

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)	A(ven)	Nov-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

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 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

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

▪ **Fundamentos**

Las calificaciones asignadas reflejan los adecuados niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses, no obstante de las importantes inversiones de capital realizadas, financiadas a través de deuda financiera a largo plazo, como consecuencia de sus apropiados márgenes EBITDA. Asimismo, su posición de liderazgo en el mercado de televisión por suscripción y adecuadas relaciones de liquidez soportan dichas calificaciones. Sin embargo, el control regulatorio, la elevada y creciente competencia, particularmente a mediano y largo plazo, así como la volatilidad del ambiente operativo venezolano, limitan las calificaciones otorgadas.

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 la empresa líder del mercado de televisión por suscripción y la segunda empresa de servicio de Internet de banda ancha en el país. Desde el año 2005, la empresa ha llevado a cabo un proceso de adquisición de las “empresas satélites”, el cual culminará para el cierre del año 2006.

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 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. Durante los primeros 9MAF06 culminado en septiembre del año 2006, la empresa ha invertido aproximadamente 70 millones de dólares, que junto a las inversiones programadas para el último trimestre del año, las inversiones de capital totalizarán unos 110 millones de dólares, de los cuales una porción importante sería fondeado con deuda financiera, siendo que ello pudiera presionar a los indicadores de apalancamiento y cobertura de gastos financieros, aunque producto del mayor margen EBITDA, los referidos ratios se mantendrían sin cambios significativos y en niveles acordes con las calificaciones otorgadas.

Noviembre 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

▪ 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 2001-2005, así como el corte no auditado para los primeros 9 meses del año fiscal 2006, culminado en septiembre de dicho año. 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.

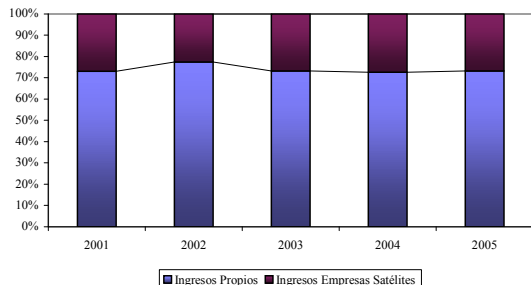
INTERCABLE ha diseñado un modelo de negocios que le ha permitido mantener una elevada tasa de crecimiento en el número de suscriptores en los últimos años, bajo

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, periodo 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.

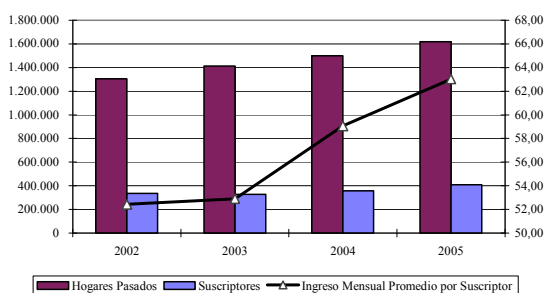
Debe destacarse que los estados financieros de INTERCABLE incluyen los ingresos generados a través de las empresas satélites, e igualmente son registrados dentro de los costos operativos, la contraprestación que éstas reciben de INTERCABLE. Durante los últimos 5 años, los ingresos propios de la empresa 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 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 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

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.

los últimos dos años totalizando cerca de 63.000 bolívars mensuales para el año 2005 (en bolívars de agosto de 2006), aún cuando en términos de dólares se mantiene en niveles relativamente bajos (unos 29 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, 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 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 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 la totalidad de las empresas satélites.

El plan de inversiones considerando la estrategia de sus segmentos de negocios totalizará cerca de 110 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. Esta transacción incluye una serie de restricciones financieras relacionadas con indicadores de endeudamiento, de cobertura de gastos financieros y del servicio de deuda, fundamentalmente, las cuales han sido cumplidas a la fecha.

El plan de financiamiento será complementado con la emisión de papeles comerciales por 20.000 millones de bolívares realizada en el mes de septiembre de 2006 y previendo además un nuevo endeudamiento a mediano plazo.

▪ **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.

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 se encuentra a la espera de la guía de presentación de 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, 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 Financiero³**

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 96.376 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 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 Recientes³**

Durante los primeros 9MAF06, finalizado el 30 de septiembre de 2006, la actividad económica en Venezuela ha mantenido su elevado dinamismo, reflejado en un incremento del producto interno bruto real en 9,6% en el primer semestre del año 2006 con relación al mismo período del año anterior. 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 20% 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 37%, 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, a fin de cubrir el flujo de caja libre deficitario, dadas las significativas inversiones de capital, se reflejó en la reducción del costo financiero implícito, considerando las menores tasas de interés internas, compensando parcialmente el aumento de la deuda financiera registrada en el período. Lo anterior, unido a la mejora del margen EBITDA permitió que la cobertura de gastos por intereses se mantuviera en un nivel adecuado de 6,8 veces.

Asimismo, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se mantuvo en valores satisfactorios a septiembre 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.

³ Cifras expresadas en bolívares constantes del 30 de septiembre de 2006.

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de septiembre 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	9 Sep-06	12 Dic-05	12 Dic-04	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01
Indicadores Financieros						
EBITDA/Gastos Financieros	6,75	6,66	6,88	7,21	5,64	24,32
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	-2,67	3,13	3,75	3,20	-5,64	N.D.
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	1,13	1,12	0,67	0,79	0,97	0,30
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	0,81	0,69	0,60	0,60	0,59	0,08
Deuda Total Ajustada/Capitalización	37,1%	33,7%	21,1%	21,1%	26,4%	8,4%
Estado de Resultados						
Ventas	264.406	294.625	246.882	214.138	217.890	176.457
Cambio (%)	19,7%	19,3%	15,3%	-1,7%	23,5%	N.D.
EBITDA	98.229	96.376	74.766	55.256	49.792	46.326
Margen EBITDA	37,2%	32,7%	30,3%	25,8%	22,9%	26,3%
Depreciación y Amortización	37.936	44.357	37.257	34.221	30.143	22.159
EBIT	60.293	52.020	37.509	21.035	19.650	24.168
Gastos Financieros	14.560	14.464	10.863	7.662	8.824	1.905
Costo Financiero Implícito (%)	15,2%	18,3%	23,1%	16,6%	28,3%	N.D.
Utilidad Neta	56.142	23.130	16.607	27.951	-14.926	19.469
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	30,22%	11,54%	9,43%	18,73%	-10,46%	N.D.
Retorno sobre Activo Promedio*	16,02%	6,56%	5,30%	8,99%	-5,45%	N.D.
Flujo de Caja						
Flujo de Caja Operativo	94.009	84.214	64.007	56.844	48.489	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	16.313	-39.196	-24.968	-17.138	48.129	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	110.322	45.019	39.039	39.706	96.618	N.D.
Inversión en Activos Fijos	-137.170	-51.114	-33.979	-30.761	-99.529	N.D.
Otras Inversiones, netas	5.351	1.182	4.670	-8.104	4.409	N.D.
Variación Neta de Deuda	27.355	33.790	-40.148	-38.760	-17.732	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	-18.119	0	8.942	112	1	N.D.
Otros financiamientos netos	12.572	6.726	16.665	29.284	25.000	N.D.
Variación Neta de Caja	311	35.603	-4.811	-8.524	8.766	N.D.
Flujo de Caja Libre	-37.187	-8.398	4.955	-305	-10.431	N.D.
Balance						
Caja y Valores Líquidos	41.584	41.272	5.670	10.481	19.005	10.239
Cuentas por Cobrar	49.276	41.577	25.160	4.446	13.132	9.320
Activos Totales	465.643	380.760	323.956	303.114	318.605	229.423
Deuda a Corto Plazo	70.554	41.536	35.583	24.596	21.400	8.288
Deuda a Largo Plazo	76.998	66.158	14.868	19.138	27.014	5.557
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	147.552	107.694	50.451	43.734	48.414	13.845
Total Patrimonio	249.974	211.950	188.820	163.271	135.209	150.134
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0
Total Capital	397.526	319.644	239.271	207.005	183.623	163.980
Liquidez						
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	48%	39%	71%	56%	44%	60%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,59x	0,99x	0,16x	0,43x	0,89x	1,24x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,46x	1,72x	1,61x	1,71x	1,65x	4,55x
Riesgo Cambiario						
Posición en Moneda Extranjera Neta (M de USD)	-14.812,0	495,0	-28.217,0	-36.843,0	-47.938,0	N.D.

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de septiembre de 2006)

Año	2007	>2007
Vencimientos	41.004	35.994

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