

Primer Seguimiento
Papel Comercial

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.	dic-16	abr-17
Activos	857.6	834.7
Ventas	628.5	201.0
Margen EBITDA (%)	31.8%	29.8%
ROA (%) *	4.1%	2.4%
Deuda /Capitalización (%)	36.3%	38.1%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.3	(0.2)
Reserva cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	0.2	(0.5)
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	1.6	1.9

(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 Cuarto 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.

OTECEL maneja bajos índices de endeudamiento y una cobertura holgada del gasto financiero con su generación, lo que le brinda 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 y las regulaciones al sector. Los resultados operativos y netos se redujeron en relación a lo histórico y no se espera que se recuperen en el corto plazo. Sin embargo estos siguen siendo atractivos y holgados para cubrir los requerimientos de inversión del emisor.

Además de una generación menor, los flujos estuvieron presionados por requerimientos extraordinarios relacionados principalmente por una reducción importante en las cuentas por pagar. Estas históricamente son volátiles ya que los proveedores en un porcentaje importante están relacionados a las inversiones de capital.

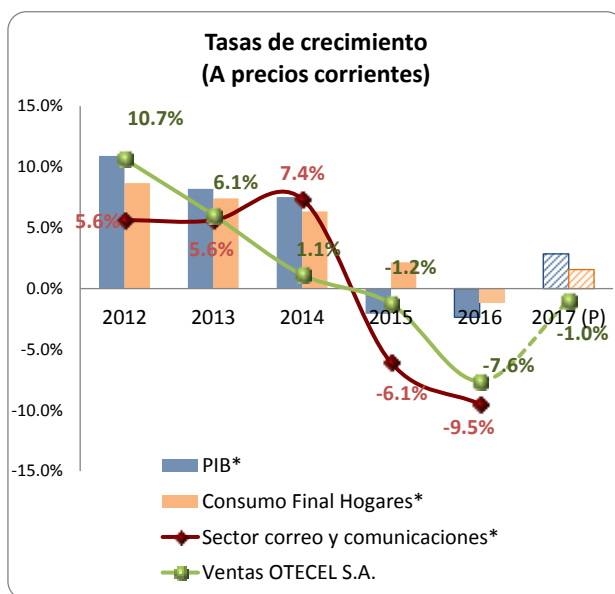
La empresa es generalmente generadora de un flujo de caja libre positivo antes de dividendos. Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por la flexibilidad financiera de la empresa, por su imagen en el mercado y por el soporte de su casa matriz, todo lo cual le permite acceder a alternativas de financiamiento tanto localmente como en el mercado internacional.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Cuarta Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	OTECEL S.A.
Número autorización SIC:	SCVS.IRQ.DRMV.2017
Fecha Aprobación SIC:	02-marzo-2017
Fecha Vencimiento:	20-febrero-2019
Monto Programa:	60,000,000
Monto en Circulación:	57,756.991
Plazo:	720 días
Cupón de interés:	cero cupón
Pago de Capital:	Al vencimiento
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	(100%) para cubrir parte de la adquisición de activos productivos de Red de la empresa: infraestructura, sitios, equipos, frecuencias, y software, y el capital de trabajo asociado.

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 71% 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

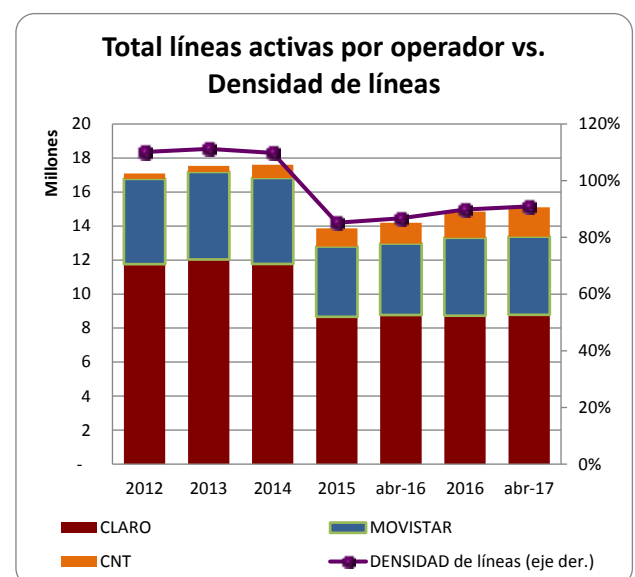
OTECEL) y una empresa local de carácter estatal (CNT), la cual ha ido ganando participación en los últimos años. No obstante las operadoras privadas sostienen una mayor cobertura gracias al número de radiobases instaladas y a un mejor posicionamiento en el mercado. La cobertura, la calidad del servicio 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.

A abril-2017 el total de líneas activas se ha incrementado frente a abril-2016. Además, el número de líneas telefónicas ha crecido en mayor proporción al número de habitantes. De esta manera y como se puede apreciar en el gráfico 2, la densidad sube a 90.9%.

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 1.9% del PIB según información del Banco Central del Ecuador a diciembre de 2016.

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.

Entre el 2012 y el 2015 el sector estuvo regulado en cuanto a la importación de teléfonos móviles ya que el Gobierno fijó cupos anuales para los celulares de USD 142,6 millones o hasta 2 millones de unidades. En el 2016 se amplió el cupo a un monto global de USD 250 millones, mediante la Resolución 49. La normativa también incluyó el artículo 5, que permitía que personas naturales puedan comprar, una vez por año, un celular o dispositivo móvil a través de los servicios de correo o mensajerías internacional.

No obstante desde inicios del 2017 el cupo de importación de celulares ya no rige en el país. Así lo confirmó el 2 de febrero del 2017 el exdirector del Servicio Nacional de Aduana del Ecuador (Senae).¹

Por otro lado, 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 tuvo un costo total de USD 330MM, cifra que supera el monto promedio cobrado a otras operadoras en la región. Del monto que recibió el Estado, USD 180MM le corresponden a la operadora Claro y USD 150 MM a Movistar.

En cuanto al posicionamiento de mercado, la empresa estatal CNT mejoró notablemente de 7.7% en 2015 a 11.4% a abril del 2017 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. La participación que ha ganado CNT la ha perdido principalmente Claro, la cual hasta abril 2017 perdió 4.4 puntos porcentuales (anuales). De esta manera, Claro posee el 58.1% del mercado, mientras que Movistar tuvo un aumento en 0.7 puntos porcentuales de abr-2016 a abr-2017 y posee el 30.5% del total de líneas activas a nivel nacional.

En el 2016 se apreció un incremento de la competencia con la implementación de planes de voz ilimitados, que disminuyeron las ventas y la rentabilidad en dólares del sector.

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% anual 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 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.

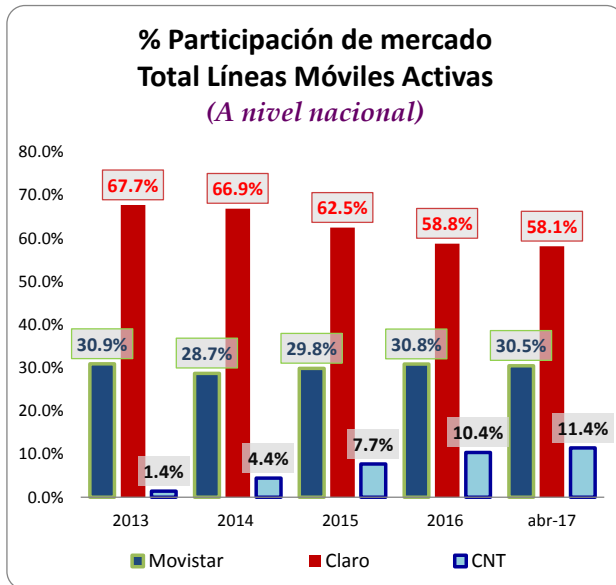
La industria se expone a un riesgo tecnológico importante por lo que requiere inversiones intensivas en capital, cuya recuperación es de largo plazo. Estas inversiones son difíciles de prever y cuantificar pero serán necesarias para soportar el crecimiento futuro del tráfico de datos, a fin de evitar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

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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 (11.4%), 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 88.6% del mercado nacional.

¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/cupos-importacion-celulares-eliminacion-ecuador.html>



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

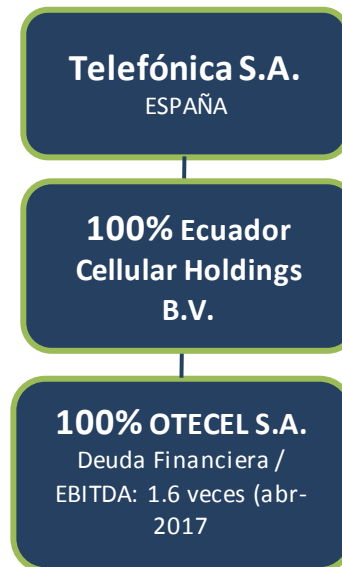
Las empresas que pertenecen a esta industria atienden a un mercado diversificado de clientes y proveedores; y constituyen una fuente importante de empleo e impuestos. Alrededor del 70.9% de las líneas activas del mercado están diversificadas en personas naturales que cuentan con planes prepago. Por otro lado los planes pospago han tenido un crecimiento relativamente sostenido desde el año 2008 y actualmente representan el 28.7% del total de líneas activas frente a un 19.5% en 2013.

OTECEL S.A. actualmente emplea a 1274 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 su infraestructura propia, la facilidad de acceso a nuevas tecnologías, capacitación y soporte técnico al pertenecer a corporaciones internacionales que se encuentran posicionadas a nivel mundial.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

El 99.99% de las acciones de OTECEL S.A. le pertenecen a la empresa Ecuador Cellular Holdings B.V., subsidiaria directa del Grupo internacional Telefónica S.A., cuya casa matriz está ubicada en España.



Fuente: OTECEL S.A.
Elaboración: BWR.

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 ratificada en abril del 2017, pertenece a una escala de grado de inversión y 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 consideramos que 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 37%. 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 2016, 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 años (2015-2016) 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 30 de abril de 2016 y abril de 2017.

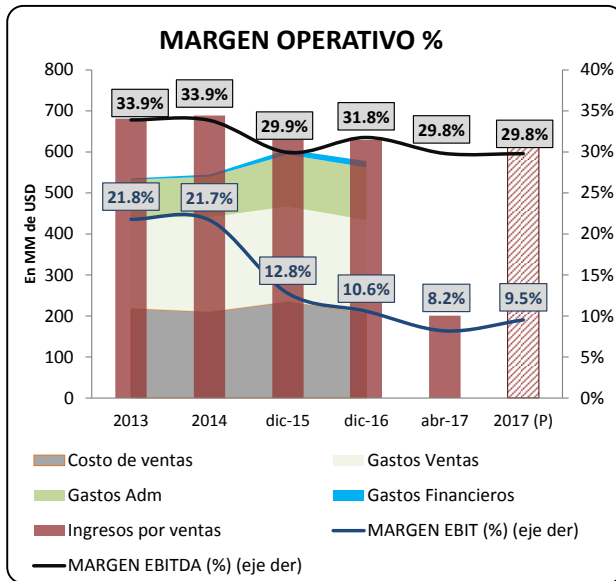
Los estados financieros contemplados en este estudio están preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Toda la documentación recibida es de propiedad de OTECEL S.A. y su contenido está bajo la responsabilidad de sus administradores.

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 calificadoradora.

Gestión Operativa y Tendencias

Para finales del 2016 las ventas se contrajeron en 7.6% cuando históricamente crecían a un ritmo del 6.2% en promedio. Esto se dio principalmente por una disminución de 5.9% en su negocio principal (servicios de telefonía celular), en consecuencia del complicado entorno macroeconómico y una menor demanda en general del mercado. Otro factor que contribuyó al decrecimiento de las ventas fue la importante presión competitiva que provocó presión en los precios. Además la línea de venta de teléfonos y accesorios decreció en 26.2% con respecto a diciembre-2015.

Gráfico 3



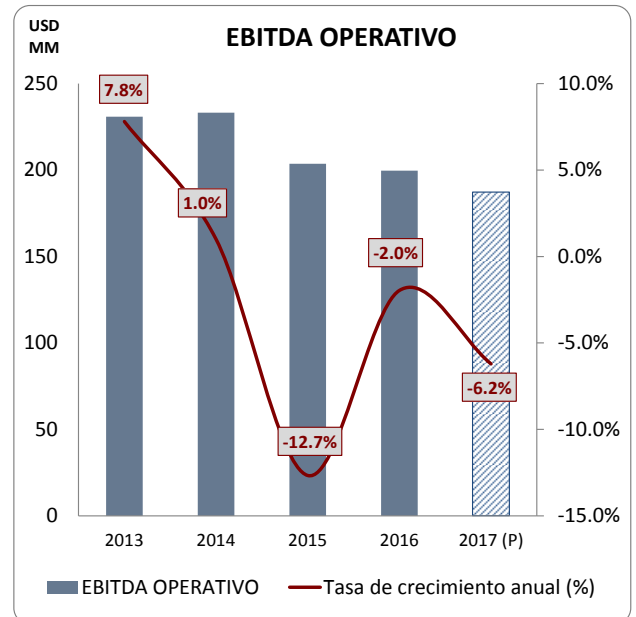
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR

A la fecha de corte (abril-2017) los ingresos totales de OTECEL disminuyen en 6.5% anual. Su línea principal de negocio (Servicios de telefonía celular) cayó en 9.3% anual, caída que se explica también por una disminución en los precios de interconexión. No obstante, el crecimiento de otras líneas de negocio como la de venta de teléfonos y la de internet crecieron en 6.8% y 48.4% respectivamente. Lo anterior hizo que el decrecimiento en ventas no sea mayor.

De acuerdo a la administración, las ventas para fines de año tendrán un mejor comportamiento (decrecimiento proyectado de 1%) sustentadas en la estrategia *Todo en Uno* para prepago, además, esperan mejorar la oferta de teléfonos y realizar otras estrategias que aumenten el parque recargador. Adicionalmente OTECEL continúa creciendo en la línea de servicios digitales e impulsando la actividad comercial con el fin de mantener su nivel de ingresos.

Así como los precios de interconexión han bajado, los costos de interconexión también. Esto ha provocado una mejora significativa del margen bruto a la fecha de corte. (71.2% abr-2017 frente a 67.0% abr-2016). Considerando el comportamiento estacional del margen y la incertidumbre del entorno macroeconómico esperamos que el margen bruto termine en niveles cercanos del 2016.

Gráfico 4



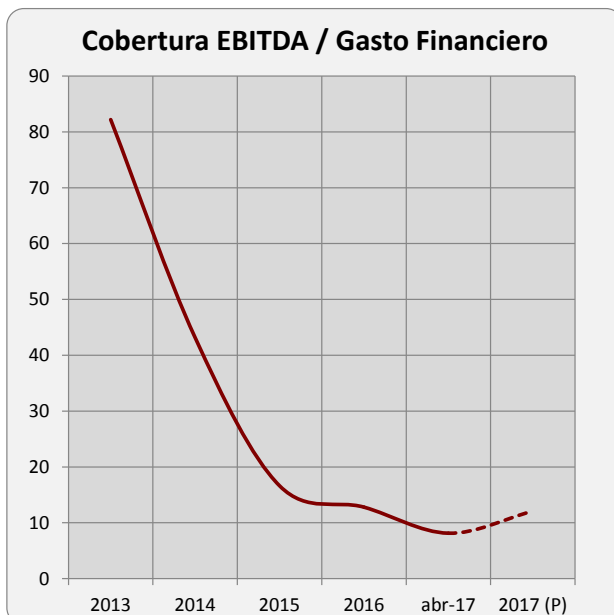
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Proyecciones ajustadas por BWR. Elaboración: BWR.

Si bien la compañía ha realizado esfuerzos por reducir su estructura operativa, especialmente en número de personal, el peso del gasto operativo se incrementa; de manera que el resultado operativo se ve reducido en 31.6% frente al mismo período del año anterior. Dentro del egreso operativo se aprecia un incremento del cargo por capacidad técnica y uso de marca, que la empresa realiza a su casa matriz, el cual se provisiona en forma proporcional a los excedentes anuales que se esperan. Este rubro fue bajo el año anterior por la contracción de la operación. Los gastos de comercialización también crecen por el impulso que el emisor ha dado a esta gestión.

De esta manera el peso de los egresos operativos sobre las ventas ha pasado de 55.9% en abril-2016 a 63.0% en abril-2017, siendo este el más alto en los años analizados.

En función de las expectativas de un mayor dinamismo en ventas, esperamos que el peso del gasto disminuya hacia fines de año, y que EBITDA mejore para terminar con una disminución anual de 6.2%.

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 39.7 veces. A abril-2017 este indicador se redujo a 8.1 veces como consecuencia de un mayor endeudamiento y una menor generación. A pesar de esta caída el indicador sigue siendo holgado y se espera la cobertura se mantenga en niveles similares para finales de este año.

Estructura del Balance

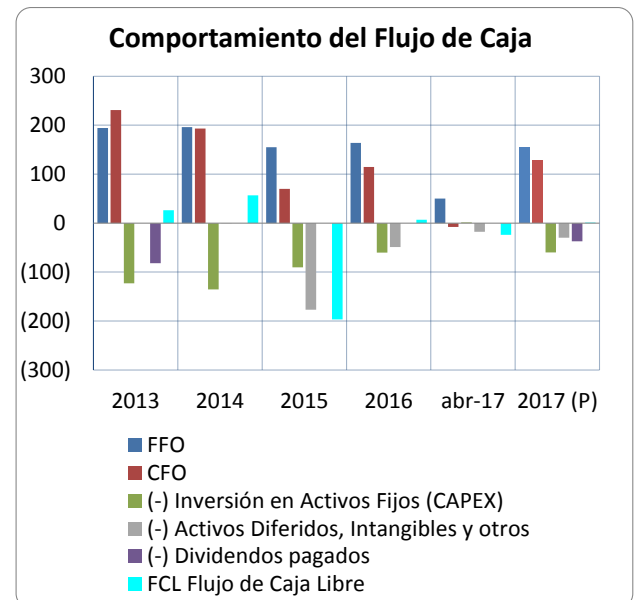
ACTIVOS	2014	2015	2016	abr-17
Total Activo Corriente	25%	21%	17%	18%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	9%	2%	3%	3%
CxC Comerciales	10%	10%	11%	11%
Inventarios Neto	2%	2%	2%	2%
Otras cuentas por cobrar	1%	0.9%	1%	1%
Anticipos a proveedores	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	1%	1%	1%	1%
Otros activos corrientes	2%	4%	0%	0%
Total Activo No Corriente	75%	78%	83%	82%
Activo fijo	57%	49%	49%	48%
Activos Intangibles y diferidos	18%	29%	27%	27%
Otras cxc de LP y otros activos	0%	0%	7%	7%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVOS	2014	2015	2016	abr-17
Total Pasivo Corriente	39%	47%	34%	33%
Deuda Financiera CP	1%	20%	10%	15%
Deuda Comercial	27%	18%	17%	13%
Otros Pasivos CP	12%	9%	7%	5%
Total Pasivo LP	5%	3%	13%	12%
PATRIMONIO	56%	49%	53%	55%
Total Pasivo + Patrimonio	100.0%	100%	100%	100%

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

Elaboración: BWR.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



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

La generación de flujos operativos de la empresa le ha permitido 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. La excepción se da en 2015, cuando el FCL fue negativo debido especialmente a fuertes inversiones relacionadas principalmente al uso del espectro radioeléctrico. En el 2015, en consistencia con las políticas corporativas no se distribuyeron dividendos.

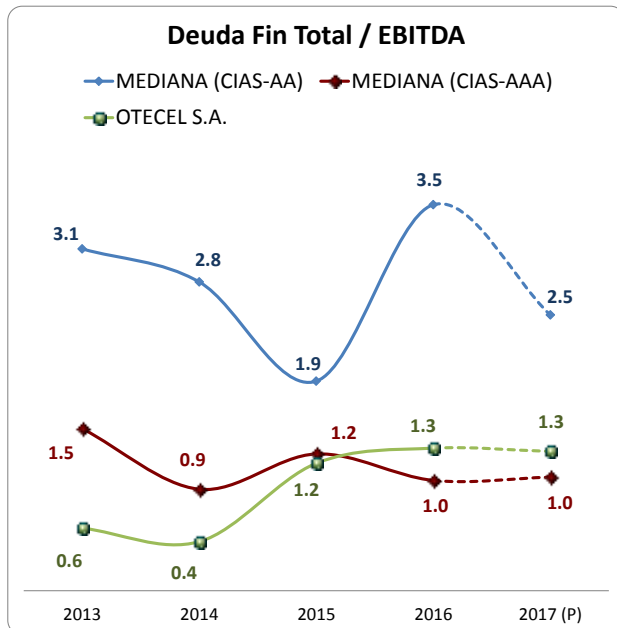
Por su lado en 2016, el CFO (flujo de caja operativo) cubrió la mayoría de las inversiones del año sin embargo a la fecha de corte este ha sido negativo tomando en cuenta un importante requerimiento de capital de trabajo. Para abril-2017 los requerimientos de capital de trabajo se incrementan por menores cuentas por pagar, las cuales históricamente son volátiles porque los proveedores en un porcentaje importante están relacionados a las inversiones de capital

En los primeros cuatro meses del año no han existido inversiones significativas en CAPEX sin embargo y de acuerdo a conversaciones con el emisor se esperan inversiones cercanas a USD 90 millones para fines del 2017. Estas estarán orientadas a la infraestructura civil y equipamiento para nuevas radiobases. Esperamos que el CFO proyectado de 2017 cubra en al menos en 2 veces las inversiones en CAPEX mencionadas.

De acuerdo al emisor y según nuestras estimaciones, OTECEL podría llegar a un FCL antes de dividendos de alrededor de USD 35 MM.

El pago de dividendos estará 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



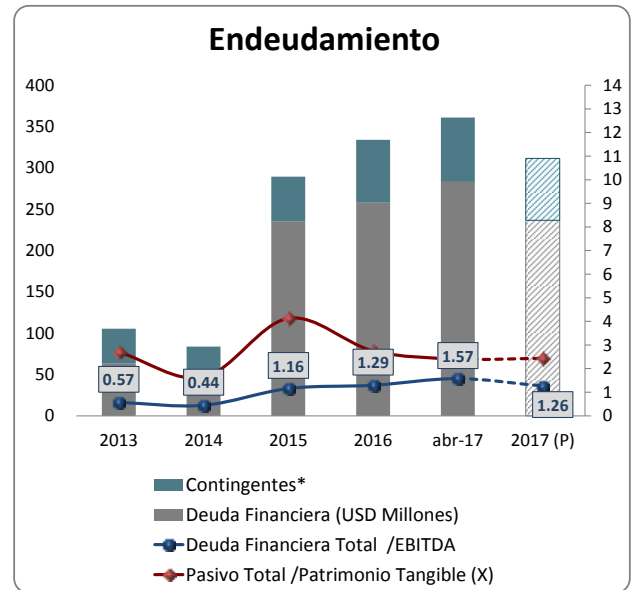
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas por BWR. Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A. Elaboración: BWR.

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.

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.

En relación al patrimonio los indicadores de deuda se han mantenido relativamente estables y no esperamos algún cambio significativo para finales del 2017.

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 levemente de 1.57 veces (escenario real) a 1.67 veces (escenario sensibilizado).

La estructura de la deuda a la fecha se concentra en mayor proporción en el largo plazo (57%) lo cual le brinda una flexibilidad financiera adicional en momentos de contracción del sector y de la economía en general.

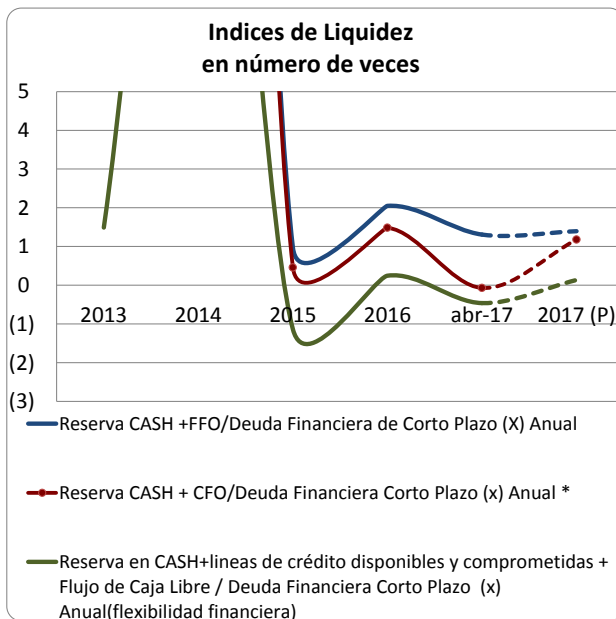
La cartera comercial representa únicamente un 11.0% de los activos totales de OTECEL y su riesgo de crédito está parcialmente cubierto mediante provisiones.

Capacidad de Pago y Liquidez

Los índices de liquidez se presionaron en el 2015, sin embargo una vez terminado el pago de la inversión del espectro radioeléctrico se fueron recuperando.

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.

Gráfico 9



* El indicador en 2014 fue de 34 veces, debido una reducción significativa de la deuda financiera.
Fuente: Estados financieros auditados y directos OTECEL S.A.
Proyecciones ajustadas por BWR.
Elaboración: BWR.

La liquidez de OTECEL es buena y esperamos que lo generado en 2017 más los excedentes de caja permitan cubrir la deuda de corto plazo en aproximadamente 60%. De esta manera esperamos que el riesgo de refinanciamiento sea de alrededor de 40%.

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.

Cabe mencionar que actualmente en el mercado existe una gran demanda de títulos corporativos de empresas de bajo riesgo de crédito por lo cual el riesgo de refinanciamiento del papel comercial que mantiene vigente se considera bajo

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

El pasivo de mercado de valores se encuentra en menor prelación que los pasivos tributarios, laborales y pasivos financieros con garantías específicas de balance. En el cuadro siguiente se puede apreciar dicha prelación y la cobertura con activos líquidos y activos del emisor.

Fecha de corte	abr-17
Activo Líquido (USD M)	22,196
Activo Ajustado (USD M)	597,008
Activo Total (USD M)	834,680

abr-17					
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	101,633.63	40,075.87	0.30	14.90
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	40,075.87	0.30	14.90
3era	Deuda sin garantía específica de balance	351,767.38	391,843.25	0.03	1.52
TOTAL		453,401.01	414,840.99	0.03	1.52

*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 1.52 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 18% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Los activos fijos y otros activos no corrientes participan con 48%, 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 cero punto setenta (0,70), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,

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 incumplimiento de los resguardos antes mencionados, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

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

	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17
Flujo de Caja Operativo del Año	92,213	131,875	136,901	152,762	152,657	152,615
Deuda Financiera Neta	88,762	89,652	84,114	77,641	78,135	105,189
Indicador de Liquidez Mínimo	1.04	1.47	1.63	1.97	1.95	1.45
Promedio Semestral	1.58					

De acuerdo al certificado con corte abril-2017, el emisor cumple con los resguardos de la cuarta emisión de papel comercial.

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 una emisión de papel comercial vigente en el mercado de valores. Esta tiene una calificación de AAA otorgada por BWR.

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-13	dic-14	dic-15	dic-16	abr-17
Resumen de Resultados					
Ventas	681,053	688,828	680,286	628,519	201,034
% crecimiento	6.1%	1.1%	-0.4%	-8.0%	-6.5%
MARGEN BRUTO (%)	68.0%	69.5%	65.5%	67.1%	71.2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	230,887	233,192	203,656	199,653	59,927
MARGEN EBITDA (%)	33.9%	33.9%	29.9%	31.8%	29.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	230,887	233,192	203,656	199,653	59,927
MARGEN EBITDAR (%)	33.9%	33.9%	29.9%	31.8%	29.8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	148,399	149,442	86,784	66,501	16,457
MARGEN EBIT (%)	21.8%	21.7%	12.8%	10.6%	8.2%
Gasto Financiero del período	-2,809	-5,403	-12,249	-15,599	-7,366
Impuestos a la renta	-31,651	-59,398	-31,844	-16,316	-2,454
UTILIDAD NETA	113,867	84,651	42,669	34,715	6,637
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	37,999	57,405	14,752	22,693	22,196
Cuentas por Cobrar Comerciales	79,982	71,915	99,549	99,486	99,447
Inventarios	11,784	14,492	16,507	12,867	15,473
Cuentas por Pagar Proveedores	176,719	178,883	155,000	148,797	108,244
Deuda Financiera Total	63,267	25,582	180,998	182,174	205,126
Deuda Financiera Total Ajustada	105,475	83,756	235,275	258,047	283,034
Otros Pasivos	95,915	92,357	109,772	169,291	141,448
Patrimonio	290,372	375,749	419,011	452,381	459,185
Patrimonio Tangible	149,332	230,005	121,109	209,458	221,513
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	230,887	233,192	203,656	199,653	59,927
(-) Gasto Financiero del período	-2,809	-5,403	-12,249	-15,599	-7,366
(-) Impuesto a la renta del período	-33,934	-31,601	-36,352	-20,143	-2,454
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	1	4	5
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	194,144	196,188	155,056	163,915	50,112
(-) Variación Capital de Trabajo	36,919	-3,067	-84,990	-49,262	-57,821
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	231,063	193,121	70,066	114,653	-7,708
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	10	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-72	0	-22	129	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	295	-825	593	795	169
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-82,072	0	3	6	7
(-) otras diferencias patrimoniales	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-123,098	-135,506	-90,319	-60,112	1,315
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-52	-176,965	-48,743	-17,852
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	26,116	56,748	-196,648	6,718	-24,081
Margen de Flujo de Caja Libre %	3.8%	8.2%	-28.9%	1.1%	-12.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,246	-37,685	155,416	1,176	22,952
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1,621	343	-1,421	48	632
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	24,491	19,406	-42,653	7,942	-497
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	13,508	37,999	57,405	14,752	22,693
Indicadores					
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	70.11	37.31	13.66	11.51	7.80
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	70.11	37.31	13.66	11.51	7.80
EBITDAR/cargos fijos (gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	82.20	43.16	16.63	12.80	8.14
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	82.20	43.16	16.63	12.80	8.14
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero, pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing)	83.26	36.74	6.72	8.35	-0.05
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.07	0.49	0.07	0.15	0.15
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.88	1.43	0.78	1.91	5.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.57	0.44	1.16	1.29	1.57
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.40	0.20	1.08	1.18	1.45
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	31%	22%	36%	36%	38%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	5.95	43.20	0.97	2.05	1.31
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	6.93	42.66	0.46	1.48	(0.07)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual (flexibilidad financiera)	1.49	18.67	(1.14)	0.25	(0.46)
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	1.53	18.73	(1.15)	0.25	(0.46)

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 o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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 2017.