

# Análisis Detallado

---

## Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa

**Fecha de publicación:** 26 de septiembre de 2018

**Contactos analíticos:**

Rafael Janequine, Sao Paulo, 55 (11) 3039-9786; [rafael.janequine@spglobal.com](mailto:rafael.janequine@spglobal.com)

Ivana L Recalde, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2127; [ivana.recalde@spglobal.com](mailto:ivana.recalde@spglobal.com)

# Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa

## Principales factores de calificación

| Fortalezas   | Debilidades  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Posición competitiva sólida;</li><li>• Indicadores de capitalización fuerte con capacidad sólida de generación de utilidades, y</li><li>• Condiciones de bajo riesgo operativo en Chile.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Competencia significativa en la industria bursátil de Chile, y</li><li>• Rentabilidad susceptible a las fluctuaciones del mercado de valores y a los volúmenes de transacción.</li></ul> |

## Tendencia

La tendencia estable de Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa (LVCB) incorpora nuestra expectativa de que, en los próximos 24 meses, mantendrá su posición de negocio en el mercado chileno, a pesar de la fuerte competencia. La tendencia también refleja los indicadores de capital ajustado por riesgo (RAC, por sus siglas en inglés) de LVCB de 10%-15%, los cuales están en línea con una evaluación del nivel de capital y utilidades como fuerte, el mantenimiento de su adecuado perfil de riesgo, su fondeo adecuado (con un índice bruto de fondeo estable mayor a 90%), e indicadores de adecuados a altos (con cobertura de liquidez superior a 100%).

### *Escenario negativo*

Podríamos bajar las clasificaciones del banco si sus niveles de riesgo aumentan, si el capital cae considerablemente (y da como resultado un índice de RAC menor a 10%) o si el fondeo y liquidez se debilitan por debajo del nivel adecuado. Además, también podríamos bajar las clasificaciones si las condiciones de la industria en Chile se deterioran, escenario que es menos probable en esta etapa.

### *Escenario positivo*

Una suba de las clasificaciones es limitada en este momento y dependería de una mejora del ancla para las entidades de valores que operan en Chile, al tiempo que los factores crediticios de LVCB se mantienen sin cambio.

## Fundamento

Nuestras clasificaciones de LVCB reflejan su sólida posición de negocio como una de las mayores corredoras de valores en Chile con una amplia diversificación de operaciones, su índice de RAC esperado de 10%-15% durante los próximos 12-18 meses debido a su sólida capacidad de generación de utilidades, y su prudente administración de riesgo con controles adecuados. La clasificación también refleja nuestra opinión sobre las fuentes de fondeo de LVCB que son estables y de largo plazo en relación con sus necesidades y su sólida capacidad para cumplir con sus demandas de liquidez bajo condiciones estresantes durante al menos 12 meses. El perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) del banco se mantiene en 'bbb'. La clasificación crediticia de emisor de largo plazo de LVCB se ubica al mismo nivel que su SACP, ya que el último no incorpora ajuste de niveles (*notching*) por apoyo externo ni del gobierno ni del grupo.

### Ancla: 'bb+' para corredoras de bolsa que operan en Chile.

El ancla de 'bb+' para las corredoras de bolsa indica nuestra opinión sobre los riesgos económicos y de la industria de Chile. El ancla para las mismas en Chile se ubica tres niveles por debajo del ancla para los bancos locales. En comparación con nuestro ajuste estándar de dos niveles (*notches*), esto obedece a que refleja nuestra opinión sobre los mayores riesgos para las empresas corredoras de valores en Chile derivados de que sus mercados de capitales son más volátiles y menos líquidos en comparación con los de otros países.

Nuestro ajuste estándar de dos niveles refleja en general nuestra opinión de que el riesgo de fondeo para las firmas bursátiles es más alto que para los bancos debido a que las primeras por lo general no tienen acceso a las líneas de crédito del banco central, como es el caso en Chile, así como a la fuerte competencia de bancos y entre corredoras de valores. Sin embargo, las firmas bursátiles en Chile se benefician de condiciones competitivas favorables gracias al sistema privado de pensiones del país. Este sistema ha ayudado a disminuir el comportamiento cíclico, aunque los ingresos del sector son más transaccionales que los de los bancos.

Aunque los estándares regulatorios son relativamente adecuados y la supervisión es bastante integral, consideramos que el marco institucional para las firmas bursátiles es más débil que el de los bancos chilenos.

Tabla 1

| Cifras principales               |             |             |             |             |             |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (CLP)                            | 2018        | 2017        | 2016        | 2015        | 2014        |
| Activos ajustados                | 555,282,529 | 351,023,108 | 288,862,872 | 258,566,765 | 268,519,498 |
| Cartera total de crédito (bruta) | 77,378,006  | 71,923,648  | 67,287,369  | 63,767,535  | 65,143,883  |
| Capital Común Ajustado           | 77,378,006  | 71,923,648  | 67,287,369  | 63,767,535  | 65,143,883  |
| Ingresos operativos              | 24,226,907  | 46,270,426  | 44,232,075  | 41,206,227  | 49,764,313  |
| Gastos operativos                | 16,428,904  | 28,757,543  | 34,741,754  | 38,788,295  | 41,263,849  |
| Utilidades fundamentales         | 7,330,512   | 15,081,551  | 7,374,346   | 3,535,063   | 4,893,636   |

\*Año a la fecha. CLP – Pesos chilenos

## Gráfica 1

### Evolución del índice bursátil IPSA



Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

### Posición de negocio: Posición competitiva sólida y líder en el mercado chileno

Consideramos la posición de negocio de LVCB como una fortaleza crediticia con base en su sólida posición competitiva en el sistema financiero chileno. LVCB es una de las corredoras de valores independientes líderes en Chile, que ofrece una amplia gama de servicios financieros y que tiene relaciones duraderas con sus clientes, todo lo cual le provee una base de ingresos estable.

A junio de 2018, LVCB seguía siendo líder en la intermediación de valores en Chile, con una participación de 18% (considerando cifras acumuladas solamente de cuentas de terceros en la Bolsa de Valores de Santiago y en la Bolsa Electrónica), mientras que ocupa la novena posición en bonos corporativos con una participación de 3%. Los volúmenes de intermediación de acciones para LVCB se han incrementado desde 2016 cuando la firma reanudó operaciones con los fondos de pensión tras alcanzar un acuerdo sobre acusaciones previas.

LVCB opera en Chile, Perú, Colombia y Estados Unidos, lo que le ofrece cierta diversificación, pero los ingresos de Chile continúan representando la mayor parte de sus ingresos totales. A marzo de 2018, las operaciones del extranjero representaban 5.4% de los ingresos totales de la corredora de valores, y esperamos que esta participación aumente a 10% en el mediano plazo. Las operaciones de la empresa en los mercados de capitales, banca de inversión, intermediación y administración de fondos le ayudan a mitigar los ciclos de mercado. En nuestra opinión, LVCB tienen un equipo gerencial cualificado con amplia experiencia en los mercados financieros. Para los próximos 12-18 meses, esperamos que la empresa siga siendo líder en la intermediación de valores en Chile y que expanda su base de clientes --a pesar de la fuerte competencia--, ampliando su diversificación geográfica en términos de ingresos y volumen. Mejores condiciones para la industria financiera de Chile después de las elecciones de 2017 y mayores precios del cobre que en 2016 deben ayudar a mitigar los efectos de la volatilidad regional y global, y a mantener fundamentos favorables para las corredoras de valores de Chile.

**Tabla 2**

| <b>Posición de negocio</b>                                 |              |             |             |             |             |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | <b>2018*</b> | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
| (%)  |              |             |             |             |             |
| Margen financiero neto / ingresos operativos               | (7.22)       | (7.84)      | (8.93)      | (9.83)      | (10.19)     |
| Ingresos por comisiones / ingresos operativos              | 49.66        | 50.14       | 50.88       | 53.59       | 50.64       |
| Ingresos sensibles al mercado / ingresos operativos        | 2.09         | (2.78)      | (3.47)      | 11.37       | 6.35        |
| Utilidades antes de impuestos / ingresos operativos        | 32.10        | 38.09       | 17.20       | 6.40        | 7.10        |
| Utilidades fundamentales / capital común ajustado promedio | 19.70        | 21.53       | 14.04       | 5.03        | 18.62       |

\*Año a la fecha

### **Capital, apalancamiento y utilidades: Índice de RAC esperado de 10%-15% para los próximos 12-18 meses con una sólida capacidad de generación de utilidades.**

Evaluamos el capital, apalancamiento y utilidades de LVCB como una fortaleza crediticia con base en nuestra estimación del índice de RAC esperado antes de diversificación, de 10%-15% para los próximos 12-18 meses y la fuerte capacidad de generación de utilidades de la empresa.

A marzo de 2018, el índice de RAC de la empresa se situó en 12.2%. Esperamos que los accionistas de la firma continúen apoyándola a fin de que pueda mantener sus sólidos indicadores de capital mediante distribuciones de dividendos moderadas y flexibles. La empresa sigue disfrutando de utilidades fundamentales saludables (con un índice de utilidades fundamentales a activos ponderados por riesgo que promedió 1.9% a marzo de 2018), con aproximadamente 50% de ingresos operativos derivados de cuotas y comisiones recurrentes. En 2017, la utilidad neta de LVCB prácticamente se duplicó a CLP5,081 millones desde los CLP7,374 millones de 2016, debido a los mayores ingresos operativos derivados de las comisiones bursátiles y de menores gastos no financieros, ya que algunos gastos se reasignaron a una nueva empresa del grupo. En el primer semestre de 2018, los resultados se incrementaron 17% como resultado de mayores comisiones bursátiles, aunque estuvieron impactados por los menores ingresos de instrumentos financieros y por los mayores gastos de administración debido a un cambio en los criterios contables de algunos gastos. En 2018, esperamos que LVCB continuará mejorando su rentabilidad debido a las mayores comisiones bursátiles netas y a los volúmenes de intermediación que se esperan.

**Tabla 3**

| <b>Capital, apalancamiento y utilidades</b>     |              |             |             |             |             |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>2018*</b> | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
| Índice de apalancamiento (IFRS)                 | 14.35        | 21.82       | 23.56       | 24.91       | 24.47       |
| Capital total ajustado / activos ajustados      | 12.08        | 17.99       | 19.67       | 21.44       | 20.54       |
| Capital Común Ajustado / Capital Total ajustado | 100.00       | 100.00      | 100.00      | 100.00      | 100.00      |
| Gastos de personal / ingresos operativos        | 20.26        | 10.20       | 9.99        | 10.71       | 15.28       |
| Índice de costos-utilidad                       | 67.81        | 62.15       | 78.54       | 94.13       | 82.92       |
| Utilidades fundamentales / ingreso operativos   | 30.34        | 32.38       | 20.80       | 7.86        | 23.66       |

**Tabla 3**

| <b>Capital, apalancamiento y utilidades</b>  |              |             |             |             |             |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | <b>2018*</b> | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
| Generación interna de capital / capital del año anterior                                 | 20.38        | 22.41       | 11.56       | 5.43        | 7.98        |
| Ingresos netos de intereses / activos productivos promedio                               | (2.41)       | (2.98)      | (3.16)      | (2.82)      | (2.86)      |
| Utilidades fundamentales / Activos ponderados por riesgo de S&P antes de diversificación | N/A          | 2.87        | N/A         | 0.65        | N/A         |

\*Año a la fecha.

**Posición de riesgo: Prudente administración del riesgo**

Consideramos que LVCB tiene un perfil prudente de riesgo, consistente con niveles históricos y con los de sus pares. En nuestra opinión, LVCB tiene un buen manejo de sus riesgos principales porque ha fortalecido sus prácticas de administración de riesgo y ha adoptado un enfoque integral de riesgo. La empresa aplica controles formales de riesgo de mercado basados en indicadores de valor en riesgo y en análisis de pruebas de estrés, incorporando los principales riesgos de transacción. También consideramos que LVCB está diversificada en términos de cobertura geográfica, clientes y sectores.

**Tabla 4**

| <b>Posición de riesgo</b>                               |              |             |             |             |             |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>2018*</b> | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
| (%)   |              |             |             |             |             |
| Tasa anualizada de crecimiento de los activos ajustados | 116.4        | 21.5        | 11.7        | (3.7)       | (29.3)      |
| Capital común ajustado / activos en administración      | 13.8         | 20.2        | 22.9        | 24.3        | 24.0        |

\*En lo que va del año a junio.

**Fondeo y liquidez: Fuentes de fondeo estables y de largo plazo y sólida capacidad para cubrir sus demandas de liquidez**

La evaluación de fondeo de LVCB refleja sus fuentes de fondeo estables y de largo plazo en relación con sus necesidades. A junio de 2018, la tasa de fondeo estable de la empresa se situó en 99%, promediando 139% para los últimos tres años fiscales, y esperamos que este índice se mantenga por arriba de 90% en los próximos 12-18 meses. La empresa también tiene acceso a liquidez diaria mediante las líneas de crédito con varios bancos chilenos.

Nuestra evaluación de liquidez refleja nuestra opinión sobre la capacidad de LVCB para cubrir sus demandas de liquidez. Nuestro indicador de liquidez de la empresa se ha situado por arriba de 100% durante los últimos años, y fue de 144% a junio de 2018 y de 133% a diciembre de 2017. Los activos líquidos amplios de LVCB están conformados principalmente por su cartera de inversión, que se coloca principalmente en bonos gubernamentales y en instrumentos bancarios y corporativos de corto plazo. Sus necesidades de liquidez corresponden principalmente a acuerdos de recompra de corto plazo. Esperamos que la empresa mantenga su indicador de liquidez por arriba de 100% y que cumpla con sus necesidades de liquidez bajo potenciales condiciones de estrés del mercado durante los próximos 12 meses.

**Tabla 5**

| <b>Fondeo y liquidez</b>                             |              |             |             |             |             |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | <b>2018*</b> | <b>2017</b> | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014</b> |
| Índice bruto de fondeo estable                       | 98.62        | 135.41      | 142.47      | 141.74      | 123.73      |
| Fondeo de mercado de corto plazo / activos ajustados | 23.24        | 23.22       | 29.57       | 38.36       | 43.21       |
| Indicador de cobertura de liquidez                   | 1.46         | 2.15        | 1.84        | 1.54        | 1.39        |

\*En lo que va del año a junio.

### **Respaldo: Sin notches adicionales por respaldo externo**

No incorporamos *notching* por respaldo externo en las calificaciones crediticias de emisor de LVCB. Larraín Vial S.P.A. (no calificada) es una empresa controladora privada chilena, especializada en servicios financieros y consultoría de inversión y finanzas con propiedad directa e indirecta de 100% de LVCB. El perfil crediticio de grupo de Larraín Vial se encuentra en el mismo nivel que la calificación crediticia de LVCB ya que este último constituye subsidiaria principal del grupo y representa 80% de sus activos consolidados totales.

### **Criterios**

- [Metodología del Marco de capital ajustado por riesgo](#), 20 de julio de 2017.
- *Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, 7 de abril de 2017.
- [Metodología para calificar instituciones financieras no bancarias](#), 9 de diciembre de 2014.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Indicadores cuantitativos para calificar bancos: Metodología y supuestos](#), 17 de julio de 2013.
- [Metodología y supuestos para el Análisis de Riesgos de la Industria Bancaria por País \(BICRA\)](#), 9 de noviembre de 2011.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

*Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Para obtener mayor información vea nuestros Criterios de Calificación en [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)*

## Síntesis de los factores de calificación

Calificación de riesgo crediticio BBB/Estable/A-2

SACP bbb

Ancla bb+

Posición de negocio Fuerte (+1)

Capital y utilidades Fuerte (+1)

Posición de riesgo adecuada (0)

Fondeo y liquidez Adecuada y Adecuada -Elevada (0)

Respaldo

Respaldo como entidad relacionada con el gobierno (ERG) 0

Respaldo del grupo 0

Respaldo del gobierno por importancia sistémica 0

Factores adicionales 0

### Calificaciones (al 26 de septiembre de 2018)

#### Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa

Calificación crediticia de emisor BBB/Estable/A-2

#### Historial de calificaciones crediticias de emisor

|             |                         |
|-------------|-------------------------|
| 22-Ago-2018 | BBB/Estable/A-2         |
| 8-Ago-2017  | BBB/Negativa/A-2        |
| 14-Jul-2017 | BBB/Rev.Esp.Neg./A-2    |
| 27-Ene-2017 | BBB/Negativa/A-2        |
| 10-Dic-2014 | BBB/Estable/A-2         |
| 12-Sep-2014 | BBB+/Negativa/A-2       |
| 14-Feb-2014 | BBB+/Rev. Esp. Neg./A-2 |

#### Calificación Soberana

Chile

*Moneda Extranjera* A+/Estable/A-1

*Moneda local* AA-/Estable/A-1+

\*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global de calificaciones. Las calificaciones crediticias de S&P Global Ratings en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico.



Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquiera usos del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoradora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

*S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br), [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)*