



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista
Pablo Besio M.
Tel. (56-2) 433 5200
pablo.besio@humphreys.cl

Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa

Mayo 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
	Categoría
Solvencia	AA-/Nivel 1+
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31-Dic-10

Estado de Resultados					
Miles de Pesos Dic. 2010	2006	2007	2008	2009	2010
Comisiones por Operaciones en Rueda	10.557.653	13.730.620	12.004.074	17.422.807	17.481.701
Comisiones por Operaciones Fuera de Rueda	8.850.833	11.810.044	8.541.183	51.127	789.259
Utilidades por Ventas de Cartera Propia	727.937	1.818.906	1.954.800	4.563.756	3.978.955
Ingresos por Operaciones a Futuro	1.973.909	4.612.931	4.699.504	2.314.914	3.645.474
Ingresos por Intereses y Dividendos de Cartera Propia	866.471	2.084.927	2.510.067	927.461	2.904.463
Ingresos por Administración de Cartera y Custodia de Valores	848.871	1.533.410	803.588	945.875	1.604.864
Asesoría Financiera	384.228	352.573	350.079	233.068	2.091.099
Otros Ingresos Operacionales	1.338.011	1.141.112	979.430	9.727.822	12.866.941
Total Ingresos Operacionales	25.547.914	37.084.523	31.842.725	36.186.830	45.362.756
Comisiones y Servicios	1.269.708	1.498.659	2.113.336	2.041.086	2.450.247
Pérdidas por Menor Valor de Cartera Propia	62.312	168.432	477.435	159.208	658.695
Pérdidas por Ventas de Cartera Propia	175.332	535.909	1.964.933	283.458	512.282
Gastos por Operaciones a Futuro	1.503.103	3.749.913	4.195.210	1.191.477	2.439.375
Gastos Financieros	169.559	309.126	316.724	335.966	461.039
Gastos de Administración y Comercialización	13.954.846	18.813.298	19.391.818	20.821.593	27.423.357
Amortizaciones y Depreciaciones	232.741	191.038	235.819	263.204	245.941
Otros Gastos Operacionales	147.538	806.641	963.195	338.699	360.505
Total Gastos Operacionales	17.515.139	26.073.016	29.658.470	25.434.690	34.551.441
Total Resultado Operacional	8.032.775	11.011.508	2.184.255	10.752.140	10.811.315
Total Resultado no Operacional	1.310.383	2.816.778	9.854.862	6.522.194	10.589.178
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	7.763.303	11.069.378	10.235.591	15.883.560	18.793.613

Balance General					
Miles de Pesos Dic. 2010	2006	2007	2008	2009	2010
Disponible	9.490.279	10.822.459	6.577.743	6.896.011	31.831.334
Títulos de Renta Variable	10.122.626	10.895.313	12.717.878	14.965.457	23.910.561
Títulos de Renta Fija	1.318.519	944.710	8.336.028	7.695.968	10.330.129
Derechos por Operaciones a Futuro	55.616.491	93.893.247	111.177.394	100.231.558	173.310.967
Derechos por Intermediación	66.664.734	77.944.671	124.472.809	100.726.158	41.054.975

Títulos entregados en Garantía	10.093.463	11.518.872	5.860.866	11.722.325	20.610.193
Ctas. Corrientes con Personas y Empresas Relacionadas	3.585.745	3.055.699	5.271.677	14.407.152	13.295.151
Total Activos Circulantes	159.683.607	211.634.364	280.117.620	286.736.381	437.497.117
Total Activos	165.302.144	217.249.287	285.378.739	292.515.343	444.102.697
Obligaciones con Bancos e Instituciones Financieras	7.685.294	3.814.338	1.115.457	2.645.293	5.611.144
Obligaciones por Operaciones a Futuro	56.557.346	94.090.196	111.060.577	101.158.901	174.243.586
Acreeedores por intermediación	72.289.276	84.690.295	122.473.332	99.236.785	40.956.888
Total Pasivos Circulantes	142.587.801	190.636.148	252.782.389	244.087.271	389.222.665
Total Pasivos Largo Plazo	934.565	855.914	786.217	745.603	626.597
Total Patrimonio	21.779.778	25.757.225	31.810.133	47.682.469	54.253.435
Total Pasivos y Patrimonio	165.302.144	217.249.287	285.378.739	292.515.343	444.102.697

Opinión

Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa (LVCB) fue fundada en 1934 por los hermanos Fernando y Leonidas Larraín Vial. Actualmente **LVCB**¹, junto con Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Larraín Vial Corredores de Bolsa de Productos S.A., forman parte del *holding* Larraín Vial S.A., entidad que cuenta con un Departamento de Estudios que sirve de apoyo a todas sus filiales.

La clasificación de **LVCB** en "Categoría AA-" (largo plazo) y "Nivel 1+" (corto plazo) se fundamenta principalmente en el desarrollo de un modelo de negocio que tiende a reducir la fluctuación y el riesgo de sus resultados mediante la generación de ingresos vía cobro de comisiones, y a la mantención de un balance conservador que presenta baja exposición a la renta variable, un adecuado calce entre sus derechos y obligaciones, un reducido riesgo crediticio y suficientes niveles de garantías en operaciones a futuros. Asimismo, reconoce la fortaleza de su franquicia dentro del mercado nacional y la conformación de un grupo de profesionales con amplia experiencia y adecuada formación profesional dentro de sus respectivas áreas de acción.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la existencia de un sistema de remuneraciones que alinea los objetivos de la organización con los del personal, y por la posesión de una amplia base de clientes que reduce la concentración de los mismos. También

¹ Ver estructura de **LVCB** en Anexo 1.

valora los años de permanencia y experiencia dentro de la industria y su capacidad de adaptación a los cambios económicos que se han sucedido a lo largo del tiempo.

Por otra parte, dentro de los elementos que restringen la clasificación se considera la existencia de una competencia con fuerte capacidad de apoyo de sus accionistas controladores (tanto en términos monetarios y de *know how*) y la exposición de la corredora a situaciones que pudieran afectar a otras empresas del grupo, sobre todo por la existencia en su interior de cuentas corrientes mercantiles con entidades relacionadas. También se reconoce la volatilidad inherente de los mercados de capitales y el gran crecimiento que han mostrado, tanto nacional como internacional, lo que atrae nuevos partícipes a la industria e intensifica los niveles de competencia.

Dentro de los desafíos que deberá enfrentar la sociedad figura la necesidad de consolidar el proceso de internacionalización, no sólo en cuanto a resultados, sino que también en términos organizacionales, de control, auditoría y de sistemas, debiendo adaptándose a los requerimientos que imponen los mercados más avanzados en estas materias y a la sofisticación de productos, manteniendo los costos en niveles que le sigan otorgando la flexibilidad que ha mantenido hasta el momento.

La clasificación considera, además, los avances efectuados por la organización durante los últimos dos años para alcanzar niveles más elevados en materia de control, en particular de los riesgos operativos, logrando a la fecha un estándar que facilita el crecimiento seguro de la compañía y, por lo tanto, reafirma la categoría de riesgo asignada.

Adicionalmente, no es ajeno al proceso de evaluación el hecho de que la sociedad, en su calidad de corredora de bolsa, se ha sometido a instancias de control y supervisión, tanto nacional como internacional, como son la Superintendencia de Valores y Seguros, la Bolsa de Comercio de Santiago, FINRA y la SEC, entre otras.

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*", considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la firma mantenga su perfil de negocio o, en su defecto, en caso de aumentar el riesgo y sofisticación de sus operaciones ello se lleve a cabo conjuntamente con un fortalecimiento patrimonial y/o con la aplicación de prácticas corporativas acorde con los requerimientos que sus operaciones necesiten.

Resultados recientes²

Durante 2010 la corredora obtuvo ingresos operacionales por \$ 45.362 millones (aproximadamente US\$ 96,9 millones), lo que representó un incremento real de 25% en relación con el año anterior. Dentro de estos ingresos destacan las comisiones por operaciones fuera y dentro de rueda, las que en conjunto presentan una importancia relativa de 58,7% (a diciembre de 2009 dicha proporción llegaba a un 65%), incluyendo \$ 8.383 millones en comisiones por fondos mutuos. Por su parte, los ingresos asociados a cartera propia (dividendos e intereses por este concepto, más utilidad por venta de cartera propia) representaron el 15% del total de ingresos operacionales, similar al porcentaje observado el año 2009.

En el mismo período, los gastos operacionales de la sociedad ascendieron a \$ 34.551, lo que implicó un aumento real de 35,8% en comparación con el año 2009, representando el 76,16% de los ingresos operacionales, lo que se compara desfavorablemente con el 70,3% exhibido en 2009. El ítem gastos de administración y comercialización representa la partida de mayor importancia, alcanzando 79,4% del total de gastos operacionales (81,8% en el 2009).

Todo lo anterior se tradujo en un aumento del resultado operacional de la empresa, el que pasó desde los \$ 10.752 millones de 2009 a los \$ 10.811 millones de 2010, un alza de 0,6%. Paralelamente, la utilidad final del ejercicio fue de \$ 18.793 millones, un 18,3% más que los \$ 15.833 millones alcanzados el año anterior.

A diciembre de 2010 el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 54.253 millones, creciendo 18,3% en relación a igual fecha del año 2009. Dicho patrimonio se compone en 69,5% por utilidades retenidas, porcentaje que llegaba a 45,8% en 2009.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría AA-

Corresponde a aquellos instrumentos³ que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

² Para las cifras expresadas en dólares, se utilizó el tipo de cambio al 31 de diciembre, correspondiente a \$ 468,01 / dólar

³ Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos⁴ que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Valor de la franquicia “Larraín Vial”: LVCB, y el grupo en general, ha logrado una fuerte presencia dentro del mercado de valores chileno, tanto en términos de posicionamiento de su marca, como en la extensión de su trayectoria empresarial y los niveles de volúmenes transados en acciones. Todos estos atributos ubican a la sociedad entre las entidades líderes del rubro, favoreciendo y fortaleciendo su relación con los emisores e inversionistas.

A la fecha, la entidad cuenta con más de 32.000 clientes -tanto *retail* como inversionistas calificados-, alcanzando durante 2010 un total de transacciones por US\$ 68 mil millones, lo que le significó ubicarse como la séptima mayor corredora del mercado, incluyendo todo tipo de instrumentos. En las transacciones de renta variable, en tanto, se posicionó en el segundo lugar en montos transados, con US\$ 22,5 mil millones y una participación del 16,72%.

Calidad del equipo profesional: Los socios de la firma han sido pioneros en el desarrollo del corretaje accionario dentro del mercado chileno (crearon la empresa en 1934), incorporando un *staff* de profesionales que mezcla adecuadamente experiencia y una elevada formación académica en sus respectivas áreas. **Humphreys** considera este atributo altamente relevante en una sociedad orientada al servicio financiero y que ofrece una amplia variedad de productos de complejidad creciente en el tiempo.

Adecuado incentivo del recurso humano: Asociado a la alta capacidad de los ejecutivos de Larraín Vial, el grupo posee un sistema de incentivos y de remuneraciones que permite que sus equipos de trabajo participen de los éxitos económicos de la organización, favoreciendo así la retención de los profesionales que agregan mayor valor a la empresa. Por otra parte, el mismo

⁴ Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas.

sistema de retribución facilita la adecuación de los gastos principales de la organización en períodos de baja en el dinamismo del negocio, por cuanto poseen un alto componente variable en proporción de los resultados obtenidos.

Trayectoria probada en el tiempo: Los más de 75 años de existencia de la sociedad le han permitido conocer de cerca diversos escenarios económicos y políticos que se han sucedido en Chile, entre los que se incluyen períodos altamente recesivos (crisis del año 1982) y políticamente inestables (período 70-73). En años más recientes, la sociedad ha enfrentado exitosamente todas las crisis que han afectado al mercado local, tanto por factores internacionales (crisis asiática y “*subprime*”) como nacionales (caso Inverlink).

Tendencia a disminuir los riesgos asociados a los ingresos: No obstante que la operación de corretaje de acciones continúa siendo su principal negocio, la empresa ha desarrollado una estrategia para diversificar su base de clientes (hoy en día cuenta con más de 32.000), incorporando nuevos productos al mercado y centrando sus esfuerzos en la generación de ingresos por concepto de comisión (en torno al 40% en 2010 y a 48% en 2009).

Importante diversificación geográfica: La compañía está presente en cinco países de América (Perú, Colombia, Brasil, Chile y E.E.U.U), así como en las más importantes ciudades de Chile (Santiago, Antofagasta, La Serena, Valparaíso y Viña del Mar, Concepción, Temuco y Puerto Montt).

Factores de Riesgo

Competidores dependientes de grupos controladores fuertes: Parte importante de los principales competidores en el mercado local pertenecen a grupos económicos de alta relevancia en el contexto nacional y/o internacional, lo que no sucede en el caso de **LVCB**. Esta diferenciación podría cobrar importancia en períodos de crisis severas, puesto que los respectivos grupos serían capaces de apoyar la gestión de sus corredoras-filiales en caso de dificultades (debe considerarse que la mayoría de dichas matrices presentan información pública y clasificación de riesgo por entidades independientes, lo cual avala su nivel de solvencia). Por otra parte, formar parte de grupos que participan en mercados más desarrollados facilita a las filiales locales el acceso a *know how* a un menor costo.

Eventuales externalidades negativas del grupo: Si bien las diferentes sociedades del grupo “Larraín Vial” permiten generar sinergias entre sí, también es cierto que la corredora no estaría inmune a situaciones negativas que pudieren afectar a las restantes empresas, incluyendo

problemas de tipo financiero, en especial si se considera que entre ellas existen cuentas corrientes mercantiles. A este respecto, se debe tener en consideración que las restantes compañías del grupo no mantienen clasificación de solvencia por entidades independientes.

Dinámica del Mercado de Valores: La volatilidad del mercado de valores, en especial en épocas de crisis profundas, afecta fuertemente a las corredoras tanto por la reacción de sus clientes (que tienden a refugiarse en entidades bancarias de mayor tamaño, así como también migrar hacia productos de renta fija, los que en promedio generan una menor comisión a la corredora), como por los resultados de sus propias inversiones (lo que se ve atenuado por la menor proporción mantenida por **LVCB** bajo este concepto, en comparación con el resto de la industria: 8,8% de sus ingresos correspondieron en 2010 a ganancias por venta de cartera propia, versus el 11,2% del promedio de todas las corredoras, situación que ha sido sostenida en el tiempo). Asimismo, el desarrollo de los mercados lleva a la generación de productos más complejos, muchas veces de mayor riesgo. Todo lo anterior obliga a las entidades a una constante actualización de los mecanismos de control de riesgo y a la mantención de una posición patrimonial que considere eventuales crisis financieras.

Desafíos de corto y mediano plazo: La organización deberá ser capaz de consolidar adecuadamente los cambios que se están produciendo en las áreas de control y sistemas, profundizando un enfoque de anticipación más que de detección de conflictos, pero manteniendo niveles de gasto capaces de soportar eventuales disminuciones en los márgenes del negocio producto de posibles incrementos en la intensidad de la competencia al interior de la industria, sobre todo con respecto a la competencia en los nuevos mercados que está abriendo la compañía.

Aspectos Generales

LVCB, además de las actividades de corretaje bursátil, ofrece una amplia gama de productos a sus clientes, entre los que destacan asesorías y alternativas de inversión en el mercado local y extranjero, tanto para minoristas como para clientes institucionales. Sus operaciones se canalizan por medio de cuatro áreas de negocios: Finanzas Corporativas, Área de Distribución Institucional (ADI), Distribución Comercial Minorista (La Red) y Administración de Cartera (Gestión Global) (ver Anexo).

Es importante considerar para una mayor caracterización de **LVCB** que la empresa forma parte del *holding* Larraín Vial S.A., entidad que a través de diferentes filiales ofrece una variada gama de servicios financieros que incluye, además, la administración de fondos por cuentas de

terceros, la colocación de instrumentos de oferta pública en el mercado, la apertura de empresas en bolsas, reestructuraciones de deuda, corretaje en bolsa de productos y la asistencia profesional en diversas materias de índole financiero y económico, con operaciones además en Perú, Colombia y recientemente Brasil y EE.UU. Todas estas líneas de negocio, en mayor o menor grado, se potencian y fortalecen entre sí mediante la entrega de una propuesta integral a sus clientes⁵.

Un hecho que vale la pena destacar dentro del grupo es la fusión en 2009 de Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Consorcio S.A. Administradora General de Fondos, lo que le permitió al *holding* aumentar el número clientes, presentándose entonces la oportunidad para ejecutar un mayor volumen de negocios, lo que repercute positivamente en **LVCB**. Adicionalmente, Larraín Vial obtuvo la autorización de Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) para operar como corredora en el NYSE de Estados Unidos, creando para ello LarraínVial Securities US, y recibiendo el año 2010 la certificación ante la Securities and Exchange Commission (SEC). Asimismo, se asoció con Templeton, DWS y BlackStone para poder ser el Agente de sus fondos en Chile, lo que amplía aún más la posibilidad de aumentar la escala de la compañía. **LVCB** contaba con más de 32.000 clientes y 687 trabajadores a diciembre de 2010, de los cuales 48 corresponden a la corredora. Durante 2010, el total de ingresos generados por la corredora representaron un 75% de los ingresos totales del grupo Larraín Vial.

LVCB tiene una posición destacada en el mercado accionario. Durante 2010 el volumen de renta variable transado por la compañía bursátil ascendió a US\$ 22,5 mil millones, logrando posicionarse como la segunda corredora en las operaciones totales de este tipo de instrumentos, con una cuota de mercado de 22,3%.

En términos de control de riesgos, la compañía finalizó un proceso de revisión corporativa de sus procesos a través de una asesoría externa de PriceWaterhouseCoopers, sobre la base de la cual se definieron, identificaron y ponderaron los distintos riesgos operativos asociados a los negocios del grupo, habiendo terminado la etapa de implementación de planes de acción para los riesgos críticos. Asimismo, comenzó la implementación de distintas políticas y procesos para disminuir al mínimo los riesgos operativos, entre los que se encuentra el desarrollo de un nuevo sistema de riesgo operacional, basado en prever los riesgos inherentes a la operación, así como, la creación de un comité de riesgo operacional, en el cual participan un director y el gerente general. Si bien los riesgos anteriormente ya eran controlados, la actual evaluación apunta a una mayor

⁵ En todo caso, la opinión de **Humphreys** en cuanto a la categoría de riesgo asignada está limitada exclusivamente a **Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa**.

automatización y control en línea de los mismos, lo que en opinión de **Humphreys** coincide con los estándares requeridos por una institución perteneciente a la familia de las "Categorías AA".

Asimismo, es importante destacar que la alta administración de Larraín Vial se encuentra comprometida con el desarrollo tecnológico de la compañía, tanto en términos de recursos humanos como monetarios. En ese aspecto se destaca la constante búsqueda de mejoras en los sistemas para reforzar aún más la orientación a una mayor seguridad operacional, a través de mayores controles automatizados y la integración de las plataformas que interactúan actualmente en los distintos negocios realizados por Larraín Vial, así como de proveer una solución eficaz, que sustente el crecimiento futuro de la compañía. En opinión de la clasificadora, si bien la visión de la administración se encuentra en un enfoque acorde a lo esperado en términos de aminorar el riesgo de la empresa, es necesario evaluar con detención los avances en la implementación de los cambios.

En términos de auditoría interna, luego de una reestructuración realizada hace un par de años, Larraín Vial buscó fortalecer la misma y darle una visión de auditoría de procesos, en línea con las utilizadas en instituciones bancarias. El objetivo definido para esta función fue alcanzar en un plazo de tres años un mapa de riesgo para todos los procesos del grupo, precisamente con la intención de identificar los riesgos (prevención) en lugar de solucionar conflictos ya producidos (contraloría detectiva). A la fecha, el programa de auditoría se ha desarrollado de manera adecuada, cumpliendo cerca del 100% de sus objetivos trazados, incluso frente a la coyuntura económica negativa observada en 2008 y 2009, la cual ha requerido especial atención y la asignación de mayores recursos a temas de contingencia. A juicio de **Humphreys**, la nueva estructura del área de auditoría se enmarca de manera adecuada en la visión del grupo de lograr minimizar y controlar los riesgos asociados a sus operaciones.

Estructuras de Activos y Pasivos de Corto Plazo

A diciembre de 2010, el activo circulante alcanzaba una proporción de 98,5% del total de activos de **LVCB** (98% un año atrás, en diciembre de 2009), estando compuesto principalmente por deudores por intermediación⁶ (9,4% en 2010, 35,1% un año atrás), derechos por operaciones a futuro (39,6% y 34,95%, respectivamente) y documentos y cuentas por cobrar (28% y 10,4%, respectivamente). Por su parte, el pasivo circulante, que representa el 87,6% del pasivo total, está compuesto, entre otros, por obligaciones por operaciones a futuro⁷ (44,76% en 2010 y

⁶ Corresponde al desembolso monetario que hace **LVCB** al tomar posiciones por órdenes de terceros, generándose un crédito de hasta 48 horas.

⁷ Éstas corresponden a la contraparte de los Derechos por Operaciones a Futuro descritas anteriormente.

41,4% en 2009) y documentos y cuentas por pagar de corto plazo (14% y 7,8%, respectivamente).

Cabe mencionar que, además de minimizarse su riesgo mediante una adecuada política de calce, las operaciones a futuro están respaldadas o garantizadas por instrumentos financieros de elevada calidad crediticia en el caso de los títulos de renta fija involucrados en los compromisos con "retrocompra" o "retroventa" (preferentemente títulos del Estado, de instituciones financieras y de empresas con elevada clasificación de riesgo), o de una elevada presencia bursátil y nivel de cobertura en el caso de las "simultáneas", todo lo cual ayuda reducir el riesgo de dichas operaciones.

La política conservadora en el manejo de los activos y pasivos ha quedado de manifiesto en la capacidad que ha tenido el balance de la compañía para enfrentar la severa crisis financiera de fines de 2008 y la mayor parte de 2009, y que en el caso del mercado bursátil implicó una drástica caída en el precio de los títulos accionarios. Así, si bien la utilidad en 2008 disminuyó, lo hizo sólo un 7,5% con respecto a 2007, y en 2009 fue superior a los \$ 15.500 millones, más de un 55% en relación al año anterior.

Las transacciones por intermediación, entretanto, también se encuentran adecuadamente calzadas. Asimismo, los deudores por este concepto corresponden, principalmente, a otras instituciones de corretaje, la gran mayoría con prestigio y trayectoria en el mercado. Adicionalmente, todas las corredoras de bolsa son entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros y por la Bolsa de Comercio. Por otra parte, cabe destacar que los clientes de **LVCB** respaldan sus operaciones mediante la suscripción de un mandato mercantil, documento que facilita la exigibilidad de todas las garantías que se han entregado en los distintos tipos de transacciones.

En términos de efectos patrimoniales, los activos y pasivos correspondientes a las cuentas de derechos y obligaciones por intermediación y otros contratos muestran un calce bastante adecuado, que no involucra de manera significativa el patrimonio de la sociedad. En términos netos, la diferencia entre las respectivas cuentas de activos y pasivos para estas operaciones muestran un resultado negativo (activos menores a pasivos) correspondiente a un 1,54% del patrimonio, diferencia que es mayor que el 1,2% (positivo, activos mayores que los pasivos) de diciembre de 2009. Incluso si se consideran los montos brutos para un tipo de operación en particular, la pérdida máxima a la que se vería expuesta la empresa es de 2,24% del patrimonio, para el caso de los compromisos de compra.

M\$	Activos	Pasivos	Diferencia	% sobre Patrimonio
Compromisos de compra	81.041.364	82.254.583	-1.213.219	-2,24%
Compromisos de venta	13.699.646	13.690.029	9.617	0,02%
Contratos a futuro	-	-	-	0,00%
Otras operaciones a futuro	78.569.957	78.298.974	270.983	0,50%
Contratos Underwriting	-	-	-	0,00%
Intermediación	41.054.975	40.956.888	98.087	0,18%
Total	214.365.942	215.200.474	-834.532	-1,54%

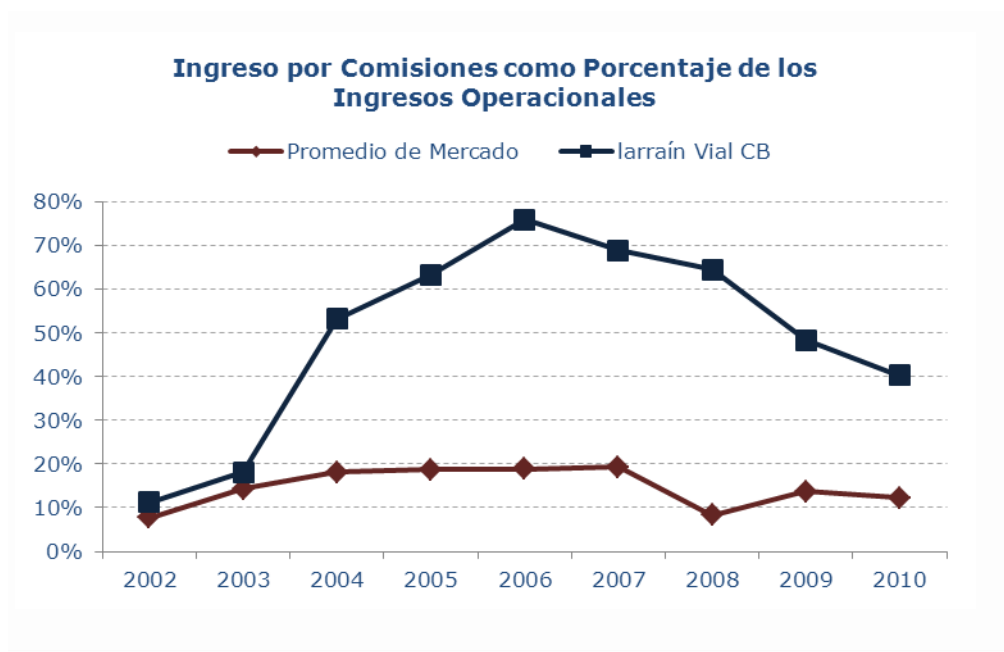
Estructura de Resultados

Durante los últimos años **LVCB** ha presentado un importante crecimiento en sus resultados, incrementándolos de manera real en cuatro de los últimos cinco períodos anuales. Bajo el turbulento escenario económico de 2008 y 2009, la empresa experimentó una caída de la utilidad final de 7,5%, resultando bastante suave dado el escenario de fuerte contracción visto ese año (lo que valida su estrategia basada, principalmente, en la generación de ingresos por comisiones). Por el contrario, y siguiendo la senda del año 2009, en 2010 **LVCB** alcanzó un resultado de \$ 18.793 millones, 18,3% más que en 2009.

Buena parte del mayor resultado obtenido durante 2010 se explica por el mejoramiento de las condiciones económicas durante el año, lo que estimuló la toma de riesgos por parte del mercado, aumentando así el volumen de transacciones realizadas por los clientes, e incrementándose con ello tanto los ingresos como el resultado final. También influyó en esta mejora el trabajo por mantener los clientes tradicionales con que opera la empresa, en particular los institucionales, la ampliación de la base de clientes, las asesorías financieras, y por una oferta diversificada de productos ofrecidos por el *holding*.

Este crecimiento ha sido acompañado de una estructura de ingresos más intensiva en el cobro de comisiones (que representan ingresos menos riesgosos), lo cual, junto con fortalecer los márgenes del negocio, ha conllevado comparativamente a una baja importancia relativa de los ingresos por administración de cartera propia (más riesgosos) y, por ende, a una menor exposición a las fluctuaciones en el precio de los activos financieros.

A continuación se presenta la evolución de las comisiones como proporción de los ingresos operacionales de **LVCB**, y su comparación con el promedio de todas las corredoras de bolsa:



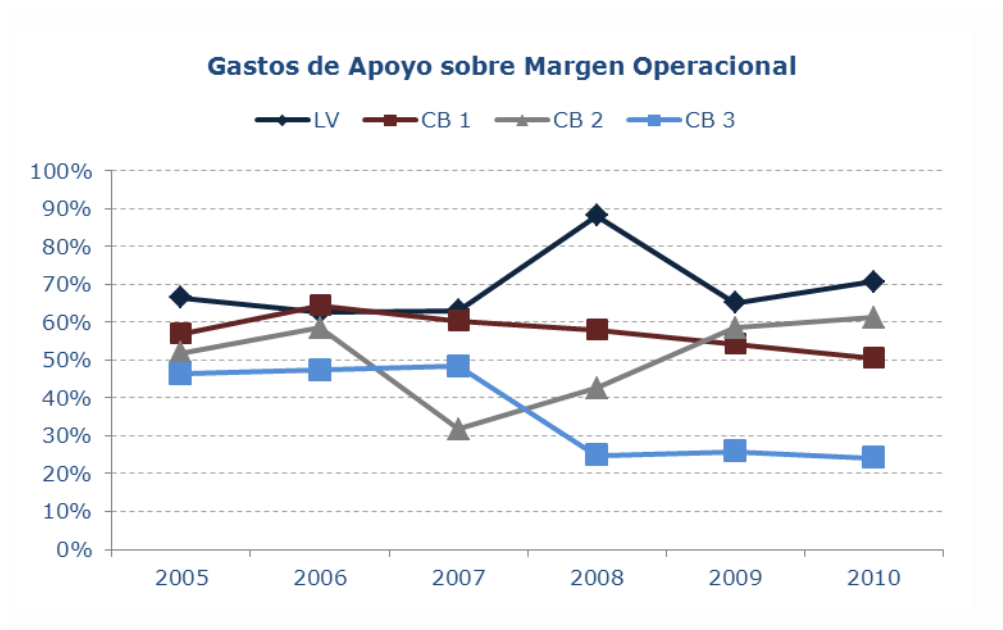
Como se aprecia, la proporción de las comisiones en el total de ingresos operacionales de la empresa ha sido históricamente mayor que la del mercado, promediando 59,6% en los últimos cinco años. Incluso, la proporción es mayor que la que se muestra para los dos últimos períodos, puesto que el ítem "otros ingresos operacionales" cobra alta importancia en la operación en tal período, correspondiendo cerca de un 88,6% de ellos a comisiones por fondos mutuos y por cambios internacionales y a otras comisiones, que no se incluyen en los resultados del gráfico.

En cuanto al resultado no operacional, en 2010 aumentó un 62,4%, a \$ 10.589 millones, explicado casi completamente por el aumento en utilidades por inversiones permanentes, que representan habitualmente una alta proporción de este resultado.

En términos de eficiencia, durante 2010 la relación de gastos⁸ sobre margen operacional aumentó con respecto de igual período del año anterior, alcanzando el 71% del margen (65,1% en 2009). Aun así, la relación es mayor que la de otras tres corredoras que desarrollan la misma actividad⁹ y en condiciones similares a la empresa, y por sobre el 51,4% de promedio del total de corredoras operando en Chile. En tanto, dentro de los gastos de la entidad destacan los asociados a remuneraciones, con un alto componente variable -lo que permite mayor flexibilidad ante situaciones de escenarios negativos-, y los pagos realizados a Asesorías Larraín Vial Ltda. por concepto de servicios de apoyo a la administración (*back office*).

⁸ Gastos de Administración y ventas más Otros Gastos Operacionales

⁹ Identificadas como "CB1", "CB2" y "CB3".



Indicadores financieros de la industria

Durante los últimos años **LVCB** ha presentado una adecuada administración del riesgo financiero, lo que ha implicado alcanzar apropiados índices de fortaleza y estabilidad de sus ganancias, de liquidez, y de adecuación de capital. Además, la alta flexibilidad de sus gastos – dado lo relevante del componente variable en ellos– facilita la obtención de resultados positivos, aun bajo escenarios de menor dinamismo de la industria, como se observó durante 2008. Es así como, pese al aumento de la competencia, sobre todo durante los últimos años, ha mostrado un sostenido liderazgo, ha mantenido sus altos márgenes y no ha resentido su riesgo.

A continuación se presentan varios indicadores financieros¹⁰ relevantes para la industria a la que pertenece **LVCB**, comparándola con las mismas tres corredoras anteriormente indicadas. A través de los siguientes gráficos (ver nota al pie N°9 con las ecuaciones de cada cálculo) se podrá observar el adecuado comportamiento financiero que a diciembre de 2010 presentaba **LVCB**.

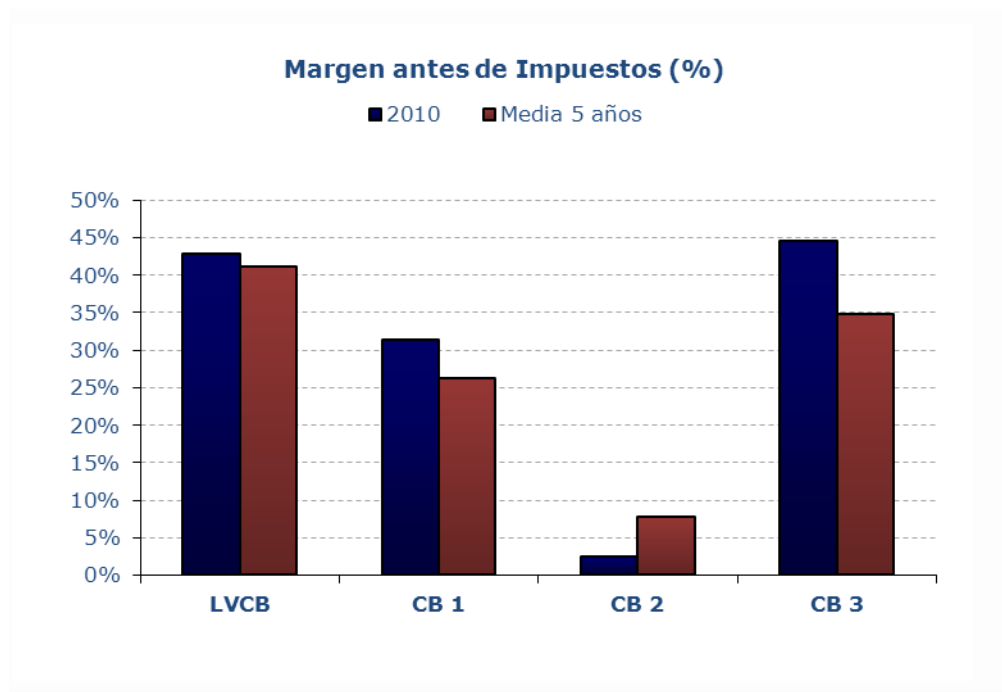
¹⁰ **Margen Antes de Impuestos:** Promedio ponderado de Resultados Antes de Impuestos sobre Ingresos Operacionales de los últimos 3 años móviles (60% el año 2010, 20% el año 2009 y 20% el año 2008).

Volatilidad de Resultados: Coeficiente de Variación (desviación estándar sobre promedio) de los Resultados Antes de Impuestos de los últimos 12 trimestres.

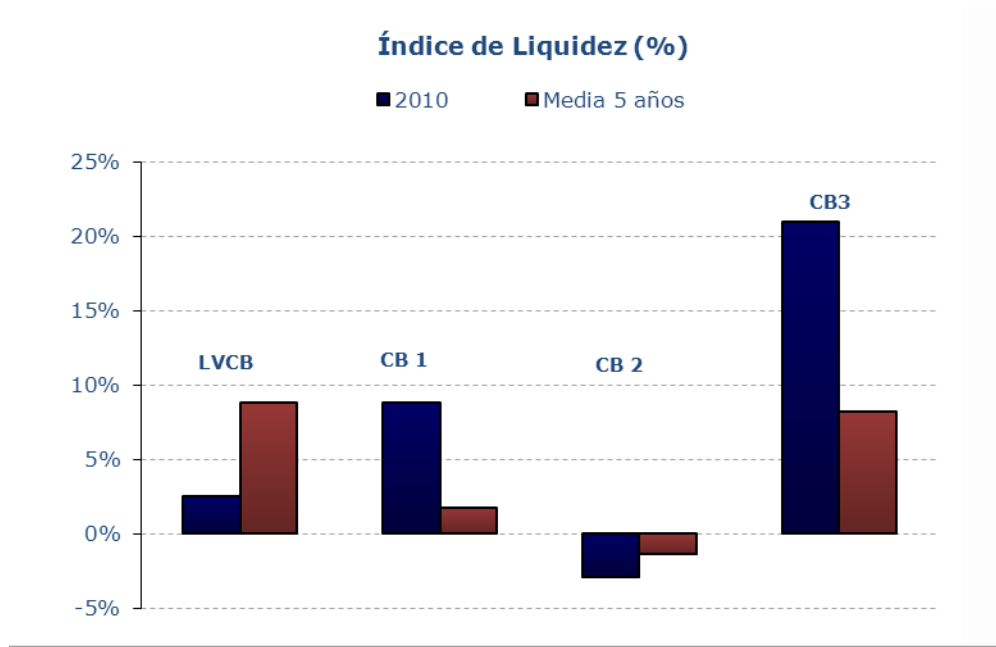
Índice de Liquidez: ((Capital + Pasivos de Largo Plazo – Activos Ilíquidos) / (Activos Líquidos))

Índice de Adecuación de Capital: (Activos Ilíquidos Riesgosos/ Patrimonio). Se hace el supuesto de que los pares tienen las mismas políticas de riesgo que LVCB.

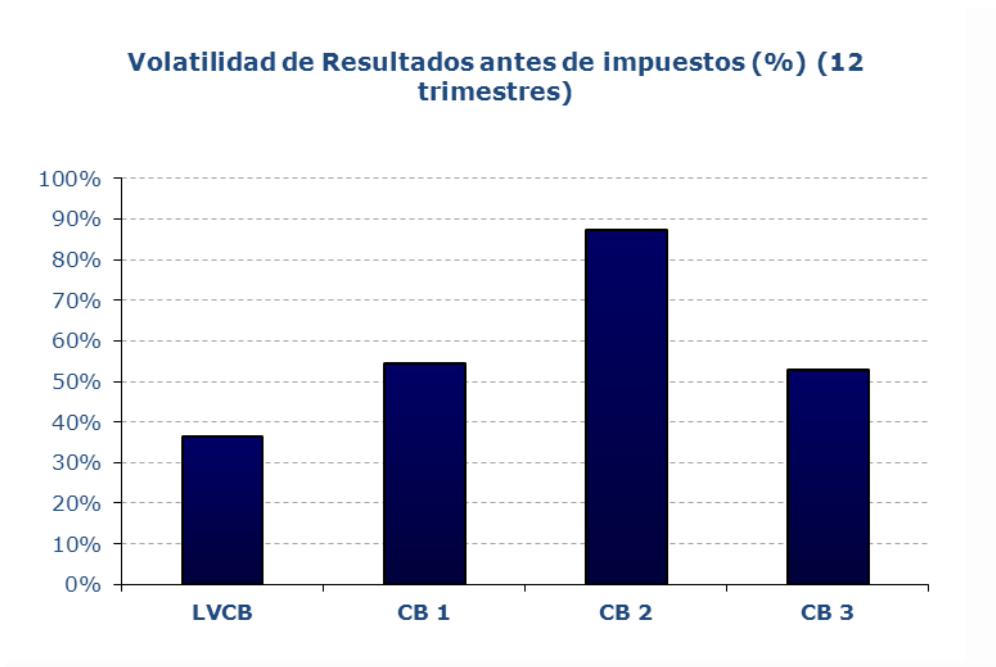
En cuanto al margen promedio de la compañía frente a sus ingresos, **LVCB** mantiene una relación superior al 40%, y un promedio en cinco años de 41%, lo que se compara positivamente frente al mismo *ratio* exhibido por sus pares.



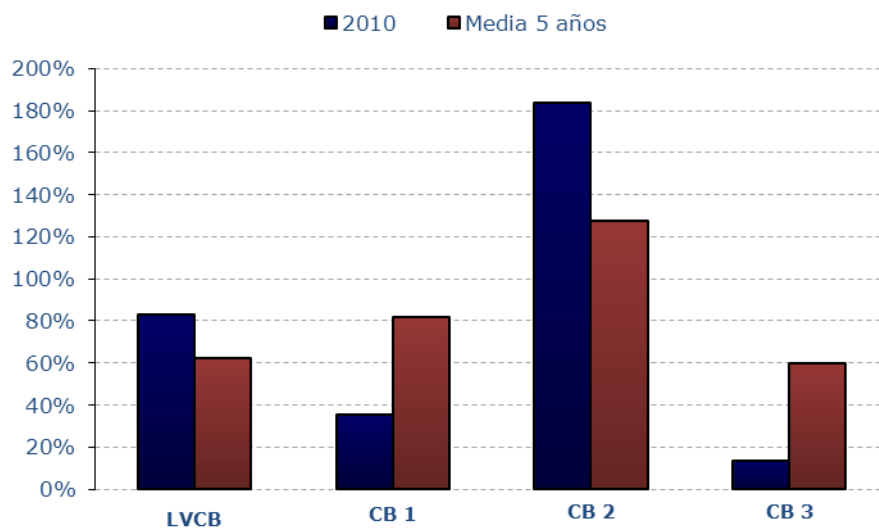
Respecto a la liquidez de la corredora, a diciembre de 2010 se observa un deterioro puntual del indicador (que no se apreciaba en septiembre, cuando estaba en torno al 11%), llegando a un 2,5%, aunque el promedio en cinco años muestra que ha mantenido un mejor índice (8%) que sus pares, lo que se debe a que mantiene una cartera de activos conservadora, con una baja participación de instrumentos de renta variable, y por la mayor proporción de garantías que reciben por sus instrumentos con pactos.



En relación a la volatilidad de los resultados de la compañía, se observa que **LVCB** posee la mayor estabilidad dentro de sus pares, asociado a una incidencia menor del resultado obtenido a través del *trading* en cartera propia (más expuesta a vaivenes económicos) en el resultado total de la compañía. Este mismo concepto explica el bajo índice de adecuación de capital que posee la corredora con respecto a su competencia.



Índice de Adecuación del Capital (%)



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"

Anexo

“Organigrama LarrainVial S.A.”



El área Red de Asesores Financieros, fundada en 1934, es la más antigua de LV. A través de ella ofrece a las personas una asesoría de excelencia y una amplia variedad de productos de ahorro e inversión. Cuenta con un equipo de más de 100 asesores financieros que monitorean las carteras en forma permanente. Esta área ofrece las mejores alternativas de inversión en el mercado local y extranjero. A los clientes se les da diariamente asesoría para la toma de decisiones de inversión.

Por medio del Área de Distribución Institucional, **LVCB** entrega servicios de asesoría y distribución de instrumentos de renta variable, renta fija y derivados en monedas a clientes institucionales nacionales y extranjeros, tanto en el mercado local como internacional. Cabe mencionar que durante el año 2010, **LVCB** logró consolidarse como uno de los distribuidores más importantes en inversiones internacionales para instituciones en Latinoamérica, con presencia en Chile, Perú, Colombia, Brasil y EE.UU.

A través del área de Finanzas Corporativas -formalizada en 1992- **LVCB** ofrece a sus clientes – empresas locales y extranjeras– asesoría en la estructuración y colocación de emisiones de acciones y de instrumentos de renta fija, así como en fusiones, adquisiciones, ventas de empresas y de activos, colocaciones privadas de capital y valorizaciones económicas independientes.

El área Gestión Global, que remonta sus orígenes a 1994, permite a **LVCB** satisfacer las necesidades de sus clientes de alto patrimonio –familias, fundaciones, instituciones o personas naturales–, quienes requieren altos estándares de asesoría, información financiera fidedigna actualizada y la más amplia arquitectura de productos y servicios para contar así con un único asesor de inversión a nivel local e internacional.

LVCB, junto con Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Larraín Vial Corredores de Bolsa de Productos S.A., forma parte del *holding* Larraín Vial S.A. y, al igual que las otras entidades que conforman el grupo, tiene el respaldo del Departamento de Estudios, que depende directamente de la matriz. Este departamento remonta sus orígenes al año 1958 orientando sus actividades a proyecciones económicas, valorizaciones de empresas y opiniones macroeconómicas, entre otras; todo lo cual ha contribuido a posicionar el nombre de “Larraín Vial” dentro del mercado de valores chilenos.