

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

Corporación Telemic, C.A.
(INTERCABLE)

Ratings

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

NC – No calificado anteriormente.

Calificación Emisión	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
OQ-2006	A3	NC	Nov-06
PC-2007	A2	NC	Dic-07

NC – No calificado anteriormente.

Analistas

Jorge Yanes
(58 212) 286 32 32
jorge.yanes@fitchvenezuela.com

Hilario Ramírez
(58 212) 286 38 44
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 a la fecha el servicio de televisión por suscripción, así como de transmisión de voz y datos, constituyéndose actualmente como uno de los principales operadores de televisión por cable en Venezuela.

Fortalezas y Oportunidades

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

Debilidades y Amenazas

- Elevada competencia
- Control regulatorio
- Sector intensivo en capital
- Volatilidad del ambiente operativo en Venezuela

Fundamentos

Las calificaciones asignadas reflejan los adecuados niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses, aunado al incremento de la rentabilidad de la empresa, su posición de liderazgo en su mercado relevante, las apropiadas relaciones de liquidez y el adecuado perfil de vencimiento de la deuda. Por su parte, las calificaciones también incorporan el control regulatorio, el incremento de la competencia, la intensividad de capital del sector en donde opera, así como la volatilidad del ambiente operativo venezolano.

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 convienen operar bajo este esquema se denominan “empresas satélites” y su relación con INTERCABLE es regida por 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 una de las principales empresas operadoras de televisión por cable en Venezuela, compartiendo el liderazgo del mercado junto con la empresa Directv; así como, constituye la segunda empresa de servicio de Internet de banda ancha en el país. Durante los años 2005 y 2006, la empresa ha llevado a cabo un proceso de adquisición de las “empresas satélites”, siendo que al cierre de diciembre de 2007 el 18,8% de sus clientes corresponden a estas compañías (33% al cierre del año 2005).

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 le ha permitido mantener adecuados indicadores de EBITDA a gastos financieros y de deuda total ajustada a EBITDA, siendo que para el cierre del año 2007, éstos indicadores se ubicaron en 12,14 veces y 0,75 veces, respectivamente. 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 conservadora relación de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros.

La empresa fundamenta su estrategia de aumento en el ingreso promedio por suscriptor, 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. Por ello, la empresa invirtió aproximadamente 100 millones y 50 millones de dólares, durante los años 2006 y 2007, respectivamente. A futuro, la empresa estima mantener un plan de inversiones de capital mas conservador respecto al observado en los últimos dos años, con lo cual se espera que su elevada generación de caja le permita mantener indicadores de apalancamiento y de cobertura de gastos financieros en niveles acordes con las calificaciones otorgadas, siendo que el mantenimiento de la mejora del perfil financiero de la empresa pudiera reflejarse favorablemente en las referidas calificaciones.

Abril 2008

“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

▪ 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) para el período 2001-2006, así como cifras preliminares no auditadas del año fiscal 2007. 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.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como "Bolívares Fuerte" y, en los casos que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

▪ Operaciones

Los ingresos de INTERCABLE provienen principalmente de la venta del servicio de televisión por suscripción, el cual representó el 80% de la facturación de la empresa en el año 2007. En menor medida, se encuentran el servicio de conexión a Internet, la venta de espacios de publicidad, transmisión de datos, telefonía y otros, quienes representaron el restante 20% 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.

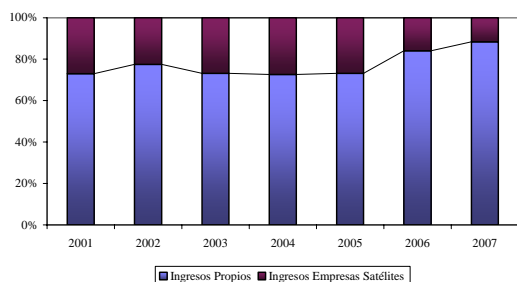
En el contrato de opción de compra, el cual tiene el mismo plazo que el contrato de desarrollo de negocios, INTERCABLE podrá ejercer la opción en cualquier momento durante la vigencia del contrato, siendo que al vencimiento ésta se ejerce automáticamente. El precio de la opción será calculado por una 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.

Durante el año 2006 la empresa ejerció una porción importante de las opciones de compra de las empresas satélites por un monto cercano a 60 millones de bolívares fuerte, quedando a la fecha opciones de compra pendientes por unos 56 millones de bolívares fuerte, las cuales tienen un vencimiento máximo hasta el año 2010.

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 78% 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 Satélites¹

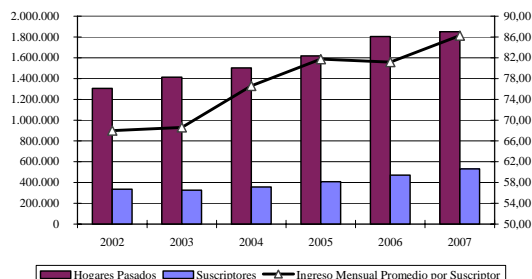


Durante los últimos años INTERCABLE se ha orientado a incrementar el número de hogares pasados² como base para el crecimiento de sus suscriptores, presentando una tasa compuesta de crecimiento de 7% interanual entre los años 2003 y 2007, alcanzando 1,85 millones de hogares. Debe destacarse que esta cifra representa un 28% 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 531.292 abonados para el cierre del año 2007, con una tasa de penetración de 28,7% de los hogares pasados.

¹ Esta distribución sólo considera los ingresos por televisión y por el acceso a Internet.

² 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.

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 los últimos años totalizando cerca de 86 bolívares fuerte mensuales para el año 2007 (en bolívares de diciembre de 2007), aún cuando en términos de dólares se mantiene en niveles relativamente bajos (unos 40 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 cable-modems y el crecimiento de los abonados al servicio de acceso a internet.

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 9,6% 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 años, situándose en 1,8% en el año 2007, nivel adecuado de acuerdo a estándares operativos de la industria.

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 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 y es pagadero mensualmente. 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 construido 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 pudiera 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 un sólido posicionamiento en el mercado de televisión por suscripción en Venezuela, compartiendo el liderazgo del mismo junto con la empresa Directv. En función de información suministrada por la gerencia de la empresa y de las estadísticas emitidas por el ente regulador del sector, INTERCABLE y Directv mantienen actualmente una participación de mercado similar, captando conjuntamente cerca de dos tercios del mercado. Este posicionamiento de la empresa 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.

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 para el año 2009, 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 al incorporar la telefonía digital dentro de su oferta de servicios. Igualmente, a partir del segundo semestre del año 2006 se inició 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. Al cierre de diciembre de 2007, la empresa mantiene 12.320 abonados de telefonía, estimando alcanzar un 5% del mercado de telefonía residencial para el año 2010. 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.

Desde el punto de vista financiero, la empresa estima mantener una estrategia de reducción del costo financiero a través de un eficiente manejo de las líneas de crédito bancarias, complementado con un programa de emisión de papeles comerciales por 50 millones de bolívares fuerte a ser realizada en el mercado de capitales local.

▪ 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 las 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.

Por otro lado, en el mes de septiembre del año 2006, la Comisión Nacional de Telecomunicaciones emitió una normativa que define los parámetros e indicadores de calidad de servicio a los cuales estarán sometidas las empresas de difusión por suscripción. Estos parámetros se centran particularmente en la medición y evaluación de la

accesibilidad al servicio por parte de los usuarios, de la capacidad de la empresa de continuar prestando el servicio de forma satisfactoria, de la calidad de funcionamiento de la red de la empresa y de su efectividad de facturación. A la fecha, según información de la gerencia, INTERCABLE cumple con los indicadores de medición de los aspectos antes señalados. No obstante, esta nueva regulación sería una oportunidad para los operadores más grandes del mercado ya que implicaría una barrera de entrada a nuevos competidores, así como, significaría la salida de los operadores con baja calidad de servicio.

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, 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 Financiero³

Durante el AF07, finalizado el 31 de diciembre de 2007, la actividad económica en Venezuela mantuvo un elevado dinamismo impulsado por el mayor gasto público asociado a los elevados precios del petróleo. Este entorno incidió favorablemente tanto en el número de suscriptores como en el ingreso promedio por abonado, determinando un crecimiento real de los ingresos de INTERCABLE en 20% con relación al año 2006. El mayor consumo por cliente fue compensado por los mayores costos de programación y de

³ Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de diciembre de 2007.

ventas, incidiendo en el descenso de la utilidad operativa antes de depreciación y amortización (EBITDA) como proporción de los ingresos, alcanzando 35,1%, nivel considerado conservador.

La estrategia financiera de la empresa, basada en la contratación de préstamos en moneda local, a fin de cubrir sus inversiones de capital, se reflejó en la reducción del costo financiero implícito. Asimismo, la alta generación de caja en operaciones y su estrategia de reducir su endeudamiento a corto plazo, redujo el gasto financiero, permitiendo que la cobertura de gastos por intereses se incrementara hasta un nivel conservador de 12,1 veces, acorde con la calificación asignada.

Asimismo, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se redujo hasta un valor satisfactorio a diciembre de 2007 (0,75 veces) y dada la adecuada generación de efectivo de INTERCABLE y la reducción de la deuda a corto plazo, el indicador de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros, se situó en 1,9 veces, nivel adecuado considerando el promedio de otros emisores en Venezuela.

Se estima que los ingresos de la empresa mantengan su tendencia creciente en el corto plazo sustentados en la diversidad de servicios ofrecidos empresa y en el crecimiento de la actividad económica interna (aunque a una tasa menor respecto a la registrada en los dos años anteriores). Lo anterior, aunado al adecuado margen EBITDA de INTERCABLE, le permitiría mantener indicadores de apalancamiento y de cobertura de gastos financieros en niveles acordes con las calificaciones otorgadas, en un contexto de inversiones de capital más conservadoras a las observadas en los años 2006 y 2007.

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

(Cifras consolidadas expresadas en miles de bolívares fuerte constantes de diciembre de 2007)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	2.150,00	2.150,00	2.150,00	1.920,00	1.600,00	1.401,25	763,00
Meses	12	12	12	12	12	12	12
	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04	dic-03	dic-02	dic-01
Indicadores Financieros							
EBITDA/Gastos Financieros	12,14	9,27	6,66	6,88	7,21	5,64	24,32
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	5,40	-3,21	3,13	3,75	3,20	-5,64	N.D.
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	0,75	1,42	1,12	0,67	0,79	0,97	0,30
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	0,63	0,78	0,69	0,60	0,60	0,59	0,08
Deuda Total Ajustada/Capitalización	26,0%	42,7%	33,7%	21,1%	21,1%	26,4%	8,4%
Estado de Resultados							
Ventas	549.962	458.027	374.998	314.232	272.555	277.331	224.595
Cambio (%)	20,1%	22,1%	19,3%	15,3%	-1,7%	23,5%	N.D.
EBITDA	193.076	169.689	122.668	95.162	70.330	63.376	58.964
Margen EBITDA	35,1%	37,0%	32,7%	30,3%	25,8%	22,9%	26,3%
Depreciación y Amortización	75.358	65.288	56.457	47.420	43.557	38.365	28.203
EBIT	117.718	104.401	66.211	47.741	26.773	25.010	30.760
Gastos Financieros	15.908	18.307	18.410	13.827	9.752	11.231	2.424
Costo Financiero Implícito (%)	8,2%	9,7%	18,3%	23,1%	16,6%	28,3%	N.D.
Utilidad Neta	89.679	71.150	29.440	21.137	35.576	-18.998	24.780
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	22,23%	22,16%	11,54%	9,43%	18,73%	-10,46%	N.D.
Retorno sobre Activo Promedio*	13,08%	11,09%	6,56%	5,30%	8,99%	-5,45%	N.D.
Flujo de Caja							
Flujo de Caja Operativo	134.434	138.082	125.427	81.468	72.352	61.716	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	-16.067	53.067	-68.128	-31.779	-21.814	61.259	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	118.367	191.149	57.300	49.689	50.538	122.975	N.D.
Inversión en Activos Fijos	-107.226	-228.495	-65.057	-43.249	-39.152	-126.681	N.D.
Otras Inversiones, netas	-11.540	3.750	1.504	5.944	-10.315	5.612	N.D.
Variación Neta de Deuda	-111.721	85.885	43.007	-51.100	-49.334	-22.570	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	-19	-16.858	0	11.381	142	1	N.D.
Otros financiamientos netos	27.074	21.472	8.561	21.211	37.272	31.820	N.D.
Variación Neta de Caja	-85.064	56.902	45.315	-6.124	-10.849	11.157	N.D.
Flujo de Caja Libre	53.875	-24.045	-28.927	6.307	-388	-13.277	N.D.
Balance							
Caja y Valores Líquidos	24.370	109.434	52.531	7.217	13.340	24.190	13.033
Cuentas por Cobrar	99.384	51.427	54.005	32.024	5.659	16.714	11.862
Activos Totales	683.912	690.302	484.632	412.331	385.804	405.521	292.010
Deuda a Corto Plazo	85.451	95.500	52.867	45.289	31.306	27.238	10.549
Deuda a Largo Plazo	60.000	145.765	84.206	18.924	24.359	34.384	7.073
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	145.451	241.264	137.073	64.214	55.664	61.622	17.622
Total Patrimonio	413.723	324.062	269.770	240.330	207.812	172.094	191.091
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
Total Capital	559.174	565.327	406.843	304.544	263.476	233.716	208.713
Liquidez							
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	59%	40%	39%	71%	56%	44%	60%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,29x	1,15x	0,99x	0,16x	0,43x	0,89x	1,24x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,90x	1,49x	1,72x	1,61x	1,71x	1,65x	4,55x
Riesgo Cambiario							
Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	-20,0	-19,1	0,5	-28,2	-36,8	-47,9	N.D.
Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de septiembre de 2007)							
Año	2008	>2008					
Vencimientos	85.451	60.000					

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

Características de la Emisión

Emisor:	Corporación Telemic, C.A.
Identificación de la Emisión:	PC 2007
Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Monto:	Hasta BsF. 50 millones (Bs. 50.000 millones)
Rendimiento:	Fijado al momento de la emisión
Plazo:	Entre 15 y 360 días
Riesgo:	A2
Categoría A	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.
Subcategoría A2	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.
Periodicidad de Revisión:	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.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Papeles Comerciales al Portador, se destinarán a capital de trabajo.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 28 de noviembre de 2007.
Información Procesada:	1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2001-2007. 2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. 3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Corporación Telemic, C.A. publicado en abril de 2008.

Abril 2008

"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