



## Informe Anual

Analistas

Gonzalo Neculmán G.

Luis Felipe Illanes Z.

Tel. (56) 22433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

luisfelipe.illanes@humphreys.cl

# Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa

Octubre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
	Categoría
Solvencia	<b>AA-/Nivel 1+</b>
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Junio 2014

Estado de Resultados					
Miles de Pesos	2006	2007	2008	2009	2010
Comisiones por Operaciones en Rueda	9.012.057	12.592.123	11.987.125	17.004.047	17.481.701
Comisiones por Operaciones Fuera de Rueda	7.555.108	10.830.794	8.529.123	49.898	789.259
Utilidades por Ventas de Cartera Propia	621.37	1.668.088	1.952.040	4.454.065	3.978.955
Ingresos por Operaciones a Futuro	1.684.937	4.230.442	4.692.868	2.259.275	3.645.474
Ingresos por Intereses y Dividendos de Cartera Propia	739.623	1.912.052	2.506.523	905.169	2.904.463
Ingresos por Administración de Cartera y Custodia de Valores	724.6	1.406.265	802.453	923.141	1.604.864
Asesoría Financiera	327.979	323.339	349.585	227.466	2.091.099
Otros Ingresos Operacionales	1.142.132	1.046.495	978.047	9.494.012	12.866.941
<b>Total Ingresos Operacionales</b>	<b>21.807.806</b>	<b>34.009.598</b>	<b>31.797.764</b>	<b>35.317.073</b>	<b>45.362.756</b>
Comisiones y Servicios	1.083.828	1.374.395	2.110.352	1.992.028	2.450.247
Pérdidas por Menor Valor de Cartera Propia	53.19	154.466	476.761	155.381	658.695
Pérdidas por Ventas de Cartera Propia	149.664	491.473	1.962.159	276.645	512.282
Gastos por Operaciones a Futuro	1.283.055	3.438.983	4.189.286	1.162.840	2.439.375
Gastos Financieros	144.736	283.494	316.277	327.891	461.039
Gastos de Administración y Comercialización	11.911.915	17.253.362	19.364.437	20.321.142	27.423.357
Amortizaciones y Depreciaciones	198.669	175.198	235.486	256.878	245.941
Otros Gastos Operacionales	125.939	739.757	961.835	330.558	360.505
<b>Total Gastos Operacionales</b>	<b>14.950.996</b>	<b>23.911.128</b>	<b>29.616.593</b>	<b>24.823.363</b>	<b>34.551.441</b>
<b>Total Resultado Operacional</b>	<b>6.856.810</b>	<b>10.098.470</b>	<b>2.181.171</b>	<b>10.493.710</b>	<b>10.811.315</b>
<b>Total Resultado no Operacional</b>	<b>1.118.548</b>	<b>2.583.220</b>	<b>9.840.947</b>	<b>6.365.432</b>	<b>10.589.178</b>
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>6.626.788</b>	<b>10.151.542</b>	<b>10.221.139</b>	<b>15.501.796</b>	<b>18.793.613</b>

Balance General					
Miles de Pesos	2006	2007	2008	2009	2010
Disponible	8.100.942	9.925.097	6.568.455	6.730.264	31.831.334
Títulos de Renta Variable	8.640.716	9.991.910	12.699.921	14.605.760	23.910.561
Títulos de Renta Fija	1.125.493	866.378	8.324.258	7.510.994	10.330.129
Derechos por Operaciones a Futuro	47.474.469	86.107.931	111.020.415	97.822.475	173.310.967
Derechos por Intermediación	56.905.295	71.481.758	124.297.057	98.305.187	41.054.975

Títulos entregados en Garantía	8.615.822	10.563.765	5.852.591	11.440.577	20.610.193
Ctas. Corrientes con Personas y Empresas Relacionadas	3.060.807	2.802.331	5.264.234	14.060.874	13.295.151
<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>136.306.593</b>	<b>194.086.346</b>	<b>279.722.103</b>	<b>279.844.622</b>	<b>437.497.117</b>
<b>Total Activos</b>	<b>141.102.600</b>	<b>199.235.699</b>	<b>284.975.793</b>	<b>285.484.686</b>	<b>444.102.697</b>
Obligaciones con Bancos e Instituciones Financieras	6.560.199	3.498.066	1.113.882	2.581.713	5.611.144
Obligaciones por Operaciones a Futuro	48.277.587	86.288.550	110.903.763	98.727.529	174.243.586
Acreedores por intermediación	61.706.428	77.668.057	122.300.403	96.851.612	40.956.888
<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>121.713.542</b>	<b>174.829.233</b>	<b>252.425.468</b>	<b>238.220.591</b>	<b>389.222.665</b>
<b>Total Pasivos Largo Plazo</b>	<b>797.749</b>	<b>784.944</b>	<b>785.107</b>	<b>727.682</b>	<b>626.597</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>18.591.309</b>	<b>23.621.522</b>	<b>31.765.218</b>	<b>46.536.413</b>	<b>54.253.435</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>141.102.600</b>	<b>199.235.699</b>	<b>284.975.793</b>	<b>285.484.686</b>	<b>444.102.697</b>

Balance IFRS				
	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Efectivo y efectivo equivalente	24.340.718	30.229.995	33.660.967	33.896.337
Instrumentos financieros	113.424.919	124.535.299	200.281.081	195.558.620
A valor razonable - Cartera propia disponible	43.630.756	17.753.953	23.504.953	33.936.723
A valor razonable - Cartera propia comprometida	51.708.413	81.035.343	149.242.723	134.262.784
A costo amortizado - Operaciones de financiamiento	14.089.346	24.225.764	22.957.732	25.393.249
Deudores por intermediación	214.780.355	63.724.953	115.780.772	76.758.231
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	24.551.928	39.661.897	6.749.697	14.821.117
Otras cuentas por cobrar	44.008.369	18.929.635	7.999.170	15.274.615
Otros activos	2.865.561	2.944.852	2.610.955	2.613.931
<b>Total Activos</b>	<b>433.371.704</b>	<b>292.654.997</b>	<b>382.426.369</b>	<b>355.931.889</b>
Pasivos financieros	57.284.404	99.617.691	168.283.338	159.302.654
Obligaciones por financiamiento	52.678.397	85.711.989	163.423.911	154.860.447
Acreedores por intermediación	212.858.972	54.672.390	95.272.147	76.609.500
Otras cuentas por pagar	65.350.819	36.890.818	51.371.898	45.306.059
<b>Total Pasivos</b>	<b>359.262.184</b>	<b>211.908.246</b>	<b>318.383.058</b>	<b>285.423.539</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>74.109.520</b>	<b>80.746.751</b>	<b>64.043.311</b>	<b>70.508.350</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>433.371.704</b>	<b>292.654.997</b>	<b>382.426.369</b>	<b>355.931.889</b>

Estado de Resultado IFRS				
	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Total resultado por intermediación	29.466.928	23.546.066	23.181.803	11.068.756
Total ingresos por servicios	4.832.548	3.262.776	4.639.258	1.557.603
Total resultado por instrumentos financieros	9.786.831	11.762.125	11.322.896	10.510.304
Total resultado por operaciones de financiamiento	-4.015.191	-4.642.134	-5.862.502	-3.305.519
Total gastos de administración y comercialización	-36.481.974	-34.743.864	-37.154.834	-20.424.978
Total otros resultados	13.548.237	6.686.641	10.569.486	6.725.942
Utilidad (pérdida) del ejercicio	17.203.912	6.469.333	7.382.181	6.210.078

## Opinión

**Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa (LVCB)** fue fundada en 1934 por los hermanos Fernando y Leonidas Larraín Vial. Actualmente **LVCB**<sup>1</sup>, 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 tendencia de la clasificación asignada a **LVCB** se modifica desde “En Observación” a “Estable”, atendiendo a que los hechos que la han afectado negativamente -particularmente la acusación y posterior sanción aplicada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a la compañía, a dos de sus principales ejecutivos y a unos de sus socios, producto del conocido “caso cascada”<sup>2</sup>- no han implicado un debilitamiento sustancial en su capacidad comercial y tampoco en su situación financiera. De hecho, la multa de la SVS a **LVCB**, que ascendió a UF 200.000, representa el 65% de las utilidades obtenidas en el año 2013 y el 7% del patrimonio a junio de 2014.

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

<sup>1</sup> Ver estructura de **LVCB** en Anexo 1.

<sup>2</sup> Se denomina “caso cascada” a un conjunto de transacciones de títulos accionarios de sociedades de inversión controladoras de Soquimich que, a juicio de la SVS, se efectuaron a precios distintos de los valores de mercado con el único propósito de beneficiar a un conjunto de inversionistas en perjuicio de otros. **LVCB** fue multado en su calidad de intermediario de estas transacciones, por infringir los incisos primero y segundo del artículo 53 de la Ley de Mercado de Valores y los artículos 64 y 66 del reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la Bolsa Electrónica de Chile, respectivamente.

comisiones, y a la mantención de un balance conservador con una 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, se 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 mediante incentivos adecuados en relación a los logros de la compañía, y por la posesión de una amplia base de clientes que reduce la concentración de los mismos. También valora los años de permanencia y experiencia dentro de la industria, su capacidad de adaptación a los cambios económicos que se han sucedido a lo largo del tiempo y a la experiencia a nivel internacional que está teniendo la compañía.

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 y porque el “riesgo por contagio” tiende a ser más sensible en el mercado de valores. También se reconoce la volatilidad inherente de los mercados de capitales y el gran crecimiento que han mostrado, tanto a nivel nacional como internacional, lo que atrae nuevos partícipes a la industria e intensifica los grados de competencia.

La clasificación considera, además, los elevados niveles que presenta la sociedad 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 en el ámbito nacional como internacional, como son la Superintendencia de Valores y Seguros, la Bolsa de Comercio de Santiago, FINRA y la SEC, entre otras.

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 y controles de riesgos acordes con los requerimientos que sus operaciones necesiten.

Finalmente, la clasificadora estima que entre los desafíos de **LVCB** está en seguir profundizando sus mecanismos de controles operativos, en especial de aquellos que pueden conllevar un riesgo de reputación, por cuanto si bien dicho riesgo es connatural a la actividad, la posición de la compañía en lo inmediato, producto del “caso cascada”, la hace más sensible a situaciones de fuerte exposición mediática.

## Resultados recientes

A junio de 2014 la corredora obtuvo ingresos por resultados de intermediación y por servicios por \$ 11.069 millones y \$ 1.558 millones, respectivamente, lo que representó consecuentemente una disminución nominal de 8,9% y de 39,2% en relación con igual periodo del año anterior. El resultado de intermediación estuvo compuesto en 36,1% por operaciones bursátiles y 73,9% en otras comisiones (el año anterior la descomposición fue de 56,4% y 55,4%).

En el mismo periodo, los gastos de administración y comercialización de la sociedad ascendieron a \$ 20.425 millones, lo que implicó un aumento de 18,2% en comparación con los seis primeros meses del año 2013. El ítem gastos de comercialización representó la partida de mayor importancia relativa, alcanzando 79,2% del total de gastos (75,4% en el 2013).

Todo lo anterior -sumado al resultado por instrumentos financieros, que aumentó en \$ 4.877 millones, y a la cuenta total otros resultados, que se incrementó en un 59,2% con respecto a igual periodo año anterior- se tradujo en un crecimiento del resultado final de la empresa, el que pasó desde los \$ 4.225 millones a junio de 2013 a los \$ 6.726 millones a junio de 2014, un mejora de 35,6%.

A junio de 2014 el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 70.508 millones, disminuyendo un 17,4% en relación a igual fecha del año 2013. Dicho patrimonio se compone en 74,3% por utilidades retenidas, incluso considerando que su descenso es explicado por el reparto de dividendo (la cuenta de resultados acumulados disminuye 24,2% entre junio 2013 y junio 2014). A la misma fecha, el pasivo exigible de LVCB alcanzó los \$ 285.424 millones.

Adicionalmente, en septiembre de 2014 la compañía fue multada por la SVS a raíz del “caso cascadas” con el pago de UF 200.000. El monto de la multa (UF 200.000), corresponde a una

pérdida patrimonial cercana al 7% de éste (tomando en cuenta el patrimonio de la corredora a junio de 2014 y la multa contabilizada con la UF del día 30 de junio de 2014). También se reconoce un posible daño a la imagen de la corredora.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA (largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos<sup>3</sup> 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 mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría Nivel 1 (N-1) (corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos<sup>4</sup> 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 "LarraínVial":** 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, con 80 años de trayectoria, la entidad cuenta con más de 50.000 clientes -tanto *retail* como inversionistas calificados- en distintos países, alcanzando durante julio de 2014 un total de transacciones por aproximadamente US\$ 6.557 millones (Bolsa de Comercio), lo que le

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

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

significó ubicarse entre las siete primeras corredoras del mercado. En las transacciones en renta variable, en tanto, se posicionó en el primer lugar en montos transados, con casi US\$ 2.200 millones, a diciembre de 2013.

**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<sup>5</sup> 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 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 80 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 50.000), incorporando nuevos productos al mercado y centrando sus esfuerzos en la generación de ingresos por concepto de comisión.

**Tendencia a la diversificación geográfica:** La compañía está presente en cuatro países de América (Perú, Colombia, 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).

---

<sup>5</sup> Existen bonos por resultados que pueden significar una parte importante del salario de los ejecutivos

## 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 "LarrainVial" permiten generar sinergias entre sí, también es cierto que la corredora no estaría inmune a situaciones negativas que pudieran afectar a las restantes empresas, incluyendo problemas de tipo financiero, en especial si se considera que entre ellas existen cuentas corrientes mercantiles. Al respecto, se debe tener en consideración que las restantes compañías del grupo no mantienen clasificación de solvencia por entidades independientes, a excepción de la AGF que posee una clasificación otorgada por Standard & Poor's. También deben incluirse los riesgos operativos a que se exponen las sociedades relacionadas y su efecto en la imagen del grupo.

**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). 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.



## 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.

Para un mayor entendimiento de **LVCB** es importante considerar 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 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 clientes<sup>6</sup>.

Cabe señalar que 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 amplia aún más la posibilidad de aumentar la escala de la compañía. **LVCB** cuenta con más de 50.000 clientes.

En términos de control y formalización, el año 2012 la compañía procedió a una actualización global de sus políticas y manuales de riesgo y de gobierno corporativo, también durante ese año se certificó de acuerdo con los requerimientos de la ley 20.393, entre otros hitos. Dentro de la misma línea, el año anterior se incorporó, a la organización un nuevo contralor con la misión de crear una metodología de trabajo común para todos los países en que opera el grupo, con relación con el UBS y cooperación directa con el directorio y el comité de riesgos corporativos. Además se ha procedido a cambiar la dependencia del contralor hacia el director de *marketing* y operaciones, teniendo una relación más directa con el directorio del grupo.

---

<sup>6</sup> 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**.

## Estructura de activos y pasivos de corto plazo

A junio de 2014, el activo de la corredora se componía en un 54,9% por instrumentos financieros, los cuales en su mayor parte corresponden a cartera propia comprometida. Un 9,5% de los activos está en efectivo o equivalente y un 21,6% en deudores por intermediación.

A la misma fecha, del total de pasivos de la compañía, el 55,8% correspondían a pasivos financieros, de los cuales la mayor parte se compone de obligaciones por financiamiento (97,2%).

Se observa un riesgo acotado en la exposición de balance de **LVCB**; sin embargo, lo relevante de ello es mantener permanentemente dicha posición. Para la consecución de este propósito la administración de los riesgos se sustenta, básicamente, por las políticas internas de la sociedad que implican, entre otros aspectos:

- i) Cartera propia orientada a instrumentos de renta fija
- ii) Inversiones en instrumentos de emisores de bajo riesgo crediticio
- iii) Operaciones de “retrocompra” o “retroventa” con renta fija de bajo riesgo, preferentemente títulos emitidos por el Estado, instituciones financieras y/o empresas con elevada clasificación de riesgo. Simultáneas sólo con acciones de alta presencia bursátil y elevado nivel de cobertura (incluso más estricta que la normativa)
- iv) Adecuado calce en uso de derivados, con baja exposición patrimonial (sin tomar posición relevante)
- v) Aceptación de contraparte de elevado perfil crediticio y/o fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros
- vi) Exigencia a clientes, previa evaluación de los mismos, a suscribir un mandato mercantil, documento que facilita la exigibilidad de las garantías que se han entregado en favor de **LVCB** por los distintos tipos de transacciones

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 fin 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.

A continuación, con datos a junio de 2014, se muestran a modo de ejemplo, la posición en los contratos de derivados en donde la parte pasiva y activa muestran un adecuado calce.

Contratos de Derivados Financieros		
M\$	Activo a valor razonable	Pasivo a valor razonable
Dic-12	1.520.239	(1.821.562)
Jun-13	6.479.225	(6.587.855)
Dic-13	4.575.673	(4.364.964)
Jun-14	1.965.864	(1.790.426)

## Estructura de resultados

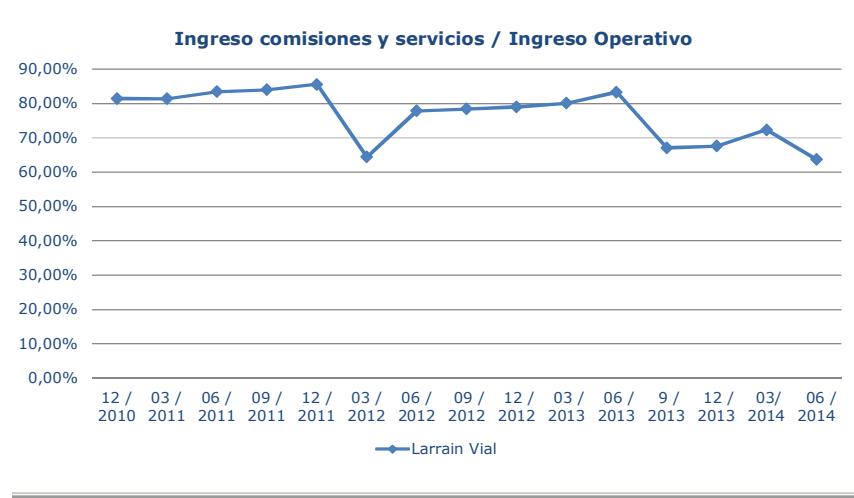
Durante los últimos años **LVCB** ha presentado un importante crecimiento en sus resultados, con variaciones reales positiva en cuatro de los últimos siete períodos anuales. Bajo el turbulento escenario económico de 2008 y 2009, la empresa experimentó una caída de la utilidad final de 7,5%, reducción moderada dado el escenario de fuerte contracción visto ese año (lo que, de alguna manera, valida su estrategia basada, principalmente, en la generación de ingresos por comisiones y balance con baja exposición). Para el año 2012, **LVCB** alcanzó un resultado de \$ 6.469 millones, menor a los \$ 17.203 millones logrados en 2011; por su parte en el año 2013 tuvo un resultado de 7.382 millones lo cual representa un crecimiento de un 14,1% con respecto al ejercicio de 2012.

A junio de 2014 la compañía presentó una utilidad del ejercicio de \$ 6.210 millones, superior a los \$ 4.579 millones registrados en junio del año anterior; ello a pesar de que al comparar los mismos períodos se observa que el ingreso por operaciones bursátiles descendió en 36,1%. Con todo, ésta caída fue parcialmente compensada por el aumento en el ítem de otras comisiones lo que conllevo, en definitiva, a que la reducción del resultado por intermediación fuera de un 8,9%. Por otra parte, el resultado total por instrumentos financieros aumentó en \$ 4.877 millones con respecto a junio 2013 y el total de otros resultados creció en un 59,2%, lo que en su conjunto explica el alza de 35,6% del resultado final.

En el periodo comprendido entre junio 2012 y junio 2013, la compañía presentó una senda de crecimiento que fue acompañado de una estructura de ingresos más intensiva en el cobro de comisiones (que representan ingresos menos riesgosos), lo cual fortaleció los márgenes del negocio, conllevando comparativamente a una baja en la importancia relativa de los ingresos por administración de cartera propia (más riesgosos). Sin embargo a partir de septiembre de 2013 se aprecia una disminución relativa de los ingresos por comisiones en conjunto con un alza relativa de los ingresos por administración de cartera propia y, por ende, a una mayor

exposición a las fluctuaciones en el precio de los activos financieros. Al realizar la comparación entre el primer semestre del año 2014 con respecto al mismo periodo año 2013, el resultado por instrumentos financieros aumenta en \$ 4.877 millones.

A continuación se presenta la evolución de las comisiones como proporción de los ingresos operacionales<sup>7</sup> de **LVCB**.



Como se aprecia, la proporción de las comisiones e ingresos por servicios en el total de ingresos operacionales de la empresa fue disminuyendo desde el tercer trimestre del año 2013 para después bajar llegando a 0,64 veces en junio del 2014 (fue de 0,83 veces a junio de 2013).

En términos de eficiencia, a junio de 2014 la relación de gastos<sup>8</sup> sobre los ingresos operacionales ha aumentado con respecto a marzo del año anterior, alcanzando un indicador de 103,0% del ingreso operacional (97,9% en marzo anterior). La eficiencia ha empeorado sustancialmente con respecto junio de 2013. Dentro de los gastos de la entidad destacan los asociados a comercialización, con un alto componente variable -lo que permite mayor flexibilidad ante situaciones de escenarios negativos-, y los pagos realizados a la sociedad relacionada Asesorías Larraín Vial Ltda. por concepto de servicios de apoyo a la administración (*back office*).

<sup>7</sup> Dado que por la norma IFRS, no existe directamente en el estado de resultados la partida "ingresos operacionales", la Clasificadora efectuó una estimación de los ingresos operativos a través de las cuentas de resultado.

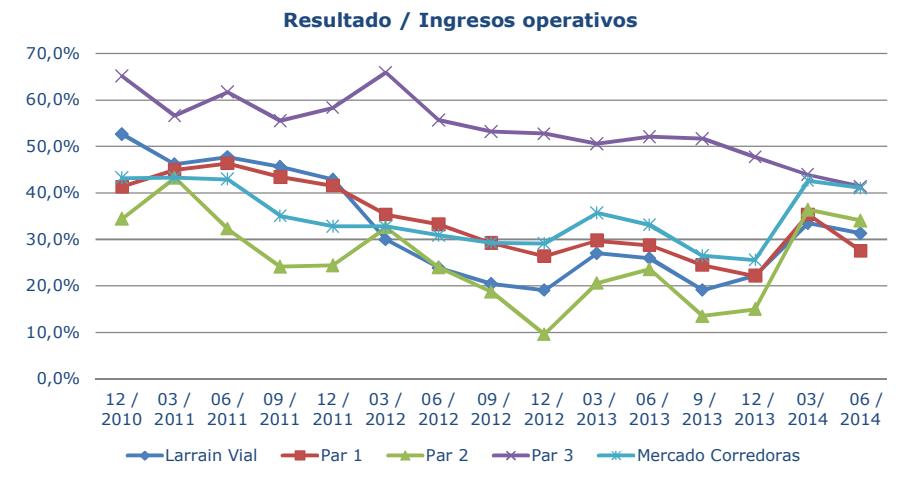
<sup>8</sup> Gastos de administración más gastos de comercialización.



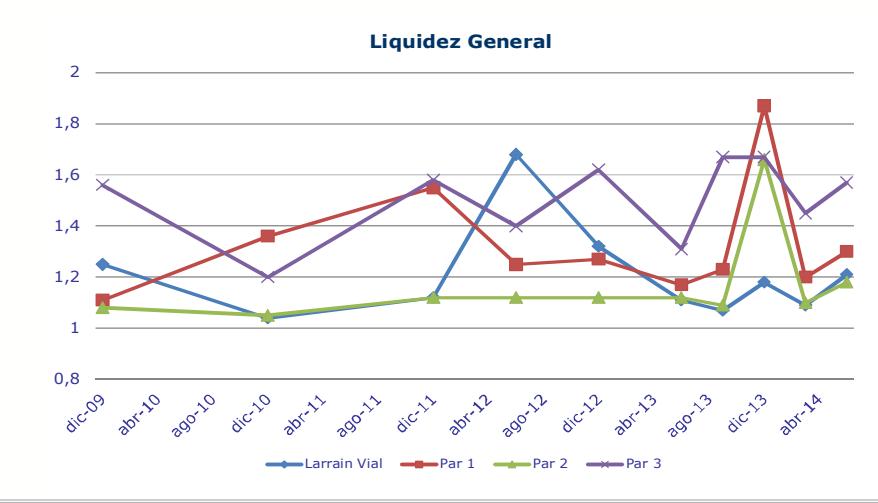
## Indicadores financieros de la industria

Durante los últimos años **LVCB** ha presentado una adecuada administración del riesgo financiero lo que ha implicado alcanzar apropiados índices asociados con sus ganancias, liquidez, y cobertura patrimonial. 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. A continuación se presentan varios indicadores financieros relevantes para la industria a la que pertenece **LVCB**, comparándola con tres corredoras pares.

En cuanto al resultado de la compañía en relación con sus ingresos operacionales, **LVCB** mantiene una relación de 24,8% como promedio de los últimos ocho trimestres, índice menor al promedio de los pares y del mercado.

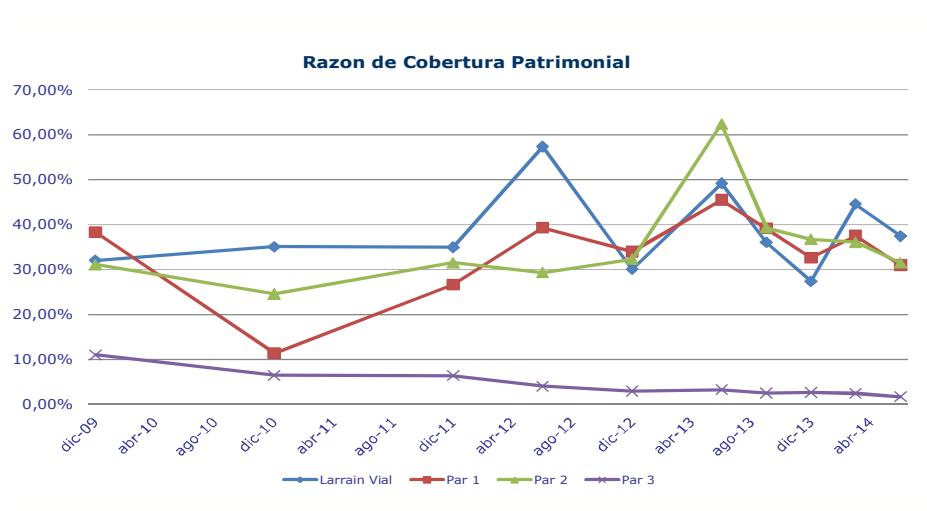


Respecto con la liquidez general de la corredora, se observa un indicador para los años analizados, cercano a uno en un comienzo para luego subir a 1,6 y luego volver a niveles cercanos a 1. A junio de 2014 el índice fue de 1,21<sup>9</sup>, estando 14 pb por debajo que del promedio de sus pares de referencia (el promedio de liquidez general fue de 1,35). El siguiente gráfico ilustra lo descrito.



En relación con la cobertura patrimonial, la corredora muestra índices ligeramente mayores a los de los otros dos pares, situándose el indicador en 37,42% para el último día hábil de junio de 2014; para ese mismo cierre su par más cercano (en términos de índice alcanzaba un ratio de 31,50%). A continuación se presenta el indicador para los últimos días hábiles de los períodos presentados.

<sup>9</sup> Al último día hábil del mes.



"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."



La 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 de la 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.

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.

**LVCB**, junto con LarrainVial 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.