



Papel Comercial
Quinto Seguimiento

OTECEL S.A.

Calificación:

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

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

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

OTECEL S.A.	2015	oct-16
Activos	850.6	855.3
Ventas	680.3	517.5
Margen EBITDA (%)	29.9%	30.4%
ROA (%) *	5.1%	2.9%
Deuda /Capitalización (%)	28.7%	31.7%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.7	0.4
Reserva cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	(1.2)	(0.3)
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	1.1	1.3

(x) Indicador en Número de veces

Contactos:

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

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

Fundamento de la Calificación

El Comité de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de “AAA” al Tercer 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 se ha visto afectada principalmente por la situación de su entorno operativo. Los resultados operativos y netos se redujeron en relación a lo histórico y no se espera que se recuperen en el mediano 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.

La empresa es generalmente generadora de un flujo de caja libre positivo antes de dividendos. Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por la flexibilidad financiera de la empresa, por su imagen en el mercado 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.

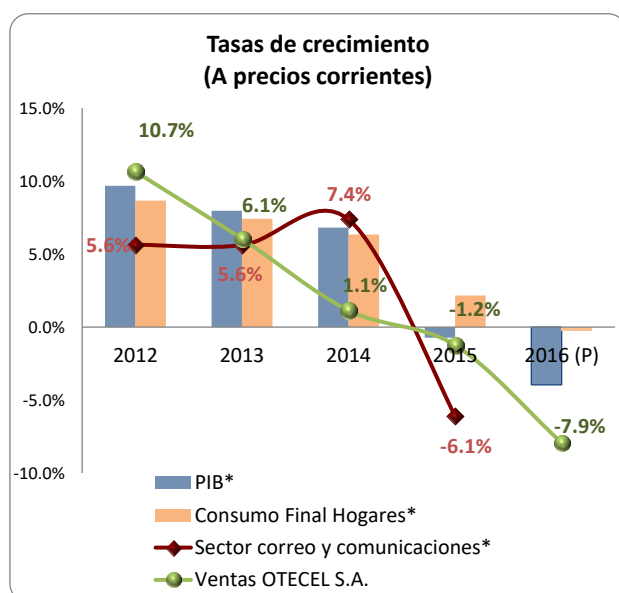


CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

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:	40,000,000
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

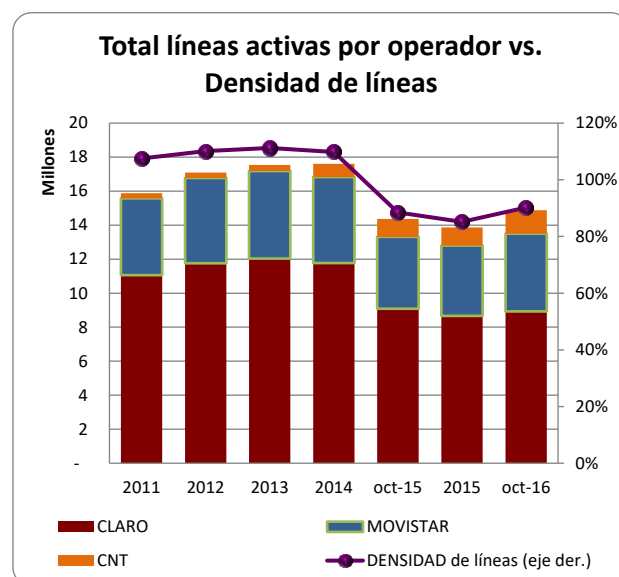
privados de inversión extranjera (CONECEL y OTECEL) y una empresa local de carácter estatal (CNT), la cual ha ido ganando participación en los últimos años. No obstante las operadoras privadas sostienen una mayor cobertura gracias al número de radiobases instaladas y a un mejor posicionamiento en el 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 año 2015 fue el primero desde 2010 en que la densidad de líneas activas sobre la población total fue menor a 100%. No obstante a octubre-2016 el total de líneas activas se ha incrementado frente a octubre-2015. Además, el número de líneas telefónicas ha crecido en mayor proporción que el número de habitantes, por lo que, como se puede apreciar en el gráfico 2, la densidad sube a 88.6%.

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 2.3% del PIB según información del Banco Central del Ecuador a diciembre de 2015.

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 a Movistar.

Por otro lado el posicionamiento de la empresa estatal CNT mejoró notablemente de 4.4% en 2014 a 9.3% a octubre 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 ha perdido principalmente Claro, la cual hasta octubre del 2016 perdió 3.5 puntos porcentuales (anuales). De esta manera, Claro posee el 60% del mercado. Movistar tuvo un aumento en 1.2 puntos porcentuales de oct-2015 a oct-2016 y posee el 30.7% del total de líneas activas a nivel nacional.

Como se mencionó 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 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 está integrado por

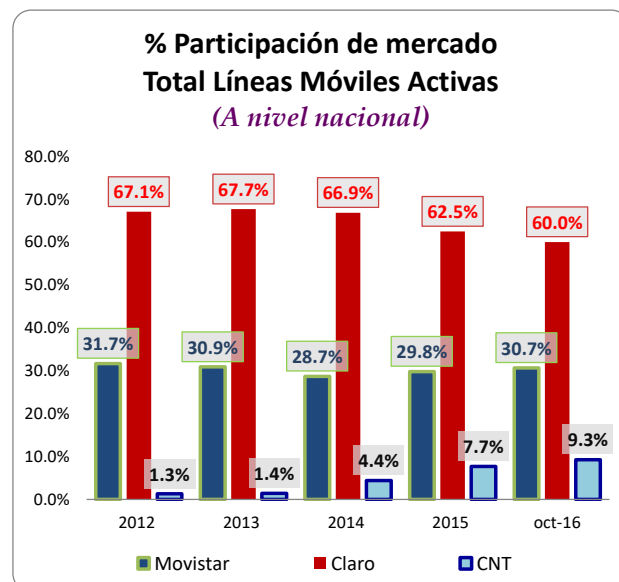
delegados del Ejecutivo. Este nuevo ente regulador tiene la potestad de disponer a las operadoras que compartan su infraestructura y de establecer las condiciones económicas, técnicas y jurídicas en las que deben realizarse los acuerdos.

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

OTECCEL 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 (9.3%), 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 90.7% del mercado nacional.



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 69.3% de las líneas activas del mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes

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



prepago. Por otro lado los planes pospago han tenido un crecimiento relativamente sostenido desde el año 2008 y actualmente representan el 30.3% del total de líneas activas versus un 17.42% en 2012.

OTECEL S.A. actualmente emplea a 1326 personas, ubicándose dentro de los 100 mayores empleadores del país.

La ventaja competitiva con la que cuentan tanto OTECEL como CONECEL, que son las líderes en el mercado, 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. posee una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de “BBB” para el largo plazo y “F3” en el corto plazo, con perspectiva estable. Dicha calificación, que fue otorgada en septiembre del 2016 y pertenece a una escala de grado de inversión 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 ha mantenido una rentabilidad 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 serán importantes en los próximos años, esperamos que la posición de endeudamiento de OTECEL continúe siendo conservadora, con una relación de deuda financiera sobre capitalización en niveles inferiores al 35%. Este comportamiento estará apoyado en la expectativa de un reparto de dividendos condicionado a la generación de flujos de caja libres positivos.

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. Localmente la empresa se encuentra presidida por el Presidente Ejecutivo, y debajo de este se encuentran las distintas Vicepresidencias, que conforman el Comité Ejecutivo, el cual mantiene reuniones semanales de coordinación. Cada Vicepresidencia mantiene un contacto directo con áreas similares en el exterior, para coordinación y seguimiento.

En OTECEL no se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas laborales. De acuerdo al informe de auditoría externa del 2015, 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 al 31 de diciembre del 2015 auditados por la firma Romero y Asociados Cía. Ltda. En todos los años, los auditores externos emiten su informe con criterio favorable y sin salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de octubre de 2015 y octubre de 2016.

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.

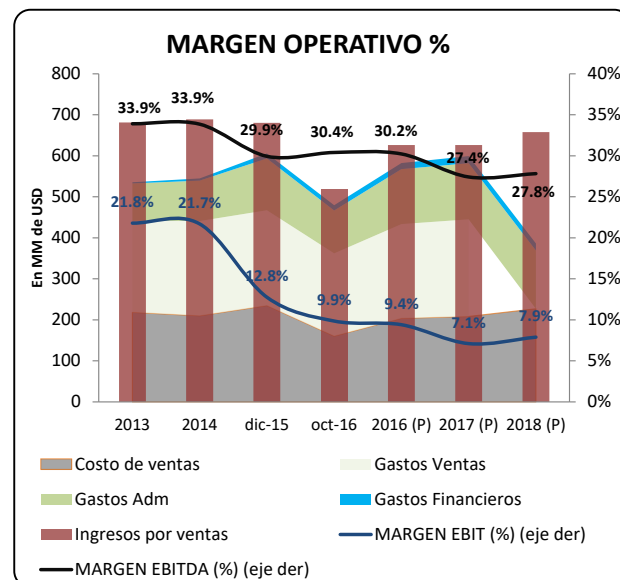
Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron entregadas por OTECEL y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

Gestión Operativa y Tendencias

Para finales del 2015 las ventas se contrajeron en 0.4% cuando históricamente crecían a un ritmo del 7.6% en promedio. Esto se dio principalmente por una disminución de 3.4% 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 cayeran en mayor porcentaje. Entre estos el negocio de venta de teléfonos y accesorios se incrementó con respecto a 2014.

Gráfico 3



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

Cabe mencionar que desde finales del 2015 las restricciones a la importación de equipos no han sido un factor determinante ya que OTECEL ha vendido menos que el límite de cupos establecido.

A la fecha de corte (oct-2016) los ingresos totales de OTECEL disminuyen en 8.1% anual, sin embargo ciertas estrategias como la de aplicar la promoción 2X1 en la compra de minutos para prepago y pospago dentro de la red Movistar, que ha aplicado para algunas regiones del país, ha contribuido a que las ventas totales no caigan en mayor proporción. Los ingresos de servicios de telefonía celular, que representan el 86% de las ventas, solo han caído 2.3% en el periodo octubre 15-16.

Por otro lado los ingresos por larga distancia han caído en 84% en este mismo lapso de tiempo. Esto se debe en parte a las complicadas condiciones macroeconómicas y una profundización de la tendencia a decrecer de esta línea de negocios al ser sustituida por el uso de internet.

Tomando en cuenta una ligera mejoría en la dinámica de los dos últimos meses del año y las estrategias que planea la compañía se prevé que para finales 2016 exista un decrecimiento en ventas aproximado de 7.9%.

Bajo los supuestos asumidos por la calificadora consideramos que el nivel de ventas se mantendrá en niveles similares en 2017 y tengan una recuperación paulatina en los próximos años. Esto considerando la incertidumbre respecto a la



evolución de la economía local.

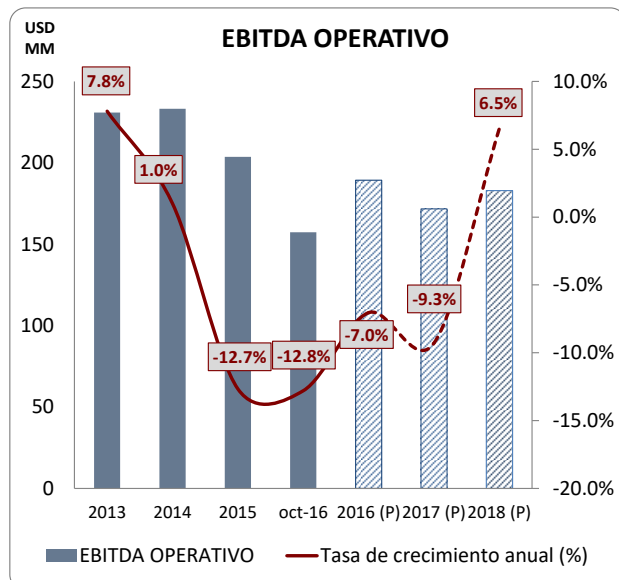
Si bien a la fecha de corte (oct-2016) el margen de la línea de telefonía celular se reduce en 1.1 puntos porcentuales, el margen bruto total de OTECEL mejora (65.98% oct-2015 65.49% dic-2015, 68.05% oct-2016). Lo anterior se da principalmente por tres motivos:

1. Si bien la línea de telefonía celular reduce ligeramente su margen, esta aumenta notablemente su participación en el total de ventas. Es claro que esta línea de negocios es una de las más rentables.
2. Disminución en la participación sobre el total de ventas de las líneas menos rentables; especialmente larga distancia y venta de teléfonos y accesorios.
3. Aumento en la participación en ventas de la línea de servicios de valor agregado

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.

Considerando el comportamiento cíclico del margen y la incertidumbre del entorno macroeconómico esperamos que el margen bruto se presione en aproximadamente en 1.5pp para finales de año (67.5%).

Gráfico 4



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

El resultado operativo de la empresa se ve reducido de forma importante por las depreciaciones y amortizaciones, las cuales al no representar desembolsos reales, se suman para calcular el EBITDA. En el 2015, estos gastos no desembolsables representaron casi el 60% de este

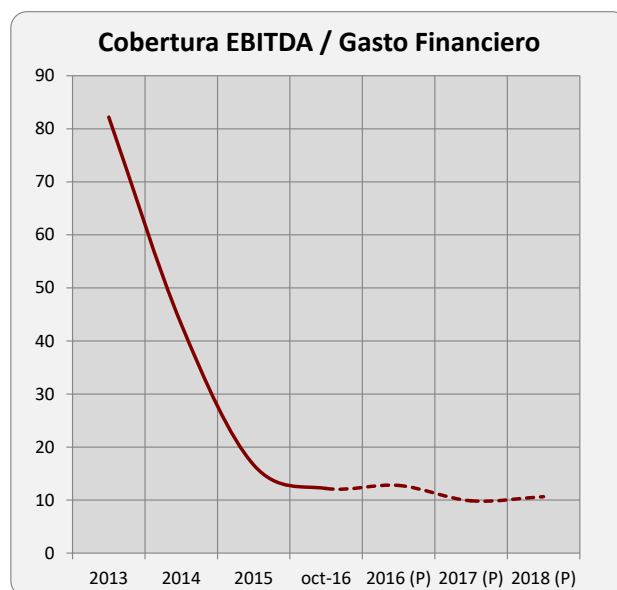
último indicador.

La caída del EBITDA en el 2015 fue del 12.7% como muestra el gráfico que precede. El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2014 ha sido menos expansivo. En 2016, además de una menor generación, el EBITDA se ha visto afectado de manera importante por un aumento de los egresos operativos por lo que a octubre-2016 se reduce en 12.8% anual.

Si bien la compañía ha reducido notablemente su estructura operativa (menor personal), los gastos de frecuencia han crecido anualmente casi en un 50%. De esta manera el peso de los egresos operativos sobre las ventas ha pasado de 54.4% en octubre-2015 a 59.2% en octubre-2016, siendo este el más alto en los años analizados.

De acuerdo a conversaciones con el emisor y a criterios de BWR esperamos que para el año 2016 el EBITDA sea menor al del 2015 en aproximadamente USD 10 MM, considerando una menor generación y mayores egresos operativos.

Gráfico 5



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 40.2 veces. A octubre-2016 este indicador se redujo a 12.2 veces como consecuencia de un mayor endeudamiento y una menor generación. A pesar de esta caída el indicador sigue siendo muy holgado y se espera la cobertura se mantenga en niveles similares en los siguientes años.



Estructura del Balance

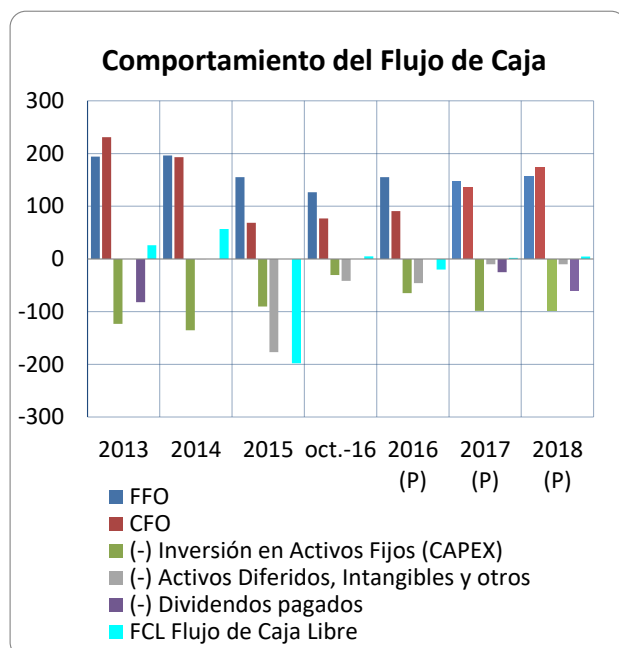
ACTIVOS	2013	2014	2015	oct-16
Total Activo Corriente	22%	25%	21%	20%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	6%	9%	2%	5%
CxC Comerciales	12%	10%	10%	11%
Inventarios Neto	2%	2%	2%	1%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	0.9%	0.9%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	1%	1%	1%	2%
Otros activos corrientes	1%	2%	5%	0%
Total Activo No Corriente	78%	75%	78%	80%
Activo fijo	57%	57%	49%	47%
Activos Intangibles y diferidos	20%	18%	29%	27%
Otras cxc de LP y otros activos	0%	0%	0%	6%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

PASIVOS	2013	2014	2015	oct-16
Total Pasivo Corriente	48%	39%	47%	37%
Deuda Financiera CP	6%	1%	16%	15%
Deuda Comercial	28%	27%	22%	16%
Otros Pasivos CP	14%	12%	9%	6%
Total Pasivo LP	6%	5%	3%	11%
PATRIMONIO	46%	56%	49%	51%
Total Pasivo + Patrimonio	100%	100.0%	100%	100%

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

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



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

La generación de flujos operativos de la empresa le ha permitido mantener históricamente un endeudamiento bajo y ser prácticamente

autosuficiente en su fondeo, lo cual se ve reflejado en la producción de un flujo de caja libre (FCL) positivo. No obstante en el 2015 el FCL fue negativo debido a una menor generación de EBITDA, pago de impuestos mayor al de años anteriores y fuertes 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.

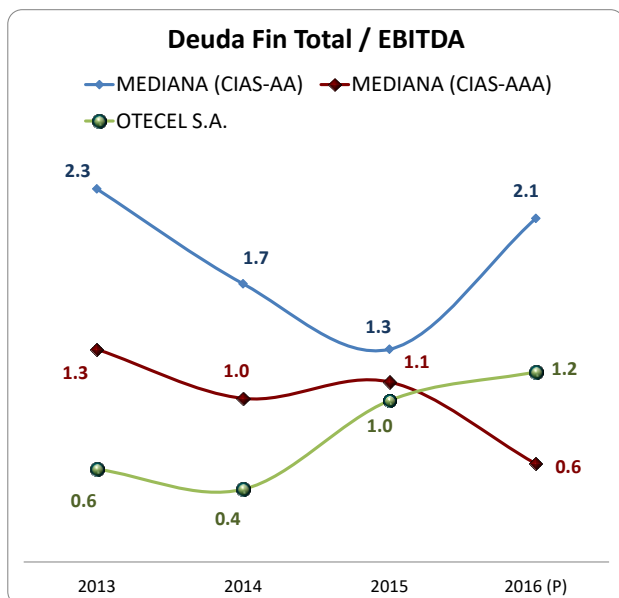
La deuda financiera de la empresa en relación a su generación sigue manteniéndose en niveles bajos y no se prevé incrementos en el futuro cercano en función de las proyecciones. En relación al patrimonio los indicadores de deuda se han presionado ligeramente pero siguen siendo controlados.

En 2016 se espera que el CFO (flujo de caja operativo) pueda cubrir la mayoría de las inversiones del año, por lo cual la deuda financiera no se incrementaría materialmente. A la fecha de corte, la deuda se ha incrementado en USD 23.7 millones y la empresa mantiene fondos disponibles holgados, por lo cual los requerimientos de los dos últimos meses del año se encontrarían totalmente cubiertos.

Si bien existe incertidumbre respecto a la evolución del entorno operativo para 2017, considerando un supuesto de crecimiento 0% en las ventas esperamos un CFO positivo que permitiría generar un flujo de caja libre positivo antes de dividendos.

A futuro los pagos de dividendos estarán en función de los requerimientos locales de flujos y las decisiones de su casa matriz; en las proyecciones se considera la premisa de que debido al bajo endeudamiento actual de la empresa al menos los excedentes anuales se pagarían al accionista.

Gráfico 7



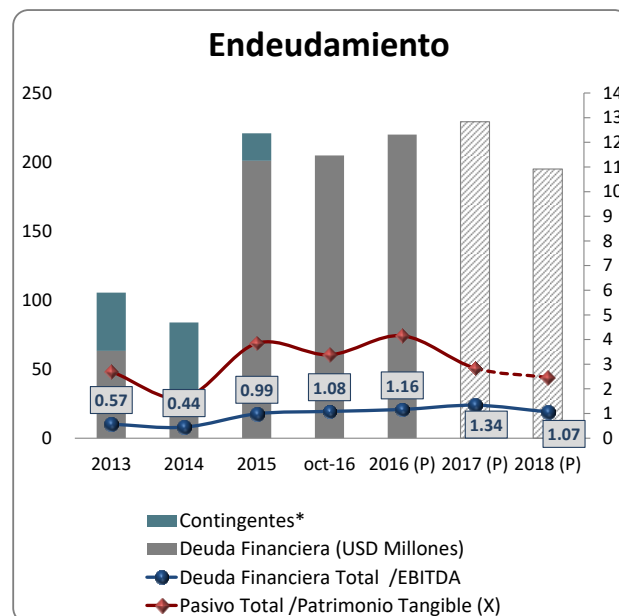
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas por BWR.
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

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.

Es importante mencionar que tanto en dic-2015 como en oct-2016, la deuda financiera incluye el pasivo por el pago del espectro, rubro que está clasificado como *otras deudas financieras corrientes*.

Por otro lado el gráfico 8 muestra que la relación entre la deuda financiera y la generación de OTECEL es consistente con otras empresas calificadas en AAA, y en función de las premisas de la proyección esperamos que en los próximos años el endeudamiento de la empresa se mantenga bajo.

Gráfico 8



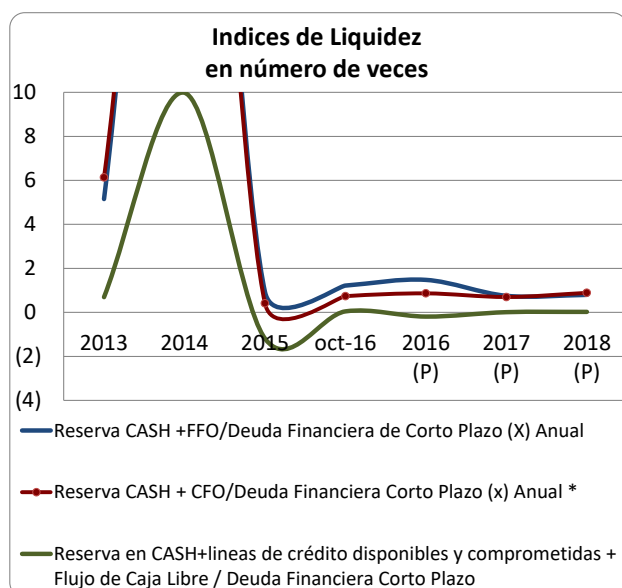
*Corresponde a contingentes tributarios y operativos.
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Proyecciones ajustadas por BWR.
Elaboración: BWR.

La compañía mantiene cuentas por pagar de corto plazo con proveedores de CAPEX que no tienen costo financiero pero requieren del uso de su flujo de caja operativo. Los indicadores de endeudamiento que se presentan en el gráfico No. 9 no incluyen este rubro, sin embargo agregándolo al numerador el índice de deuda financiera total ajustada sobre EBITDA se presionaría de 1.08 veces (escenario real) a 1.55 veces (escenario sensibilizado).

La cartera comercial representa únicamente un 11.2% de los activos totales de OTECEL y su riesgo de crédito está parcialmente cubierto mediante provisiones.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



* El indicador en 2014 fue de 34 veces, debido a una reducción significativa de la deuda financiera.

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

Proyecciones ajustadas por BWR.

Elaboración: BWR.

Los índices de liquidez se presionaron en el 2015, sin embargo una vez terminado el pago de la inversión del espectro radioeléctrico en 2016, se espera que estos vayan recuperándose en los próximos años en vista de que no se esperan inversiones extraordinarias.

En febrero-2016 se realizó el pago de los USD 37.5 MM correspondientes a la penúltima cuota del espectro y en noviembre se pagaron los USD 37.5 MM restantes. La compañía obtuvo los fondos para este pago mediante endeudamiento a mediano plazo con un organismo internacional.

Para finales de 2016 se proyecta un flujo de caja libre negativo, lo cual refleja la necesidad en este año de renovar la totalidad de su deuda de corto plazo.

En 2017 y tomando en cuenta el flujo de caja libre y el pago de dividendos esperados, OTECEL necesitaría renovar entre un 80% a 90% de la deuda de corto plazo.

Cabe mencionar que el riesgo de refinanciamiento y los requerimientos adicionales de liquidez se encuentran cubiertos 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. Adicionalmente, se reconoce la flexibilidad que ha mostrado su casa matriz respecto al pago de dividendos y el acceso histórico a líneas de crédito internacionales.

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-15	oct-16
Activo Líquido (USD M)	14,362	42,997
Activo Ajustado (USD M)	542,509	561,166
Activo Total (USD M)	838,849	855,305

oct-16					
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	40,075.87	40,075.87	0.30	14.00
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	40,075.87	0.30	12.45
3era	Deuda sin garantía específica de balance	374,765.12	414,840.99	0.03	1.35
TOTAL		414,840.99	414,840.99	0.03	1.35

*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 1.35 veces.

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.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 20% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Los activos fijos y otros activos no corrientes participan con 53%, y su 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 27% 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 DE LA EMISIÓN

El Emisor se obliga a:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - 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.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II, Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

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

De acuerdo al reporte de resguardos enviado por Otecel, el emisor no está cumpliendo a la fecha de corte con el indicador de liquidez mínimo, que para esta emisión considera el promedio semestral de la relación entre el flujo de caja operativo y la deuda financiera

	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16
Flujo de Caja Operativo del Año	36,044	109,243	116,483	116,117	108,190	101,722
Deuda Financiera (Corto Plazo)	170,375	169,008	165,750	158,578	154,023	124,703
Indicador de Liquidez Mínimo	0.21	0.65	0.70	0.73	0.70	0.82
Promedio Semestral	0.64					

La empresa ha mantenido conversaciones con la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, y para solventarlo ha reestructurado hacia el largo plazo parte de su deuda financiera. Como hecho

subsecuente se indica que el indicador mensual de noviembre-2016 es de 1.04 veces.

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 tres emisiones de papel comercial en los años 2010, 2012 y 2015, respectivamente. A la fecha OTECEL tiene vigente únicamente la emisión de papel comercial que se analiza en este estudio, y se espera que un nuevo programa de papel comercial se coloque en los primeros meses del 2017.

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-12	dic-13	dic-14	dic-15	oct-16
Resumen de Resultados					
Ventas	642,190	681,053	688,828	680,286	517,533
% crecimiento	10.7%	6.1%	1.1%	-0.4%	10.3%
MARGEN BRUTO (%)	67.6%	68.0%	69.5%	65.5%	69.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	214,172	230,887	233,192	203,656	157,350
MARGEN EBITDA (%)	33.4%	33.9%	33.9%	29.9%	30.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	214,172	230,887	233,192	203,656	157,350
MARGEN EBITDAR (%)	33.4%	33.9%	33.9%	29.9%	30.4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	123,148	148,399	149,442	86,784	50,984
MARGEN EBIT (%)	19.2%	21.8%	21.7%	12.8%	9.9%
Gasto Financiero del período	-4,069	-2,809	-5,403	-12,249	-12,904
Impuestos a la renta	-28,716	-31,651	-59,398	-31,844	-17,817
UTILIDAD NETA	91,191	113,867	84,651	42,669	20,263
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	13,508	37,999	57,405	14,752	42,997
Cuentas por Cobrar Comerciales	62,493	79,982	71,915	99,549	98,441
Inventarios	14,902	11,784	14,492	16,507	10,273
Cuentas por Pagar Proveedores	127,209	176,719	178,883	155,000	139,667
Deuda Financiera Total	66,513	63,267	25,582	180,998	204,730
Deuda Financiera Total Ajustada	96,333	105,475	83,756	200,930	204,730
Otros Pasivos	87,314	95,915	92,357	109,772	150,470
Patrimonio	257,946	290,372	375,749	419,011	440,465
Patrimonio Tangible	109,607	149,332	230,005	121,109	146,326
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	214,172	230,887	233,192	203,656	157,350
(-) Gasto Financiero del período	-4,069	-2,809	-5,403	-12,249	-12,904
(-) Impuesto a la renta del período	-28,716	-33,934	-31,601	-36,352	-17,817
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	1	3
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	181,387	194,144	196,188	155,056	126,632
(-) Variación Capital de Trabajo	31,095	36,919	-3,067	-86,412	-49,974
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	212,482	231,063	193,121	68,644	76,658
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	828	0	10	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-72	0	-22	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-3,171	295	-825	593	215
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-66,468	-82,072	0	3	5
(-) otras diferencias patrimoniales	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-108,343	-123,098	-135,506	-90,319	-30,471
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-52	-176,965	-41,583
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	35,328	26,116	56,748	-198,070	4,816
Margen de Flujo de Caja Libre %	5.5%	3.8%	8.2%	-29.1%	0.9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-54,029	-3,246	-37,685	155,416	23,732
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-1,229	1,621	343	1	-303
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	-19,930	24,491	19,406	-42,653	28,245
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	33,438	13,508	37,999	57,405	14,752
Indicadores					
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	45.58	70.11	37.31	13.66	10.81
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	45.58	70.11	37.31	13.66	10.81
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	52.64	82.20	43.16	16.63	12.19
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	52.64	82.20	43.16	16.63	12.19
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing	53.22	83.26	36.74	6.60	6.94
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.10	0.07	0.49	0.07	0.11
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.96	1.88	1.43	0.76	2.52
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.60	0.57	0.44	0.99	1.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.53	0.40	0.20	0.91	0.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	33%	31%	22%	32%	32%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	5.15	5.15	34.51	0.93	1.22
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	6.03	6.13	33.97	0.41	0.74
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo	1.00	0.69	9.98	(1.19)	0.05
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.97	0.74	10.04	(1.19)	0.04



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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2016.