

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

## Corporación Telemic, C.A. (INTERCABLE)

### Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1(ven)	NC	May-06
Largo Plazo	A(ven)	NC	May-06

NC – No calificado anteriormente.

Calificación Emisión	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC-2006	A2	NC	Jun-06

NC – No calificado anteriormente.

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchvenezuela.com](mailto:jorge.yanes@fitchvenezuela.com)

Hilario Ramírez  
(58 212) 286 38 44  
[hilario.ramirez@fitchvenezuela.com](mailto:hilario.ramirez@fitchvenezuela.com)

### Perfil

La empresa Corporación Telemic, C.A. (INTERCABLE), fue fundada en el año 1995, e inició operaciones en el año 1996 ofreciendo el servicio de televisión por suscripción, así como de transmisión de voz y datos, constituyéndose actualmente como el principal operador de televisión por cable en Venezuela.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Liderazgo en el mercado de televisión por suscripción.
- Creciente y satisfactorio margen EBITDA
- Apropiadas relaciones de liquidez
- Adecuado perfil de vencimiento de su deuda

#### Debilidades y Amenazas

- Mayores inversiones de capital a corto plazo
- Elevada competencia
- Control regulatorio
- Volatilidad del ambiente operativo en Venezuela

### Fundamentos

Desde sus inicios, INTERCABLE ha llevado a cabo un continuo proceso de expansión que la ha convertido en la principal empresa del sector de televisión por cable en Venezuela, prestando servicio de televisión por suscripción y acceso a Internet principalmente en el occidente y zona central del país. La empresa se ha enfocado principalmente a la expansión de sus operaciones en el interior del país, mientras que desde el año 2004 ha emprendido esfuerzos para incrementar su base de suscriptores en la ciudad de Caracas. Actualmente la empresa cuenta con una base de 407.000 clientes en el servicio de televisión por cable y cerca de 40.000 para el acceso a Internet, gracias a una red que cubre cerca de una cuarta parte de los hogares de Venezuela.

El modelo de negocios de INTERCABLE ha establecido la suscripción de contratos con empresas de menor tamaño con experiencia en el negocio de televisión por suscripción, a fin de que ésta lleve a cabo en su nombre el desarrollo de las operaciones de televisión por cable y de acceso a Internet en dichas zonas. Asimismo, INTERCABLE tiene la opción de adquirir los activos y sus respectivas carteras de clientes que la empresa contratada mantenga a una fecha determinada. Las empresas que conviene operar bajo este esquema se denominan “empresas satélites” y su relación con INTERCABLE es regida por dos contratos: un contrato de servicios y desarrollo de negocios y otro de opción de compra. Este esquema de negocios le ha permitido mantener una elevada tasa de crecimiento en el número de suscriptores en los últimos años, bajo adecuados estándares de calidad. Gracias a lo anterior, INTERCABLE se ha posicionado como la empresa líder del mercado de televisión por suscripción y la segunda empresa de servicio de Internet de banda ancha en el país.

En los últimos 5 años la empresa ha registrado un aumento sostenido tanto del número de suscriptores como del ingreso promedio por cliente, reflejándose en un creciente y adecuado margen EBITDA, el cual ha compensado el mayor endeudamiento bancario asociado a la expansión de su red y el aumento de los gastos financieros, manteniendo adecuados indicadores de EBITDA a gastos financieros y de deuda total ajustada a EBITDA. Por su parte, la capacidad de generación de efectivo de la empresa y el adecuado perfil de vencimiento de su deuda financiera han determinado una adecuada relación de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros.

La empresa fundamenta su estrategia de aumento en el ingreso promedio por abonado, a través de la incorporación de nuevos servicios digitales, de una mayor penetración de su servicio de conexión a Internet y de su incursión en el mercado de telefonía residencial. Para ello la empresa estima invertir unos 70 millones de dólares en el año 2006, de los cuales una porción sería fondeado con deuda financiera, siendo que ello pudiera presionar a los indicadores de apalancamiento y cobertura de gastos financieros, aunque ello sería compensado por su satisfactorio margen EBITDA.

A finales del año 2005 INTERCABLE suscribió un crédito sindicado a mediano plazo con cuatro instituciones financieras locales complementado con una facilidad de crédito otorgada por la Corporación Andina de Fomento, por un monto total de 50 millones de dólares. Esta transacción incluye una serie de restricciones financieras relacionadas con indicadores de endeudamiento, de cobertura de gastos financieros y del servicio de deuda, fundamentalmente.

### Junio 2006

“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)

## ▪ Perfil

Corporación Telemic, C.A. (INTERCABLE) fue constituida en el año 1995 con el objeto de prestar el servicio de televisión por suscripción, de acceso a Internet y telefonía a través de su red de fibra óptica. Sus operaciones se iniciaron en el año 1996 en la ciudad de Barquisimeto. En los últimos años, la empresa ha llevado a cabo un proceso de crecimiento que la ha llevado a cubrir en la actualidad cerca de 70 ciudades con una red de fibra óptica que alcanza unos 14.000 Km.

INTERCABLE fue fundada por un empresario latinoamericano del sector de televisión por cable, siendo que desde el año 1997 cuenta como accionista mayoritario a un grupo de fondos de inversión norteamericanos encabezado por la firma HM Capital (HMC, antes Hicks, Muse, Tate & Furst). HMC es una empresa de inversiones creada en el año 1989 con un portafolio actual cercano a 1.600 millones de dólares, distribuido en diversas empresas de los sectores de televisión por cable, tecnología, medios de comunicación, consumo masivo y energía, entre otros, tanto en Estados Unidos como en Latinoamérica.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Lara Marambio & Asociados (Deloitte). Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

## ▪ Operaciones

Los ingresos de INTERCABLE provienen principalmente de la venta del servicio de televisión por suscripción, el cual representó el 87% de la facturación de la empresa en el año 2005. En menor medida, se encuentran el servicio de conexión a Internet y la venta de espacios de publicidad, quienes representaron un 10% y 3%, respectivamente, de los ingresos de la empresa.

Las operaciones de televisión por cable comprenden la oferta de una amplia gama de canales, incluyendo canales premium a través de tecnología digital que le permite poner a disposición de sus suscriptores una serie de servicios como *pay-per-view*, *video on demand*, grabación de programas y recordatorios de eventos, entre otros, con los cuales INTERCABLE busca diferenciarse con el resto de los operadores de televisión por suscripción en el país.

Por su parte, INTERCABLE ofrece el servicio de conexión a Internet de banda ancha a particulares basado en su red de alta velocidad y fundamentado en paquetes medidos adaptados a las necesidades de sus clientes. Igualmente, este servicio incluye paquetes empresariales, así como, el servicio de redes IP.

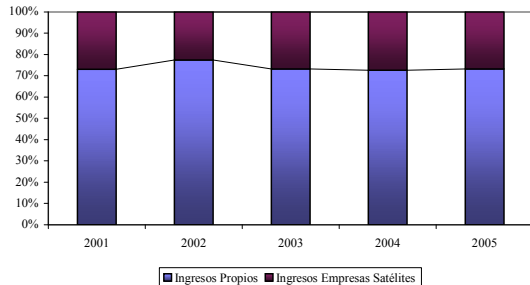
INTERCABLE ha diseñado un modelo de negocios que le ha permitido mantener una elevada tasa de crecimiento en el número de suscriptores en los últimos años, bajo adecuados estándares de calidad. Específicamente con el fin de ofrecer su servicio en nuevas localidades del país,

INTERCABLE ha establecido la suscripción de contratos con empresas de menor tamaño con experiencia en el negocio de televisión por suscripción, a fin de que lleve a cabo en su nombre el desarrollo de las operaciones de televisión por cable y de acceso a Internet en dichas zonas. Asimismo, INTERCABLE tiene la opción de adquirir los activos y sus respectivas carteras de clientes que la empresa contratada mantenga a una fecha determinada. Las empresas que convienen operar bajo este esquema se denominan “empresas satélites” y su relación con INTERCABLE es regida por dos contratos: el contrato de servicios y desarrollo de negocio y otro de opción de compra. En el primero se establece una duración de 5 a 6 años, período en el cual la empresa satélite se compromete a realizar las labores de mercadeo y contratación, la instalación, mantenimiento y operación de activos, así como, la facturación, cobranza y administración de los suscriptores, siempre bajo el nombre de INTERCABLE, siendo que en muchos casos estas son empresas en marcha cuando firman el contrato. Como contraprestación la empresa satélite recibe el 64% de lo recaudado por concepto de los servicios prestados, excepto lo correspondiente a los canales premium; el 44% de la recaudación por la prestación de los servicios de los canales premium; y el 64% de la recaudación por publicidad en pantalla promovida por INTERCABLE. Por su parte, INTERCABLE es responsable de mantener vigente la concesión para la prestación del servicio, el pago de los impuestos establecidos por la legislación de telecomunicaciones y la cancelación de los derechos de programación.

En el contrato de opción de compra, el cual tiene el mismo plazo que el contrato de desarrollo de negocios, INTERCABLE podrá ejercer la opción en cualquier momento durante la vigencia del contrato, siendo que al vencimiento esta se ejerce automáticamente. El precio de la opción será calculado por una fórmula, la cual considera el número de suscriptores activos, el ingreso promedio por suscriptor y un coeficiente determinado de acuerdo a la tecnología utilizada para la construcción de la red. De esta forma, mientras mayor consumo promedio por cliente y mayor ancho de banda de la red posea la empresa satélite, más alto será el precio a pagar por INTERCABLE, siendo que se define un valor máximo y un mínimo. Por otro lado, INTERCABLE realizará un pago inicial del 20% del precio y el resto es cancelado en 36 cuotas mensuales a una tasa anual de LIBOR más 3 puntos.

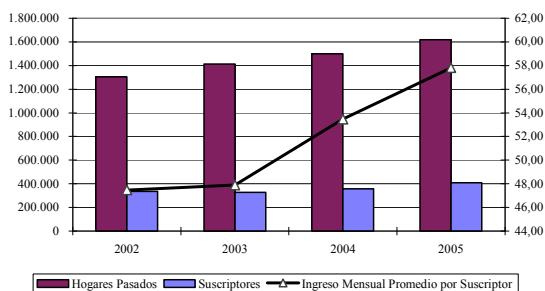
Debe destacarse que los estados financieros de INTERCABLE incluyen los ingresos generados a través de las empresas satélites, e igualmente son registrados dentro de los costos operativos, la contraprestación que éstas reciben de INTERCABLE. Durante los últimos 5 años, los ingresos propios de la empresa han representado en promedio un 74% de la facturación de la empresa, considerando solamente los correspondientes al servicio de televisión por cable e Internet. (Ver Gráfico N°1).

**Gráfico N° 1**  
**Ingresos Propios vs. Ingresos de Empresas Satélites<sup>1</sup>**



Durante los últimos años INTERCABLE se ha orientado a incrementar el número de hogares pasados<sup>2</sup> como base para el crecimiento de sus suscriptores, presentando una tasa compuesta de crecimiento de 8% interanual entre los años 2001 y 2005, alcanzando 1,6 millones de hogares. Debe destacarse que esta cifra representa un 25% del total de hogares existentes en Venezuela, según cifras del Instituto Nacional de Estadística, lo cual le proporciona un importante potencial de crecimiento. De igual forma, gracias al esquema de negocios de INTERCABLE y a la mejora del entorno económico en Venezuela, el número de suscriptores ha registrado un alza en los años recientes, ubicándose en cerca de 407.000 abonados, con una tasa de penetración de 25,3% de los hogares pasados.

**Gráfico N° 2**  
**Hogares Pasados y Número de Suscriptores**



Por otro lado, el ingreso promedio por suscriptor, producto del importante crecimiento de los clientes del servicio de acceso a Internet y a la incorporación de nuevos servicios de televisión digital, ha reflejado una tendencia creciente en

<sup>1</sup> Esta distribución sólo considera los ingresos por televisión y por el acceso a Internet.

<sup>2</sup> Hogares Pasados: corresponde al número de viviendas cubiertas por la red de cableado del operador de televisión por suscripción y dentro de los cuales se incluyen los suscriptores actuales de la empresa y aquellos hogares que pueden contratar el servicio de forma inmediata a su requerimiento.

los últimos dos años totalizando cerca de 57.000 bolívares mensuales para el año 2005 (en bolívares de diciembre de 2005), aún cuando en términos de dólares se mantiene en niveles relativamente bajos (unos 25 dólares mensuales). Con el fin de incrementar el ingreso promedio mensual por cliente, la empresa estima aumentar la proporción de suscriptores con acceso a una mayor cantidad de servicios digitales a través de la adquisición de cajas digitales y cablemodems y el crecimiento de los abonados al servicio de acceso a Internet, los cuales alcanzaron 40.429 suscriptores a diciembre de 2005 (39% superior a los registrados al cierre del año 2004).

Tomando en cuenta la estrategia de crecimiento aplicada por la empresa desde su nacimiento, la mayoría del portafolio de clientes está ubicado en el interior del país. INTERCABLE en la actualidad mantiene operaciones en unas 70 localidades (incluyendo las empresas satélites) ubicadas principalmente en el centro y occidente del país, siendo que no se observa una concentración geográfica importante en los clientes de la empresa (la mayor concentración la representa la ciudad de Maracay con un 12% de los clientes de la empresa).

La rotación de la cartera de clientes de INTERCABLE, reflejado en el número de clientes que migran hacia otros operadores como proporción de los suscriptores promedio del período (*churn rate*), ha mantenido una tendencia decreciente en los últimos tres años para el caso de los clientes de cable, situándose en 1,9% en el año 2005, nivel adecuado de acuerdo a estándares operativos de la industria. Sin embargo, para el caso de los clientes del servicio de acceso a Internet, el *churn rate* se ha mantenido en niveles elevados (3,1% para el año 2005).

A diferencia de otras empresas del sector, la cobranza de INTERCABLE se lleva a cabo principalmente a través de las oficinas comerciales de la empresa, siendo que tan solo cerca de un 20% de la cobranza se realiza mediante domiciliación en tarjeta de crédito o a cuenta bancaria. Las políticas de cobranza de la empresa establecen el corte del servicio a los 30 días de mora, lo cual proporciona una adecuada rotación de las cuentas por cobrar. Lo anterior se explica en parte por la alta proporción de abonados ubicados en el interior del país donde existe un relativamente bajo nivel de bancarización.

En cuanto a los proveedores, la empresa suscribe contratos con los distribuidores de señales internacionales a un plazo que oscila entre 2 a 5 años. El monto cancelado por la contratación de las señales se establece en función del número de clientes, pagaderos mensualmente y en forma mayoritaria en moneda nacional, considerando el control de cambio instaurado en Venezuela desde el año 2003. Los proveedores de equipos proporcionan financiamiento a 120 días o a largo plazo dependiendo de la envergadura de la inversión tecnológica, siendo que estas compras son realizadas en su mayoría en moneda extranjera enmarcadas dentro del proceso de control de cambios (Ver *Aspectos Regulatorios*).

La empresa cuenta con una fuerza de ventas conformada por cerca de 500 personas, siendo que su mayoría trabaja a través de contratistas, con puntos de ventas distribuidos en zonas comerciales con gran afluencia de personas

Por otro lado, según disposiciones de la normativa del sector de telecomunicaciones, las empresas de televisión por cable tienen la posibilidad de utilizar los ductos y sistemas de transmisión aérea de empresas eléctricas y de telefonía. A diferencia de otros operadores que utilizan el espacio aéreo (Directv) o han realizado su propia ductería para la instalación de redes (Supercable), INTERCABLE ha suscrito contratos a largo plazo con CANTV y con la compañía de electricidad estatal CADAFE para la utilización de sus ductos y postes para la instalación de su cableado, siendo que esto podría constituir un cuello de botella para la expansión de los hogares pasados de INTERCABLE, considerando los retrasos que se presentan en estos procesos de negociación, principalmente en la ciudad de Caracas.

#### ▪ **Estrategia y Posición Competitiva**

Desde el año 2001 INTERCABLE mantiene la posición de liderazgo como la principal empresa en el sector de televisión por suscripción en Venezuela, mercado que se ha destacado por una relativa estabilidad en el número total de suscriptores y una tasa de penetración inferior al promedio en Latinoamérica. En función de información suministrada por la gerencia de la empresa y de las estadísticas emitidas por el ente regulador del sector, la participación de mercado de INTERCABLE se ubicó en un 37% para el año 2005. Este posicionamiento es el reflejo de la importante inversión realizada bajo el esquema de negocios de la empresa (Ver *Operaciones*) para incrementar el número de hogares pasados y de mejorar paulatinamente la oferta de servicios. Destaca como principal competidor a nivel nacional la empresa de televisión satelital Directv.

En cuanto al mercado del servicio de acceso a Internet, INTERCABLE se ha posicionado como el segundo proveedor de banda ancha del país, después de CANTV. De acuerdo a información proporcionada por la gerencia, la empresa mantiene un 9% de participación en este segmento, siendo que en algunas localidades representan el principal proveedor de este servicio.

Con el fin de incrementar su participación de mercado, la empresa, además de continuar con el desarrollo de operaciones a través de las empresas satélites, está ejecutando un agresivo plan de inversiones en la ciudad de Caracas a fin de triplicar el número de hogares pasados y llevarlo a cerca de 200.000 hogares en dos años, tan sólo en la ciudad de Caracas lo que además permitiría mejorar el ingreso promedio por cliente y el margen de contribución dada debido al perfil de clientes de esta ciudad, respecto a los ubicados en el interior del país.

Por otro lado, INTERCABLE con el fin de obtener mayores beneficios de su amplia red, está prestando servicios de redes IP a empresas financieras y de consumo masivo, principalmente. De esta forma, la empresa a través

de su fuerza de ventas focalizará sus esfuerzos en incrementar la base de clientes empresariales incorporando la telefonía digital dentro de su oferta de servicios. Igualmente, a partir del segundo semestre del año 2006 se iniciará la oferta de telefonía residencial IP, utilizando el ancho de banda instalado por la empresa, con un servicio altamente diferenciado y a precios competitivos a través de diferentes paquetes y planes que permitan contrarrestar la congelación de tarifas de la telefonía fija que se ha aplicado en los últimos 3 años. INTERCABLE estima alcanzar un 5% del mercado de telefonía residencial en tres años. Asimismo, la empresa incursionará en el mercado de centros de telecomunicaciones, bajo el esquema de franquicias. En referencia al segmento de televisión por cable, INTERCABLE estima incorporar nueva programación premium y servicios de televisión como canales de alta definición, así como la adquisición de una importante proporción de empresas satélites.

El plan de inversiones considerando la estrategia de sus segmentos de negocios totalizará cerca de 70 millones de dólares para el año 2006, que será financiado en forma importante a través de un crédito sindicado por 86.000 millones de bolívares otorgado por cuatro instituciones financieras locales a 3 años con un año de gracia, prorrogables a un año adicional, complementado por una facilidad de crédito proporcionada por la Corporación Andina de Fomento (CAF) por 10 millones de dólares a un plazo de 4 años. Esta operación además de representar la obtención de financiamiento a un plazo acorde con las operaciones de la empresa, fue realizada con el fin de convertir en moneda local el endeudamiento derivado de la adquisición de empresas satélites en el año 2005 y con ello mitigar el riesgo cambiario en el financiamiento de tales inversiones y, además, reducir el gasto financiero, gracias a las menores tasas de interés locales.

#### ▪ **Aspectos Regulatorios**

Las operaciones del sector de televisión por suscripción se encuentran dentro del rango de aplicación de la Ley Orgánica de Telecomunicaciones (LOT), como instrumento rector de las telecomunicaciones en Venezuela, la cual fue promulgada en el año 2000. Esta ley proporciona competencias para la regulación del sector a la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL) desde el año 1991 cuando se constituyó como un instituto autónomo con personalidad jurídica, patrimonio propio y autonomía técnica. Las competencias de CONATEL son principalmente la regulación, planificación, promoción y desarrollo de las telecomunicaciones en Venezuela.

De acuerdo a disposiciones de la LOT, se ha realizado la transformación de las concesiones vigentes a la fecha de su promulgación, a habilitaciones administrativas (título que otorga CONATEL para el establecimiento y explotación de redes y para la prestación de servicios de telecomunicaciones). En este sentido, en el año 2002, se proporcionó la habilitación administrativa que otorga a INTERCABLE el derecho de explotación de red de

telecomunicaciones y difusión por suscripción por 25 años en todo el territorio nacional. Debe destacarse que, en el año 2001 la empresa obtuvo adicionalmente la habilitación para la prestación del servicio de Internet. Asimismo, la LOT establece un esquema de tasas y contribuciones que equivale a 4,3% de los ingresos de la empresa, los cuales son calculados y pagados principalmente en forma trimestral.

En cuanto al régimen de tarifas, la LOT prevé para el caso de la empresas de difusión por suscripción y prestadoras del servicio de Internet, que cada empresa fije libremente sus precios. No obstante, en caso de que existan situaciones en el mercado de algunos de los servicios que presta la empresa que atenten contra la libre competencia, CONATEL pudiera establecer un sistema de bandas de precios. De esta forma, dadas las condiciones de estos mercados, en la actualidad los servicios que presta la empresa no están sujetos a control de precios.

Por otro lado, en el mes de diciembre de 2004 se promulgó la Ley de Responsabilidad Social en Radio y Televisión (LRSRT), modificada en diciembre de 2005, la cual fue creada para establecer un marco de obligaciones y deberes de interés general a ser cumplidos por los prestadores de servicio de radio y televisión, incluyendo a los servicios de difusión por suscripción. Este instrumento legal, de acuerdo a sus promotores, tiene dentro de sus objetivos la defensa de los usuarios de los servicios de radio y televisión en cuanto al contenido de los mensajes emitidos y programación de los prestadores de los mismos, dentro de lo que se incluye la publicidad y propaganda. Con referencia a este último punto, no se permite la difusión de publicidad de cigarrillos, bebidas alcohólicas, sustancias psicotrópicas prohibidas por su ley correspondiente, así como de armas y explosivos, siendo que esta limitación aplica por primera vez a las empresas operadoras de cable. Por consiguiente, considerando la tendencia observada en años recientes, en la cual se contrataban pautas publicitarias fundamentalmente de bebidas alcohólicas a difundir en los espacios propios disponibles por las empresas de televisión por suscripción, dado el mayor poder de compra de los suscriptores de estos servicios, la LRSRT implicaría una reducción de ingresos de estas empresas por comercialización de espacios publicitarios.

Adicionalmente, la LRSRT establece un porcentaje mínimo de señales de televisión UHF y VHF, canales comunitarios de servicio público, sin fines de lucro o de iniciativas del Estado dentro de sus planes ofrecidos a sus usuarios. Por otro lado, prevé la obligación de difusión gratuita de mensajes de carácter oficial, destacando que el Estado se reserva hasta el 10% de la totalidad de los canales ofrecidos en los paquetes de las empresas de televisión por suscripción.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. Tal medida, no

sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

En vista de lo anterior, una gran parte de los distribuidores de señal de canales internacionales realizaron la apertura de cuentas en moneda nacional a fin de recaudar la cobranza, trasladando así el riesgo de convertibilidad a los distribuidores de señal. Igualmente la empresa ha realizado el registro de su deuda comercial y financiera ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), siendo que ha sido autorizado prácticamente la totalidad de lo solicitado por parte de INTERCABLE. Si bien en la actualidad el proceso de autorización y liquidación de divisas se está llevando a cabo con fluidez, vale destacar que eventuales retrasos que pudieran suceder en dicho proceso, impediría la obtención oportuna de las divisas requeridas por parte de las empresas venezolanas, lo que eventualmente pudiera afectar el desempeño de las mismas.

### ■ **Desempeño Financiero<sup>3</sup>**

Durante el AF05, finalizado el 31 de diciembre de 2005, la mejora del ambiente operativo en Venezuela, producto del incremento del gasto público asociado a elevados precios del petróleo, se ha reflejado en un mayor nivel de ingresos y una mayor capacidad de consumo por parte de los particulares, lo cual impulsó el aumento de los suscriptores de la empresa. De esta forma, los ingresos de INTERCABLE registraron un crecimiento real de 19% con relación al año 2004, que aunado al aumento del ingreso promedio por abonado, incidió en el incremento de la utilidad operativa antes de depreciación y amortización (EBITDA). Específicamente ésta se ubicó en 86.781 millones de bolívares en el año 2005, mientras que el margen EBITDA cerró en 33%, nivel que compara favorablemente con el promedio de los últimos 5 años y situándose en niveles considerados satisfactorios.

Aún cuando las tasas de interés locales registraron un descenso en el año 2005, el mayor nivel de endeudamiento financiero asumido en el año 2005, se reflejó en el aumento del gasto por intereses compensando el aumento del

<sup>3</sup> Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de marzo de 2006.

margen EBITDA, con lo cual se produjo una leve reducción de la cobertura de gastos financieros a través del EBITDA a 6,7 veces, nivel aún considerado adecuado.

La mayor capacidad de generación de efectivo medido a través del EBITDA y el aumento del plazo de vencimiento de la deuda financiera tuvo un efecto favorable en los indicadores de liquidez al cierre de diciembre de 2005. De esta forma, la relación de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros, se situó en 1,7 veces en el AF05, nivel adecuado considerando el promedio de otros emisores en Venezuela.

La mayor deuda financiera contratada a finales del año 2005 destinada al pago de adquisiciones de empresas satélites determinó el incremento de la relación de deuda total ajustada EBITDA hasta 1,1 veces, valor considerado satisfactorio, dada la vida promedio de su deuda financiera y el aumento esperado del EBITDA.

La empresa ha reducido durante los últimos años la exposición al riesgo cambiario gracias a la disminución de pasivos financieros en moneda extranjera y a la cancelación de pasivos con proveedores del exterior. De esta forma, INTERCABLE revirtió la posición pasiva neta por 28 millones de dólares que registraba en el año 2004, hasta un saldo neto activo de 0,5 millones de dólares en el año AF05. Destacando que según declaraciones de la gerencia se mantendría la estrategia de minimización del riesgo cambiario.

INTERCABLE ha mantenido una tendencia creciente de su base patrimonial gracias a la política de capitalización aplicada por sus accionistas al no decretar dividendos en efectivo, determinando una satisfactoria relación de apalancamiento.

#### ■ **Eventos Financieros Recientes<sup>3</sup>**

Durante los primeros 3MAF06, finalizado el 31 de marzo de 2006, la actividad económica en Venezuela ha mantenido su elevado dinamismo, reflejado en un incremento del producto interno bruto real en 9,4% con relación al primer trimestre del año 2005. Ello incidió favorablemente tanto en el número de suscriptores como en el ingreso promedio por abonado, determinando un crecimiento real de los ingresos anualizados de INTERCABLE en 14% con relación al año 2005. El mayor consumo por cliente experimentado por la empresa incidió en el incremento de la utilidad operativa antes de depreciación y amortización (EBITDA) como proporción de los ingresos, alcanzando 34%, nivel que compara favorablemente con el promedio de los últimos 5 años y situándose en niveles considerados satisfactorios.

La estrategia financiera de la empresa, basada en la contratación de préstamos en moneda local dadas las menores tasas de interés internas, se reflejó en la reducción del costo financiero implícito, el cual compensó el aumento de la deuda financiera registrada en el período. La mejora del margen EBITDA aunado a los menores costos financieros se reflejó en el incremento de la cobertura de gastos por intereses hasta un nivel adecuado de 7,6 veces.

Asimismo, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se mantuvo en valores satisfactorios a marzo de 2006 (1,1 veces) y dada la adecuada generación de efectivo de INTERCABLE el indicador de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros, se situó en 1,5 veces, nivel adecuado considerando el promedio de otros emisores en Venezuela.

## Resumen Financiero - Corporación Telemic, C.A. (INTERCABLE)

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de marzo de 2006)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	2.150,00	2.150,00	1.920,00	1.600,00	1.401,25	763,00
Meses	3 Mar-06	12 Dic-05	12 Dic-04	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01
<b>Indicadores Financieros</b>						
EBITDA/Gastos Financieros	7,64	6,66	6,88	7,21	5,64	24,32
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	-3,28	3,13	3,75	3,20	-5,64	N.D.
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	1,10	1,12	0,67	0,79	0,97	0,30
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	0,63	0,69	0,60	0,60	0,59	0,08
Deuda Total Ajustada/Capitalización	35,4%	33,7%	21,1%	21,1%	26,4%	8,4%
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas	75.597	265.292	222.303	192.818	196.197	158.889
Cambio (%)	14,0%	19,3%	15,3%	-1,7%	23,5%	N.D.
EBITDA	25.962	86.781	67.322	49.755	44.835	41.714
Margen EBITDA	34,3%	32,7%	30,3%	25,8%	22,9%	26,3%
Depreciación y Amortización	10.525	39.941	33.547	30.814	27.142	19.952
EBIT	15.436	46.841	33.774	18.941	17.694	21.761
Gastos Financieros	3.399	13.024	9.782	6.899	7.945	1.715
Costo Financiero Implícito (%)	12,9%	18,3%	23,1%	16,6%	28,3%	N.D.
Utilidad Neta	16.717	20.827	14.954	25.168	-13.440	17.531
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	33,57%	11,54%	9,43%	18,73%	-10,46%	N.D.
Retorno sobre Activo Promedio*	18,59%	6,56%	5,30%	8,99%	-5,45%	N.D.
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo de Caja Operativo	29.005	75.830	57.635	51.185	43.661	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	873	-35.293	-22.482	-15.432	43.338	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	29.878	40.537	35.153	35.753	86.999	N.D.
Inversión en Activos Fijos	-37.114	-46.025	-30.596	-27.698	-89.620	N.D.
Otras Inversiones, netas	3.314	1.064	4.205	-7.297	3.970	N.D.
Variación Neta de Deuda	14.057	30.426	-36.151	-34.901	-15.967	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	0	0	8.051	101	1	N.D.
Otros financiamientos netos	1.192	6.057	15.006	26.368	22.511	N.D.
Variación Neta de Caja	11.327	32.058	-4.332	-7.675	7.893	N.D.
Flujo de Caja Libre	-13.678	-7.562	4.462	-275	-9.393	N.D.
<b>Balance</b>						
Caja y Valores Líquidos	48.490	37.163	5.105	9.438	17.113	9.220
Cuentas por Cobrar	54.850	37.437	22.655	4.003	11.824	8.392
Activos Totales	376.393	342.852	291.702	272.936	286.884	206.582
Deuda a Corto Plazo	55.193	37.401	32.040	22.147	19.269	7.463
Deuda a Largo Plazo	58.789	59.571	13.388	17.232	24.325	5.004
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	113.983	96.972	45.428	39.380	43.594	12.467
Total Patrimonio	207.566	190.848	170.021	147.016	121.748	135.187
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0
Total Capital	321.549	287.820	215.449	186.395	165.342	147.654
<b>Liquidez</b>						
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	48%	39%	71%	56%	44%	60%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,88x	0,99x	0,16x	0,43x	0,89x	1,24x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,51x	1,72x	1,61x	1,71x	1,65x	4,55x
<b>Riesgo Cambiario</b>						
Posición en Moneda Extranjera Neta (M de USD)	820,2	495,0	-28.217,0	-36.843,0	-47.938,0	N.D.
<b>Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de marzo de 2006)</b>						
Año	2007	2008				
Vencimientos	24.383	34.407				

\* En caso que pertenezcan a periodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	Corporación Telemic, C.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	PC 2006
<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Monto:</b>	Hasta Bs. 20.000 millones.
<b>Rendimiento:</b>	Fijado al momento de la emisión
<b>Plazo:</b>	Entre 15 y 360 días
<b>Riesgo:</b>	<b>A2</b>
<b>Categoría A</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
<b>Subcategoría A2</b>	Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Papeles Comerciales al Portador, se destinarán a capital de trabajo.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 18 de abril de 2006.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el periodo 2001-2006.</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero de Corporación Telemic, C.A. publicado en Junio de 2006.

---

### Junio 2006

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."