

República Dominicana  
Análisis de Crédito

## BHD Valores Puesto de Bolsa, S.A. BHD Valores

### Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	AA-(dom)
Nacional de Corto Plazo	F-1+(dom)
Bonos Ordinarios	AA-(dom)

### Información Financiera

BHD Valores	31/05/09 <sup>a</sup>	31/12/08
Activo Total (RD\$ MM)	569	717
Patrimonio (RD\$ MM)	182	148
Resultado Neto (RD\$ MM)	34	32
ROAA (%)	12,8	6,8
ROAE (%)	49,6	24,2
Patrimonio / Activos (%)	32,0	20,7

<sup>a</sup> Estados Financieros No Auditados

### Analistas

Bruna Villalba, Caracas  
+58 212 286 3844  
bruna.villalba@fitchratings.com

Larisa Arteaga, Santo Domingo  
+1 809 563 2481  
larisa.arteaga@fitchratings.com

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a BHD Valores se fundamentan en el soporte operativo y financiero brindado por el Banco BHD y por el Centro Financiero BHD (CFBHD), quien posee el 98% del Banco BHD y a su vez es el accionista mayoritario del puesto de bolsa. En opinión de Fitch, la clara identificación comercial de BHD Valores con el Banco BHD y el riesgo de marca al cual se expondría esta última institución en caso de eventuales problemas de BHD Valores, resulta en una alta probabilidad de asistencia directa o indirecta por parte del Banco.
- El CFBHD, accionista mayoritario de BHD Valores, es propiedad en un 51% del Grupo BHD (constituido por inversionistas locales); Banco Sabadell España (20%), Banco Popular de Puerto Rico (20%), y de la Corporación Financiera Internacional (IFI) (9%), un miembro del Banco Mundial. Por su parte, el Banco BHD cuenta con una calificación de riesgo nacional de largo plazo AA-(dom) y de corto plazo F-1+(dom), las cuales están soportadas por diversificada y atomizada base de depósitos, adecuada participación de mercado, buena liquidez, mejoras en la calidad del activo y rentabilidad, competente administración y robusta estructura accionaria.
- A mayo 2009, el ajuste a valor de mercado de las inversiones y, en menor medida, las ganancias por venta de las mismas, lograron más que compensar el importante descenso del margen financiero (relación margen financiero bruto a activo promedio: 0,82%) producto del incremento en el gasto financiero generado por la emisión de bonos corporativos. En este contexto, el ROA de la institución se ubicó en 13% (Dic-08: 7%). A corto plazo se esperaría la continuidad de las presiones sobre el margen financiero, dado el mayor apalancamiento a un costo más elevado.
- Por su parte, el descenso del volumen del portafolio de inversión, así como el incremento de las utilidades reflejado en el 2009, se tradujeron en un crecimiento de las relaciones de capitalización (Patrimonio/Activos) hasta ubicarse en 32% (Dic-08: 21%). A futuro se espera que dicho indicador se ajuste como producto del mayor apalancamiento que resultaría de la colocación del monto restante de la emisión, manteniéndose no obstante a niveles adecuados. Dicha situación coloca un mayor énfasis en la necesidad de mantener un adecuado margen financiero a través del tiempo, a fin de evitar mayores retrocesos de los niveles de capitalización.

### Elementos Claves de la Calificación

- Las calificaciones asignadas a BHD Valores se fundamentan en el soporte brindado directa o indirectamente por el Banco BHD. Cambios en las calificaciones de riesgo nacionales del banco impactarían a las otorgadas al puesto de bolsa.

### Perfil

BHD Valores, subsidiaria del Centro Financiero BHD, S.A., fue constituida en el año 1990. Al cierre de diciembre 2008, el 70% de sus acciones se encuentra en manos de CFBHD, mientras que SFC International Holdings controla el 30% restante. A la fecha la institución se ubica entre los principales puestos de bolsa del mercado de valores dominicano en cuanto a activos y patrimonio se refiere.

## Perfil

BHD Valores, S.A. (anteriormente conocida como Corredora de Títulos, S.A. - COTISA), fue constituida en el año de 1991 como el puesto de bolsa del Centro Financiero BHD (CFBHD), con el propósito de dedicarse a la gestión y realización de negocios de inversiones, corretaje, garantías, asesorías, suscripción y venta de valores, operaciones de banca de inversión, así como preparar, mercadear y administrar emisiones de valores de clientes empresariales. A fin de ofrecer a los clientes del CFBHD una variedad de productos y servicios financieros a través del mercado de valores, BHD Valores llevó a cabo un proceso de transformación del esquema de negocios, lo que incluyó el cambio del nombre e imagen corporativa para asociarla a las demás instituciones pertenecientes al CFBHD.

El CFBHD, el cual posee el 70% de la propiedad accionaria de BHD Valores, es a su vez propiedad en un 51% del Grupo BHD (constituido por inversionistas locales); Banco Sabadell (20%), (Calificación Internacional de Largo Plazo (IDR) de "A+" con Perspectiva Negativa otorgada por Fitch), uno de los bancos españoles más grandes; Banco Popular de Puerto Rico (20%), (IDR de largo plazo de "BB-" en observación negativa, otorgada por Fitch), y 9% por IFC, un miembro del Banco Mundial (IDR de largo plazo de "AAA"). Adicionalmente al puesto de bolsa, el CFBHD incluye a otras instituciones del sector financiero/asegurador de la República Dominicana entre las que destacan: Banco BHD, uno de los mayores bancos comerciales del país; Mapfre BHD (anteriormente Seguros PALIC), ubicada en posiciones líderes del sector asegurador, PYME BHD, banco especializado en el sector microfinanciero; Remesas Dominicanas, la tercera más grande del mercado; AFP Siembra, administradora de fondos de pensiones y BHD International Bank Panamá, entre otras.

Por su parte, a partir del año 2008 el 30% restante de las acciones del puesto de bolsa se encuentra en manos de SFC International Holdings, grupo domiciliado en Panamá y del cual depende igualmente U21 Servicios Financieros (U21), reconocida empresa en el mercado de valores de Venezuela, y con la cual BHD Valores realizara una alianza estratégica en el 2006. La incorporación del nuevo accionista ha representado un fortalecimiento desde el punto de vista estratégico para BHD Valores, dado el amplio conocimiento del mismo en el negocio de la institución.

## Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2002-2008, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers, así como los interinos al mes de mayo de 2009. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe siguen los principios de contabilidad generalmente aceptados en la República Dominicana.

## Estrategia

La estrategia de negocios de BHD Valores se enfoca en el desarrollo de sus operaciones de intermediación, finanzas corporativas y tesorería, las cuales representan sus principales fuentes de generación de ingresos. Por su parte, el mercado objetivo del puesto de bolsa se encuentra compuesto tanto por clientes institucionales como individuales (mercado retail), siendo que en adelante la institución espera orientar sus esfuerzos principalmente hacia una mayor participación dentro de este último segmento. Si bien la institución cuenta con el apoyo operativo de Banco BHD en áreas como recursos humanos, legal y contabilidad; el proceso de búsqueda y captación de nuevos clientes es realizado en forma independiente al del banco, siendo que los avances reflejados en este sentido son el resultado de las gestiones de la fuerza de venta propia. Cabe destacar que existe un contrato de referimiento de clientes entre BHD Valores y Banco BHD, producto del cual el puesto de bolsa paga al banco una comisión por los nuevos clientes obtenidos a través de él.

## Operaciones

BHD Valores cuenta con una estructura organizacional y una plantilla acorde con el volumen de operaciones que maneja, además de estar soportado operativamente por el CFBHD en lo que se refiere a infraestructura, administración y sistemas de información para el manejo del portafolio e intermediación de los títulos valores. Igualmente, la institución ha orientado esfuerzos para operar en forma autosostenible e independiente del banco. Actualmente el Consejo Directivo de BHD Valores se encuentra compuesto por 7 miembros, dentro de los cuales se incluyen algunos pertenecientes al CFBHD así como a Banco BHD, a la vez que participan dos miembros independientes, esto en línea con lo establecido como mejores prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, y como parte de su gestión de tesorería, la institución cuenta con un comité de inversiones así como ALCO, los cuales de la misma forma que el Consejo de Directores, incorporan representantes del banco en adición a los del puesto de bolsa. Como parte de sus funciones, el comité de inversiones establece los límites de inversión autorizados a la tesorería tanto por emisor como por tipo de instrumento, así como define las estrategias para la emisión de títulos valores. Por su parte, el comité ALCO analiza las estrategias de inversión o cobertura sobre los riesgos de mercado, y realiza el seguimiento de la gestión del portafolio de activos y pasivos de la institución, entre otras actividades.

Para la comercialización de los productos, BHD Valores se apoya tanto en su personal interno como en la red de agencias de Banco BHD. Sin embargo, tal y como se mencionó anteriormente, la mayor parte de la base de clientes de la institución es producto de su propia gestión de ventas, siendo que el puesto de bolsa debe cancelar al banco una comisión, en caso de recibir clientes que le sean referidos por este. Asimismo, la estrategia está apoyada en algunas actividades de mercadeo, entre las que se destaca el uso de material promocional (brochure, página web, informe semanal), visitas de asesoría y talleres de formación, entre otros, conscientes del amplio potencial de inversionistas no alcanzados en el mercado. Es importante destacar que la poca profundidad del mercado de valores en República Dominicana, se constituye en una limitante externa para la expansión de las operaciones bursátiles de BHD Valores a nivel local. En vista de lo anterior, las alternativas de instrumentos de inversión disponibles en el mercado permanecen limitadas, por lo que a mayo 2009 el portafolio de inversiones se encuentra concentrado en pocos instrumentos, distribuidos de la siguiente manera: Bonos de deuda del Gobierno de República Dominicana (65%), Certificados Banco Central de la República Dominicana (28%), títulos valores emitidos por bancos del país (2%), títulos de deuda emitidos por empresas locales no financieras (6%). No obstante, dicha composición del portafolio se encuentra en línea con la estrategia de la institución de mantener una alta rotación de su cartera, dada la demanda actual existente por los títulos emitidos por el gobierno dominicano, producto de las condiciones ofrecidas por estos entre otras ventajas operativas.

BHD Valores mantiene una posición larga en moneda extranjera (57% del patrimonio al cierre del año 2008), establecida con base en los lineamientos indicados por sus accionistas para proteger el patrimonio, considerando una eventual devaluación del tipo de cambio en el país. Dicha posición se encuentra fundamentalmente representada por inversiones en títulos valores, con lo cual se espera que la misma se mantenga volátil, dada la antes mencionada alta rotación del portafolio del puesto de bolsa.

## Aspectos Regulatorios y Mercado de Valores

El marco regulatorio que establece las normas para el funcionamiento del mercado de valores está constituido por la Ley de Mercado de Valores No.19-00 (en vigencia desde el año 2000) y su Reglamento de Aplicación promulgado en el año 2004, así como las distintas resoluciones y circulares emitidas por la Superintendencia de Valores desde su

creación. Por otro lado, la BVRD fue creada por el Poder Ejecutivo en el año de 1988, como resultado de una serie de iniciativas del sector económico privado.

La Superintendencia de Valores (SIV) fue creada mediante la promulgación de la Ley de Mercado de Valores No. 19-00 del 8 de mayo del año 2000, con el fin, entre otros aspectos, de promover y regular el mercado de valores, procurando un mercado organizado, eficiente y transparente, que contribuya con el desarrollo económico y social del país. Con la promulgación de la Ley de Mercado de Valores, la SIV confirió su autorización para operar formalmente a la BVRD. Como parte del proceso de adecuación de las operaciones del mercado de valores bajo el nuevo esquema regulatorio vigente, las operaciones del mercado fueron severamente afectadas en la medida que todas las emisiones en circulación debían convertirse en públicas y contar con la aprobación de la SIV, mientras que los diferentes participantes del mercado de valores también debían cumplir con el proceso de autorización por parte de dicho ente. Para tales efectos, el regulador concedió un plazo de ajuste de 18 meses, concluido en julio de 2005, para que tanto los participantes como las emisiones pasaran a cumplir con los nuevos requerimientos del marco legal vigente, lo cual se tradujo en una caída drástica de los volúmenes negociados y el tamaño mismo del sector.

El Depósito Centralizado de Valores, S.A. (CEVALDOM) es una filial de la Bolsa de Valores creada en enero de 2003, especializada en la custodia y administración de valores, con el objeto de minimizar el riesgo en el manejo físico de los títulos y maximizar la información, agilizando las transacciones en el mercado de valores. Los Puestos de Bolsa son las instituciones (personas jurídicas) encargadas de la intermediación de valores objeto de oferta pública, ya sea en el mercado bursátil o extra bursátil y deberán estar autorizados a operar por la SIV, con base en los requisitos establecidos en la ley. Los corredores de valores, son las personas físicas que representan los puestos de bolsa.

Algunas de las exigencias establecidas en el marco regulatorio de los puestos de bolsa se refieren a los requisitos para su inscripción en el registro, el tipo de operaciones permitidas, servicios de asesoría, relaciones con el cliente, disposición de funcionamiento para la intermediación de valores, así como el cumplimiento de algunos indicadores con relación a los niveles de capitalización y relaciones de liquidez, entre otros aspectos. Cabe mencionar, que el perfeccionamiento de algunos aspectos regulatorios, junto al crecimiento económico sostenible del país, podría contribuir a un incremento en el volumen de operaciones en el mercado de valores.

## Desempeño Financiero

Como consecuencia de la crisis financiera internacional y los efectos de las medidas de política monetaria restrictiva implementadas por el Banco Central de la República Dominicana (BCRD), a partir del tercer trimestre del año 2008 se inició un fuerte proceso de desaceleración económica, lo que resultó en un crecimiento del Producto Interno Bruto de 5,3%, el cual aunque todavía es importante, ha sido inferior a los años anteriores (2007: 8,0%; 2006: 10,7%). Para el año 2009, se prevé que una demanda más débil de productos de exportación por la recesión de la economía de Estados Unidos, principal socio de República Dominicana; una reducción del turismo y de la inversión extranjera; así como una desaceleración del flujo de remesas familiares, podrían incidir en un bajo crecimiento de la economía dominicana o incluso en una posible contracción de la misma.

A mayo 2009, el ajuste a valor de mercado de las inversiones, favorecidas por el descenso de las tasas de interés en República Dominicana y, en menor medida, las ganancias por venta de las mismas, lograron más que compensar el importante descenso del margen financiero (relación margen financiero bruto a activo promedio: 0,82%) producto del incremento en el gasto financiero generado por la emisión de bonos corporativos. Por su parte los gastos operativos, fundamentalmente representados por la cancelación de

sueldos y salarios al personal propio de la institución, así como el pago de comisiones producto del contrato de servicios mantenido con Banco BHD, se mantienen a niveles adecuados, siendo que las relaciones de eficiencia (Gastos Operativos/Ingresos Totales) muestran una mejora sostenida a partir del año 2006. En este contexto, el ROA de la institución se ubicó en 13% (Dic-08: 7%), favorecido por el incremento de los ingresos antes mencionados, así como por un nivel de gastos acorde con la estructura del negocio. A corto plazo se esperaría la continuidad de las presiones sobre el margen financiero, dado el mayor apalancamiento a un costo más elevado.

Con relación al fondeo, a partir del 2007 los pasivos de BHD Valores han estado principalmente constituidos por las emisiones de títulos valores realizadas por la institución, con las cuales se ha buscado apalancar el crecimiento del negocio, así como optimizar la estructura y perfil de vencimiento de los fondos. De este modo, a mayo 2009 el 90% de los pasivos totales se encuentra representado por la emisión de bonos corporativos realizada en el año 2008 hasta por 1.000 millones de pesos, siendo que se espera que la porción restante de la misma (650 millones de pesos) sea colocada en el segundo semestre del año. Adicionalmente, la institución cuenta con líneas de crédito garantizadas con distintas instituciones financieras del país, las cuales son utilizadas fundamentalmente como fuente de recursos de corto plazo para tomar posiciones en el mercado de capitales, que posteriormente son destinadas a la intermediación. Por su parte, el incremento del apalancamiento con relación a sus niveles históricos, así como la reciente reducción del portafolio, se han reflejado en una disminución de la liquidez (Disponibilidades+Inversiones/Pasivos Financieros), hasta ubicarse en 1,55x a May-09 (Dic-06: 25,95x), niveles todavía considerados adecuados. En el año 2008, la gerencia de BHD Valores estableció por regulaciones internas el mantenimiento de niveles mínimos para sus disponibilidades en el equivalente a dos meses de gastos, contribuyendo así a mitigar posibles presiones sobre la liquidez.

Por su parte, el descenso del volumen de negocios así como el incremento de las utilidades reflejado en el 2009, se tradujo en un crecimiento de las relaciones de capitalización (Patrimonio/Activos) hasta ubicarse en 32% (Dic-08: 21%). A futuro se espera que dicho indicador se ajuste como producto del mayor apalancamiento que resultaría de la colocación del monto restante de la emisión, manteniéndose no obstante a niveles adecuados. Dicha situación coloca un mayor énfasis en la necesidad de generar resultados adecuados a través del tiempo, a fin de evitar mayores retrocesos de los niveles de capitalización.

## Resumen Financiero - BHD Valores Puesto de Bolsa, S.A.

(Cifras expresadas en miles de pesos Dominicanos)

Tipo de Cambio RD\$/USD a final del Período	35,94 5 meses May-09	35,25 12 meses Dic-08	33,91 12 meses Dic-07	33,51 12 meses Dic-06	33,39 12 meses Dic-05
<b>Principales Indicadores Financieros</b>					
<b>Liquidez</b>					
(Disp. + Inversiones)/Pasivo Financiero	1,55x	3,36x	2,15x	25,95x	0,00x
<b>Rentabilidad</b>					
Gastos Operativos/Ingresos Totales <sup>3</sup>	25,5%	35,9%	65,4%	85,4%	53,6%
Resultado Neto/Ingresos Totales <sup>3</sup>	38,9%	28,0%	21,7%	14,6%	43,5%
Margen Financiero Neto/Activo Promedio**	0,82%	4,4%	6,3%	30,2%	1,4%
ROAA **	12,8%	6,8%	5,8%	5,0%	56,6%
ROAE **	49,6%	24,2%	9,5%	6,0%	70,7%
<b>Apalancamiento</b>					
Patrimonio/Activo	32,0%	20,7%	51,1%	85,6%	80,1%
Pasivos Totales / Activos Totales	0,68x	0,79x	0,49x	0,14x	0,20x
Pasivos Totales / Total Patrimonio	2,12x	3,84x	0,96x	0,17x	0,25x
<b>Riesgo Cambiario</b>					
Posición Neta en Moneda Extranjera (en miles de US\$)	n.d	2.408	1.058	992	391
<b>Resultados</b>					
Ingresos Financieros Totales	33.484	61.849	14.306	11.886	2.320
Egresos Financieros Totales	31.278	41.172	4.404	0	1.596
	Margen Financiero Bruto	2.206	20.677	9.902	11.886
Gastos por Provisiones	0	0	0	0	0
	Margen Financiero Neto	2.206	20.677	9.902	11.886
Honorarios y Comisiones	13.327	30.846	7.749	8.319	4.675
Ganancia Cambiaria	1.688	843	406	-384	3.884
Otros Ingresos	39.399	20.627	19.263	7.205	55.881
	Resultado en Operación Financiera	56.620	72.993	37.320	27.026
Gastos Operativos	22.422	40.974	27.276	23.089	35.785
	Resultado Neto	34.180	32.007	9.069	3.937
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Efectivo por las Actividades Operativas	n.d	(405.827)	(123.010)	(33.296)	40.962
Flujo de Efectivo por las Actividades de Inversión	n.d	(45.065)	19.152	(4.959)	(23.315)
Flujo de Efectivo por las Act. de Financiamiento	n.d	453.840	129.817	18.869	0
Flujo de Efectivo Neto	n.d	2.948	25.959	(19.386)	17.647
<b>Balance</b>					
Caja y Bancos	57.649	33.012	30.064	4.105	23.491
Valores Negociables	489.987	654.830	186.832	73.735	37.030
Activos Financieros Directos	1.022	26	0	0	0
Otros Activos	20.669	28.791	10.407	10.228	8.780
	<b>Total Activo</b>	<b>569.327</b>	<b>716.659</b>	<b>227.303</b>	<b>88.068</b>
Pasivos Financieros Directos	354.425	554.920	101.080	3.000	0
Bancos y Títulos	354.425	554.920	101.080	3.000	0
Reportos	0	0	0	0	0
Pasivos indexados a títulos	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	32.563	13.580	10.072	9.723	13.761
	<b>Total Pasivo</b>	<b>386.988</b>	<b>568.500</b>	<b>111.152</b>	<b>12.723</b>
Capital Social	90.498	30.944	30.944	24.755	21.661
	<b>Total Patrimonio</b>	<b>182.339</b>	<b>148.159</b>	<b>116.151</b>	<b>75.345</b>

\*\* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizarán con fines comparativos

1 Utilidad antes de Impuestos

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

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

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