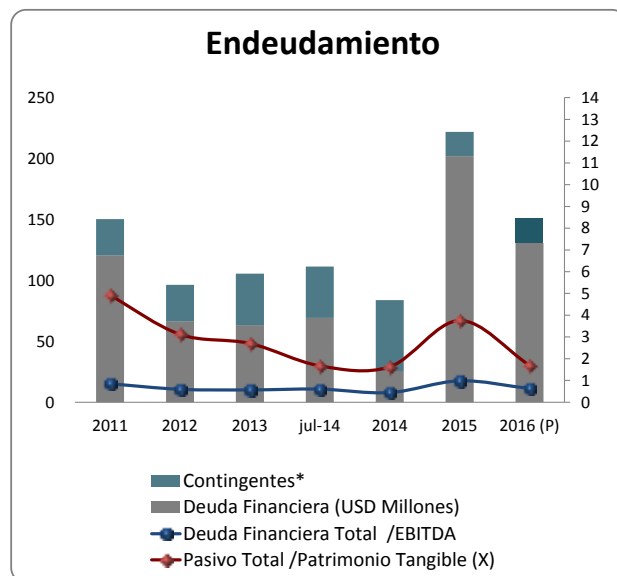
Gráfico 8



*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.

El gráfico anterior muestra que los indicadores de deuda en relación a la generación, de OTECEL, comparan favorablemente a otras empresas calificadas en AAA.

Gráfico 9



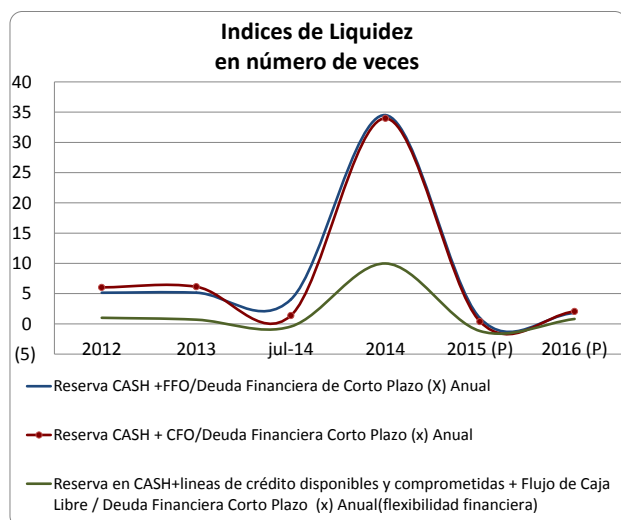
*Corresponde a contingentes tributarios y operativos.
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Proyecciones ajustadas por BWR.
Elaboración: BWR.

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. 9 no incluyen este rubro, sin embargo incluyéndolo, el índice de deuda financiera total ajustada sobre EBITDA se presionaría de 0.98 veces (escenario real) a 1.31 veces (escenario sensibilizado).

La cartera comercial representa únicamente entre un 10.6% de los activos totales de OTECEL y su riesgo de crédito está parcialmente cubierto mediante provisiones. El 14.4% de la cartera comercial bruta está vencida por un tiempo superior a 60 días. Como se mencionó anteriormente el volumen de la cartera aumenta en el 2014 como consecuencia de un aumento de las facturas pendientes de formalizar que ascienden a USD 32.71 MM. Consideramos que esta se reducirá para finales de 2015 entre un 11% a 14%.

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.

Es claro que los índices de liquidez se presionaron en el 2015, sin embargo una vez terminado el pago de la inversión del espectro radioeléctrico se espera que estos vayan recuperándose en los próximos años en vista de que no se esperan inversiones extraordinarias.

En el 2016 se realizará el pago de los USD 75 millones restantes del espectro: USD 37.5 MM en febrero y USD 37.5 MM en diciembre. Actualmente la compañía ya posee los USD 75 MM para este pago, los cuales fueron desembolsados mediante endeudamiento a mediano plazo con un organismo internacional. Es claro que este hecho fortalece su posición de liquidez en un mercado nacional de liquidez contraída. Las necesidades de refinanciamiento de la deuda durante el 2016, serían de entre un 50% o 60% de la deuda de corto plazo bajo las perspectivas previsibles en este momento.

En este caso el riesgo de refinanciamiento o requerimientos adicionales de liquidez, se ve suavizado por la flexibilidad financiera y solvencia económica de OTECEL S.A., por su prestigio como sujeto de crédito y por el soporte de su casa matriz.

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

Fecha de corte	dic-14	dic-15
Activo Líquido (USD M)	57,405	14,362
Activo Ajustado (USD M)	526,827	542,509
Activo Total (USD M)	672,571	838,849

dic-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	74,574.17	74,574.17	0.16	6.69
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	74,574.17	0.16	6.69
3era	Deuda sin garantía específica de balance	441,179.47	515,753.64	0.02	0.97
TOTAL		515,753.64	515,753.64	0.02	0.97

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

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.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 0.97 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a 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 previsibles al momento.

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 56%, 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 28% 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.

En función del certificado con corte a diciembre del 2015 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos del papel comercial calificado.

Por último hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con el valor en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

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

OTECCEL 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-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Resumen de Resultados					
Ventas	580,319	642,190	681,053	688,828	683,012
% crecimiento	10.7%	10.7%	6.1%	1.1%	103.0%
MARGEN BRUTO (%)	66.5%	67.6%	68.0%	69.5%	66.8%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	176,802	214,172	230,887	233,192	205,055
MARGEN EBITDA (%)	30.5%	33.4%	33.9%	33.9%	30.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	176,802	214,172	230,887	233,192	205,055
MARGEN EBITDAR (%)	30.5%	33.4%	33.9%	33.9%	30.0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	95,513	123,148	148,399	149,442	85,241
MARGEN EBIT (%)	16.5%	19.2%	21.8%	21.7%	12.5%
Gasto Financiero del período	-3,205	-4,069	-2,809	-5,403	-12,277
Impuestos a la renta	-23,964	-28,716	-31,651	-59,398	-31,711
UTILIDAD NETA	68,740	91,191	113,867	84,651	41,253

Resumen Balance

Caja y Equivalentes de Caja	33,438	13,508	37,999	57,405	14,362
Cuentas por Cobrar Comerciales	65,481	62,493	79,982	71,915	88,611
Inventarios	16,102	14,902	11,784	14,492	15,806
Cuentas por Pagar Proveedores	110,935	127,209	176,719	178,883	167,291
Deuda Financiera Total	120,542	66,513	63,267	25,582	182,013
Deuda Financiera Total Ajustada	150,296	96,333	105,475	83,756	201,945
Otros Pasivos	119,537	87,314	95,915	92,357	86,155
Patrimonio	232,531	257,946	290,372	375,749	417,602
Patrimonio Tangible	77,445	109,607	149,332	230,005	121,263

Resumen Flujo de Caja

EBITDA OPERATIVO	176,802	214,172	230,887	233,192	205,055
(-) Gasto Financiero del período	-3,205	-4,069	-2,809	-5,403	-12,277
(-) Impuesto a la renta del período	-23,964	-28,716	-33,934	-31,601	-34,121
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	149,633	181,387	194,144	196,188	158,658
(-) Variación Capital de Trabajo	3,578	31,095	36,919	-3,067	-95,077
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	153,211	212,482	231,063	193,121	63,581
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	396	828	0	10	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-72	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-3,849	-3,171	295	-825	593
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-41,478	-66,468	-82,072	0	2
(-) otras diferencias patrimoniales	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-81,090	-108,343	-123,098	-135,506	-93,669
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-52	-169,487
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	27,190	35,328	26,116	56,748	-198,983
Margen de Flujo de Caja Libre %	4.7%	5.5%	3.8%	8.2%	-29.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-7,400	-54,029	-3,246	-37,685	156,431
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-257	-1,229	1,621	343	-498
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	19,533	-19,930	24,491	19,406	-43,050
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	13,905	33,438	13,508	37,999	57,405

Indicadores

FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	47.69	45.58	70.11	37.31	13.92
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	47.69	45.58	70.11	37.31	13.92
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	55.16	52.64	82.20	43.16	16.70
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	55.16	52.64	82.20	43.16	16.70
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing	48.80	53.22	83.26	36.74	6.18
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.04	0.10	0.07	0.49	0.07
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.89	1.96	1.88	1.43	0.68

Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.85	0.60	0.57	0.44	0.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.66	0.53	0.40	0.20	0.91
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	39%	33%	31%	22%	33%

Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.84	5.15	5.15	34.51	0.95
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.89	6.03	6.13	33.97	0.38
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.34	1.00	0.69	9.98	(1.19)
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	0.33	0.97	0.74	10.04	(1.19)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.33	0.97	0.74	10.04	(1.19)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.34	1.00	0.69	9.98	(1.19)

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.