

Venezuela
Análisis de Crédito

Intervalores Casa de Bolsa C.A. INTERVALORES

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BB-(ven)
Nacional de Corto Plazo	B(ven)
Papeles Comerciales	B2

Información Financiera

INTERVALORES

	31/12/08 ^a	30/06/08
Activo Total (Miles Bs.F.)	38.640	15.088
Patrimonio (Miles Bs.F.)	9.364	12.995
Resultado Neto (Miles Bs.F.)	(1.597)	1.440
ROAA (%)	(9,2)	20,4
ROAE (%)	(32,1)	23,3
Patrimonio / Activos (%)	24,2	86,1

a Estados Financieros No Auditados

Analistas

Bruna Villalba
+58 212 286 3232
bruna.villalba@fitchratings.com

Jorge Yanes
+58 212 286 3844
jorge.yanes@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a INTERVALORES están fundamentadas por sus todavía adecuados niveles de capitalización y liquidez. Asimismo, dichas calificaciones incorporan la concentración de las fuentes de ingresos, la necesidad de una mayor consolidación de las herramientas y políticas de gestión de riesgo, así como la volatilidad del ambiente operativo venezolano.
- El crecimiento del volumen de activos, las pérdidas registradas, así como el reparto de dividendos ocurridos en el segundo semestre de 2008, se reflejaron en un importante deterioro de los niveles de capitalización (patrimonio/activos) hasta ubicarse en 24% a Dic-08 (promedio 2006-2007: 84%). No obstante, los mismos resultan todavía adecuados. Sin embargo, el mantenimiento de una política agresiva de dividendos podría generar presiones sobre este indicador. Por su parte, el incremento de la deuda financiera redujo los indicadores de liquidez a Dic-08, siendo que la relación de disponibilidades e inversiones a pasivos financieros se ubicó en 4 veces a diciembre del año 2008 (Diciembre 2007: 170 veces), niveles todavía considerados adecuados y que comparan favorablemente con los reflejados por otras instituciones del sector.
- La negociación de títulos valores ha representado el 52% de los ingresos promedio de la empresa en los últimos 3 años, lo que aunado a la poca profundidad del mercado de capitales venezolano ha derivado en inestables relaciones de rentabilidad. Si bien INTERVALORES ha realizado esfuerzos para promover ingresos en el área de finanzas corporativas, se anticipa que la concentración de ingresos continúe en niveles similares en el mediano plazo.
- Dada la especialización de las actividades de la empresa, así como la existencia de políticas internas que restringen las operaciones de financiamiento hacia clientes, el riesgo más representativo que enfrenta la empresa es el de mercado. Fitch considera que la consolidación de las herramientas y políticas para la gestión de riesgo contribuiría favorablemente con el perfil financiero de la empresa.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

La generación de una base de ingresos sostenible y diversificada que permita la estabilidad de la rentabilidad del negocio, así como la consolidación de políticas y herramientas para la gestión de riesgo, permitirían una mejora de las calificaciones otorgadas. Por su parte, deterioros adicionales en la base patrimonial de la empresa podrían afectar su perfil de riesgo.

Perfil

INTERVALORES fue constituida en 1984 con la finalidad de ofrecer servicios financieros orientados al manejo de portafolios de inversión, intermediación de títulos valores, operaciones de tesorería y finanzas corporativas. Desde sus inicios se ha especializado en la atención del segmento corporativo y grandes inversionistas individuales.

Perfil

Intervalores Casa de Bolsa, C.A (INTERVALORES) fue constituida en el año 1984, siendo que desde sus inicios se ha especializado en la atención tanto al sector corporativo como a los grandes inversionistas individuales, razón por la cual ha adaptado su estructura operativa y plataforma tecnológica a satisfacer las necesidades financieras de estos segmentos del mercado.

Si bien los servicios prestados por la empresa incluyen las áreas de intermediación de títulos valores, manejo de portafolios de inversión, finanzas corporativas y operaciones de tesorería, las operaciones de INTERVALORES muestran una importante concentración en actividades de compra venta de títulos valores, siendo que las ganancias por este concepto han representado en promedio para el período 2006-2008 un 52% del total de los recursos generados por la casa de bolsa. Si bien por el momento no se proyectan cambios en el modelo de negocios, se espera dar un mayor impulso en 2009 a la prestación de servicios en el área de finanzas corporativas.

La empresa ha sido controlada desde sus inicios por un empresario venezolano con amplia experiencia en el mercado local de capitales. Por su parte, la Junta Directiva se encuentra conformada por 5 personas, todos ellos involucrados en el proceso de toma de decisiones y en la operación del negocio sin que existan miembros externos independientes en línea con las mejores prácticas de gobierno corporativo.

Actualmente INTERVALORES se encuentra en negociaciones con un potencial nuevo accionista, cuya incorporación se espera se concrete a más tardar en el mes de julio del año en curso. En este contexto, en el segundo semestre del 2008 la compañía registró un incremento en cuentas por pagar a accionistas por un monto de aproximadamente Bs.F 5 millones, el cual se proyecta sea llevado a capital como parte de la suscripción a ser realizada por el nuevo socio. En caso de concretarse, la inclusión de este nuevo accionista fortalecería la base patrimonial de la empresa, a la vez que podría contribuir a mejoras en su estructura operativa.

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2004-2007 y Junio 2008, auditados por la firma Marambio, González y Asociados. Adicionalmente fueron analizados los estados financieros interinos correspondientes al segundo semestre del año 2008. Los mismos se encuentran elaborados en bolívares nominales sobre costo histórico, preparados con base en las normas e instrucciones establecidas por la CNV, las cuales en algunos casos difieren de los principios de contabilidad de aceptación general en Venezuela. Los estados financieros auditados ajustados por inflación se presentan como información complementaria. Es importante destacar que INTERVALORES registra parte de las ganancias generadas por la comercialización de títulos valores dentro de los ingresos financieros. En este sentido, para los últimos 6 semestres Fitch reclasificó tales ingresos dentro de "otros ingresos", en la información financiera mostrada en la página 5 del presente informe, por lo cual tal información no es estrictamente comparable con la registrada hasta diciembre del año 2005.

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".

Aspectos Regulatorios

Las operaciones de INTERVALORES se encuentran reguladas por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Dichas regulaciones no sólo disponen de requisitos para la constitución de las empresas y el tipo de operaciones que se pueden realizar, sino también imponen el cumplimiento de ciertas relaciones financieras de manera obligatoria. Dentro de algunas limitaciones impuestas por el regulador, destaca la posición en moneda extranjera, con la intención de evitar exposiciones innecesarias del patrimonio al riesgo cambiario. Por su parte, a diferencia de empresas que participan en otros sectores, la empresa también debe cumplir requisitos relacionados con niveles mínimos de capitalización, liquidez, endeudamiento y de transparencia de sus estados financieros. En definitiva, por ser INTERVALORES una empresa regulada, se encuentra sujeta a condiciones y exigencias que pueden afectar su operación. En ese sentido, posibles modificaciones o nuevas regulaciones podrían limitar de manera importante el desempeño financiero de la empresa, y por ende afectar negativamente su perfil de riesgo.

Adicionalmente, cabe mencionar que por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (febrero de 2003), limitando las operaciones en 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 e impone numerosas barreras a las empresas lo cual podría ocasionar: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) 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; d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero y e) Posibles contingencias legales derivadas de la aplicación de la Ley de Delito cambiario. Es importante destacar que el mantenimiento de un ambiente macroeconómico volátil y una mayor intervención regulatoria, podrían limitar la posibilidad de expandir el negocio y afectar los resultados de la empresa.

Riesgos

Dada la especialización de las actividades de la empresa, así como la existencia de políticas internas que restringen las operaciones de financiamiento hacia clientes, el riesgo más representativo al cual la misma se enfrenta es el de mercado, siendo que la escasa profundidad y continua volatilidad del mercado de valores venezolano se ha traducido en un importante riesgo de mercado para los intermediarios de títulos valores. En este sentido, las decisiones de inversión de la empresa son tomadas directamente por un Comité de Inversión, conformado por los miembros de la Junta Directiva de Intervalores. Fitch considera que una mayor consolidación de las herramientas y políticas para el manejo de riesgo de la empresa contribuiría favorablemente con su perfil financiero.

A Diciembre 2008, el portafolio de inversiones en títulos valores de INTERVALORES representaba 50% del total de activos de la casa de bolsa. En forma similar a otras instituciones del sector, y como consecuencia de anteriormente señalada poca profundidad del mercado de capitales venezolano, la mayor parte del mismo (86% a Dic-08) se encontraba concentrada en instrumentos de renta fija emitidos o respaldados por el gobierno venezolano. En este contexto, la volatilidad de los montos manejados es reflejo de las condiciones cambiantes enfrentadas por este mercado. Así, al cierre de 2008 la totalidad del portafolio de renta fija de INTERVALORES se encontraba colocado en Títulos de Interés de Capital Cubierto (TICC) emitidos por la República Bolivariana de Venezuela, los cuales a la fecha representaron 1,73 veces patrimonio, siendo que por este concepto la empresa registraba a la fecha pérdidas por Bs.F 930 millones, equivalentes a

un 10% del patrimonio. No obstante dichos instrumentos presentan una protección cambiaria para la institución, la concentración en un solo tipo de instrumentos, particularmente dada la inestabilidad actual de los mercados, agrega elementos de riesgo a la posición registrada por la empresa.

Con relación al portafolio de renta variable (equivalente al 14% del total de portafolio de títulos valores a Diciembre 2008), al cierre del segundo semestre de 2008 el mismo se encontraba compuesto en un 82% por la inversión de INTERVALORES en el puesto de bolsa, mientras el porcentaje restante estaba constituido por acciones de diferentes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas.

Desempeño Financiero

A partir del año 2006, las ganancias en compra-venta de títulos valores se han constituido como la principal fuente de ingresos de INTERVALORES, representando en promedio para los últimos tres años un 52% del total de recursos generados por la casa de bolsa. Para este mismo período, los ingresos por honorarios y comisiones se ubican en segundo lugar en orden de importancia (promedio 24%), mientras los rendimientos por inversiones complementan la base de ingresos de la empresa (promedio 20%). En este contexto, las condiciones menos favorables del entorno durante 2008 limitaron la capacidad de la empresa para una mayor generación de ingresos, con lo cual al cierre de 2008, los mismos se redujeron en un 54% con respecto al cierre del año anterior.

Por su parte, en el segundo semestre de 2008 la empresa realizó una colocación de papeles comerciales por 10 millones de bolívares fuerte, con el objeto de expandir su cartera de inversiones y soportar un mayor volumen de negocios. Sin embargo, los mayores gastos financieros generados por este concepto no fueron compensados por los ingresos producto de dicha expansión, lo que se resultó en un deterioro del margen financiero de la empresa hasta alcanzar valores negativos al cierre de diciembre del año 2008. Asimismo, el incremento de la deuda financiera redujo los indicadores de liquidez, siendo que la relación de disponibilidades e inversiones a pasivos financieros se ubicó en 4 veces a diciembre del año 2008 (Diciembre 2007: 170 veces). Estos niveles son todavía adecuados, a la vez que comparan favorablemente con los reflejados por otras instituciones del sector.

No obstante la estructura operativa de INTERVALORES se encuentra adaptada a la atención al segmento corporativo, la relación de gastos operativos sobre ingresos continúa comparando desfavorablemente con la reflejada por otras empresas del sector. A corto plazo, la gerencia de la institución proyecta la realización de una inversión en el área de tecnología (adquisición de hardware), por un monto aproximado de US\$ 500 mil, al tiempo que espera reforzar el área de ventas por medio de la contratación de nuevos ejecutivos, los cuales trabajarían bajo el modelo de outsourcing. Por su parte, a mediano plazo se proyecta la adquisición de un nuevo inmueble para el cambio de sede de las oficinas de la empresa. Las mayores presiones que dichas inversiones supondrían en los niveles de gastos de la empresa, colocan un mayor énfasis en la necesidad de contar una base de ingresos sostenible y diversificada que permita soportar la rentabilidad del negocio, a la vez que hacer frente a períodos de volatilidad del entorno operativo.

Con respecto a la capitalización, el crecimiento del volumen de activos, las pérdidas registradas, así como el reparto de dividendos ocurridos en el segundo semestre de 2008, se reflejaron en un importante deterioro de los niveles de capitalización (patrimonio/activos) hasta ubicarse en 24% a Dic-08 (promedio 2006-2007: 84%). No obstante, los mismos resultan todavía adecuados. Fitch anticipa que el mantenimiento de una política agresiva de dividendos, unido a los efectos negativos de la volatilidad del ambiente operativo venezolano sobre los resultados de la casa de bolsa, generarían mayores presiones sobre estos indicadores.

Resumen Financiero - Intervalos Casa de Bolsa, C.A.

(Cifras consolidadas expresadas en miles de bolívares fuerte*)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período

	2.149	2.150	2.150,00	2.150,00	2.150,00	2.150,00	2.150,00
	6 meses	6 meses	6 meses	6 meses	6 meses	6 meses	6 meses
	Dic-08	Jun-08	Dic-07	Jun-07	Dic-06	Jun-06	Dic-05

Principales Indicadores Financieros

Liquidez

(Disp. + Inversiones)/Pasivo Financiero 3,48x 0,00x 170,36x 144,92x 78,04x 17,00x 51,57x

Rentabilidad

Gastos Operativos/Ingresos Totales³ 125,7% 63,3% 71,8% 40,9% 31,8% 58,7% 59,4%

Resultado Neto/Ingresos Totales³ -74,0% 36,4% 27,6% 47,4% 64,3% 39,8% 37,4%

Margen Financiero Neto/Activo Promedio -2,2% 3,3% 8,8% 15,6% 17,4% 4,8% 40,5%

ROAA -9,2% 20,4% 19,8% 20,3% 30,2% 17,9% 8,1%

ROAE -32,1% 23,3% 24,3% 26,5% 35,6% 20,0% 15,3%

Apalancamiento

Patrimonio/Activo 24,2% 86,1% 89,6% 73,7% 80,3% 91,0% 88,0%

Pasivos Totales / Activos Totales 0,76x 0,14x 0,10x 0,26x 0,20x 0,09x 0,12x

Pasivos Totales / Total Patrimonio 3,13x 0,16x 0,12x 0,36x 0,25x 0,10x 0,14x

Pasivos Financieros Directos/ Total Patrimonio (CNV) 1,09x 0,00x 0,01x 0,01x 0,01x 0,05x 0,02x

Activo Total y Ope. Contingentes Pond./Patrimonio Primario 92% 116% 196% 152% 119% 145% 150%

Riesgo Cambiario

Posición Neta en Moneda Extranjera (Miles de US\$.) 405,91 1810,73 906,65 594,66 764,60 515,07 931,72

Resultados

Ingresos Financieros Totales 664 238 591 1.019 811 180 2.042

Egresos Financieros Totales 1.042 7 13 80 14 11 14

Margen Financiero Bruto -377 231 579 939 797 169 2.028

Gastos por Provisiones 0 0 0 0 0 0 1

Margen Financiero Neto -377 231 579 939 797 169 2.027

Honorarios y Comisiones 196 1.158 1.962 2.030 205 -357 -122

Ganancia Cambiaria 0 0 0 0 0 0 0

Otros Ingresos 1.297 2.563 2.171 -473 1.133 1.760 -838

Resultado en Operación Financiera 1.116 3.951 4.712 2.496 2.136 1.571 1.066

Gastos Operativos 2.711 2.505 3.393 1.055 684 930 642

Resultado Neto -1.597 1.440 1.304 1.222 1.383 629 404

Flujo de Caja

Flujo por Actividades Operativas n.d 1.152 (1.118) 4.803 1.309 (744) (7.425)

Flujo por Actividades de Inversión n.d 928 210 (546) (541) 1.341 (1.079)

Flujo por Actividades de Financiamiento n.d (67) (15) (13) (252) 228 118

Flujo de Efectivo Neto n.d 2.013 (923) 4.244 517 826 (8.386)

Balance

Disponibilidades 16.078 9.385 7.372 8.298 4.054 3.537 2.711

Portafolio de Inversiones 19.310 2.793 4.075 3.574 3.342 2.352 3.373

Activos Financieros Directos 0 0 0 0 0 0 0

Otros Activos 3.251 2.910 1.684 1.297 3.497 1.558 514

Total Activo 38.640 15.088 13.131 13.169 10.894 7.448 6.598

Pasivos Financieros Directos 10.170 0 67 82 95 346 118

Bancos y Títulos 10.170 0 67 82 95 346 118

Reportos 0 0 0 0 0 0 0

Pasivos indexados a títulos 0 0 0 0 0 0 0

Otros Pasivos 19.107 2.093 1.303 3.387 2.050 324 674

Total Pasivo 29.277 2.093 1.371 3.469 2.145 670 792

Capital Social 3.000 3.000 3.000 3.000 3.000 3.000 3.000

Total Patrimonio 9.364 12.995 11.761 9.700 8.749 6.778 5.806

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de Diciembre del año 2008)

Año

Vencimientos

¹ Utilidad antes de Impuestos

² Pasivos Financieros=Obligaciones con Bancos + Obligaciones por Reporto+ Pasivos Financieros Indexados a Títulos Valores

³ Ingresos Totales=Ingresos Financieros+Honorarios, Comisiones y Otros Ingresos

Copyright © 2007 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos