



MANUAL DE OPINIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LAS EMPRESAS Y SUS EMISIONES

Marzo 2022

Índice del Manual

Marco general de la metodología para la emisión de la Opinión de Riesgo Crediticio	2
Aspectos Considerados en la Opinión de Riesgo Crediticio	3
Aspectos Cualitativos del Análisis	3
Características de la empresa	3
Características de la Industria	4
Aspectos Cuantitativos del Análisis	5
Indicadores de desempeño operativo	5
Indicadores de Liquidez	5
Márgenes de utilidad y rentabilidad	5
Solvencia y endeudamiento	6
Resultado de la evaluación	6
Categorías de Riesgos	7
Tendencia del Riesgo obtenido	7
Monitoreo de Riesgo	7
Consideración final	7

Marco general de la metodología utilizada para la emisión de la Opinión de Riesgo Crediticio

Este documento describe la metodología de Solventa & Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, empleada para la emisión de la *Opinión de Riesgo Crediticio de las empresas y sus emisiones*. El objetivo de esta opinión técnica, es ofrecer un indicador basado en una valoración del perfil de riesgo crediticio de la empresa, con el fin de conocer de manera rápida y efectiva, la situación financiera global de la empresa, considerando para ello aspectos tanto cuantitativos como cualitativos, referentes a la empresa y a la industria a la que pertenece. El análisis se realizará en función de la información suministrada por la compañía, información pública y la recopilada dentro del proceso de evaluación. Esta evaluación no es una Calificación de riesgo ya que no mide la solvencia global de la empresa, y tampoco es una medida exacta sobre la probabilidad de incumplimiento de deudas, ya que no se garantiza la calidad crediticia del deudor.

Esta metodología de evaluación financiera de las empresas, es en cierto sentido similar a un credit-scoring, en cuanto a que refleja un valor o graduación de riesgo obtenido, aunque este valor no está representado por un puntaje, sino por una graduación relativa del perfil de riesgo de la empresa, diferenciadas en cuatro categorías de riesgo: Bajo, Medio, Medio Alto y Alto. Esta valoración se realiza en base a los siguientes aspectos fundamentales: 1. Análisis de la evolución de los principales indicadores financieros; 2. Análisis de los aspectos cualitativos respecto a las principales características de empresa y la industria.

La opinión de riesgo crediticio no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones y la gestión más adecuada de los riesgos tomados por los acreedores. Cabe señalar, que aunque las opiniones de riesgo crediticio son técnicas y objetivas, pueden incluir también valoraciones subjetivas de los analistas, de acuerdo al juicio experto utilizado en la evaluación. Estas opiniones son técnicamente fundadas, puesto que están basadas en un análisis profesional de información y datos. Son también subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos, para evaluar el perfil de riesgo de las empresas.

Las opiniones de riesgo crediticio están basadas en el cumplimiento de un Código de Conducta y Ética, que recoge los Principios fundamentales que deben regir las operaciones y actividades de evaluación de riesgos por parte de las empresas de calificación, de conformidad con la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que, en marzo de 2015, emitió el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (CRA). Riskmétrica S.A. considera que la correcta aplicación de los Principios del CRA, es la base de la aplicación de metodologías específicas de calificación, destinadas a entidades u obligaciones en particular.

Aspectos Considerados en la Opinión de Riesgo Crediticio

En el proceso de análisis de riesgos, para emitir la opinión técnica sobre el perfil de riesgo de la empresa, Solventa & Riskmétrica evalúa aspectos cualitativos y cuantitativos, que finalmente conducen a determinar en primera instancia una valoración de la situación financiera de una empresa en particular, que luego, de existir necesidad, servirá de base para la calificación de títulos valores de oferta pública o privada, donde adicionalmente se deberán considerar otros factores respecto a la solvencia global de la empresa.

La metodología distingue dos tipos de evaluaciones de la empresa:

1. Análisis cualitativo de las características de la empresa y la industria.
2. Análisis cuantitativo de la evolución de los estados financieros presentados por la empresa.

Finalmente, los datos son procesados utilizando herramientas metodológicas, lo que arroja un puntaje o coeficiente de riesgos, con su correspondiente graduación de riesgo bajo, medio, medio alto y alto.

Aspectos Cualitativos del Análisis

Los siguientes aspectos cualitativos que Riskmétrica considera en su Opinión de Riesgo Crediticio, constituyen un aspecto complementario del diagnóstico financiero de la empresa. Estos factores son importantes para describir los aspectos intangibles de la empresa, respecto a la gestión de los riesgos inherentes del negocio, así como a su estructura operativa y administrativa. De esta forma, la evaluación cualitativa evalúa los factores internos y externos que afectan a la empresa, en relación con la industria a la que pertenece. Cabe señalar que no se trata de la evaluación cualitativa tradicional del análisis crediticio, ya que no se considera el “carácter” de la empresa ni su historial crediticio, tampoco se evalúa la voluntad de pago ni se realizan referencias bancarias ni comerciales.

Características de la Empresa

Se evalúan los siguientes aspectos:

1. Administración y propiedad: Se evalúa el grado de apertura de la empresa, así como la participación de la clase de accionistas (ordinario con voto o preferida sin voto). Se considera si es una empresa familiar o posee un grado de apertura hacia un modelo más corporativo y profesional. Se tiene en cuenta si la empresa pertenece a un grupo económico. Se evalúan las características de la administración, relacionadas con el tipo de estructura organizacional, tipo de políticas y procedimientos, nivel tecnológico y la calidad de los recursos humanos.

2. Estrategia y perfil del negocio: Se evalúa el perfil de negocio desarrollado en cuanto a su segmento objetivo, políticas de comercialización y crédito, crecimiento y expansión, así como los esquemas tecnológicos, industriales (disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones), operativos y de financiamiento de operaciones. Se considera el grado de diversificación del portafolio de productos y servicios. Se evalúa la red de distribución y logística de los productos y las características de los productos ofertados y de los insumos utilizados. Se tiene en cuenta la antigüedad de la empresa en el rubro y el grado de participación en el segmento donde opera (market share)
3. Gestión de riesgos y control interno: Se analiza el grado de efectividad en la gestión del riesgo de liquidez. Asimismo, se considera la existencia de políticas y planes de contingencia así como la flexibilidad financiera para enfrentar compromisos de corto plazo. Se analizan los procesos y las políticas de evaluación para ventas a crédito, así como los procesos de cobranza de las cuentas por cobrar y los deudores por ventas a crédito. Se evalúan los procesos y políticas de gestión de calidad, respecto a la atención de clientes y proveedores, así como la calidad de los productos y servicios ofrecidos. Se consideran los mecanismos de control existentes, en particular si la compañía tiene normas de gestión en materia de control interno, aprobadas y aplicadas dentro de la empresa, y si se cuenta con auditoría interna y externa.

Características de la Industria

Es importante identificar la industria a la que pertenece la empresa, ya que determina los principales parámetros y factores externos que afectan la gestión del negocio.

1. Se evalúa la coyuntura y perspectiva económica de la industria. Se evalúa el tipo de sector económico y su tendencia. Asimismo, se considera la existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales o estén relacionados con éstos.
2. Se evalúa la sensibilidad de la industria ante cambios en la economía, así como la evolución de la industria, respecto al comportamiento general de la economía.
3. Se analiza la naturaleza de la competencia, así como el grado de apertura de la industria.

Aspectos Cuantitativos del Análisis

Se presenta a continuación una lista de los principales factores e indicadores financieros, que la Calificadora considera en el análisis cuantitativo de las empresas. Este análisis se realiza mediante la medición y cuantificación de los siguientes aspectos:

Indicadores de desempeño operativo

1. Rotación de cartera y de inventario. Se evalúan los ciclos operacionales del negocio, para medir la capacidad de transformación de la cartera y los inventarios en ingresos, así como los periodos promedios de pagos y cobranzas.
2. Índice de costos fijos y variables. Se evalúa la estructura de costos de la empresa, en relación con la producción y las ventas, para determinar el grado de productividad del negocio.
3. Índice de eficiencia operacional. Se evalúa la incidencia de la estructura de costos operativos, en la generación de los márgenes de utilidad operacional, para determinar el grado de eficiencia de la empresa.

Indicadores de Liquidez

1. Liquidez Corriente y Capital de Trabajo. Se evalúan los niveles de liquidez de la empresa, así como la relación entre los distintos rubros del activo y el pasivo circulante. Se considera la evolución y la tendencia del capital de trabajo de la empresa. Se evalúa también el calce financiero estructural.
2. Índice de Flujo de Caja. Se tendrá especial atención con el flujo que generen las ventas y los activos, y su estabilidad en el tiempo, para cubrir las obligaciones y en especial los gastos financieros. Se evalúa la relación entre el flujo de caja operativo y las ventas.
3. Concentración de pasivos. Se evalúa el grado de concentración de la deuda en el corto plazo, así como el grado de dependencia de la deuda financiera. Se evalúa el ratio de efectividad para cubrir las obligaciones de corto plazo con los recursos más líquidos de la empresa.

Márgenes de utilidad y rentabilidad

1. Índice de ventas. Se analiza la capacidad de generación de ingresos operativos de la empresa, así como su tendencia y su evolución respecto a la producción y las ventas. También serán considerados la incidencia de los resultados operacionales o no extraordinarios.

2. Márgenes de utilidad. Se analizan los márgenes de utilidad bruta y operacional (EBITDA), así como su tendencia y su evolución respecto a la producción y las ventas.
3. Indicadores de rentabilidad. Se evalúan los indicadores de rentabilidad de los activos y del capital, así como la rentabilidad neta y operacional.

Solvencia y endeudamiento

1. Índice de solvencia. Se evalúa la capacidad de la empresa de financiar sus activos y sus inversiones con recursos propios. Se considera la composición del Patrimonio Neto de la empresa, así como la evolución del capital y las reservas.
2. Índice de endeudamiento y apalancamiento financiero. Se analiza la proporción de la deuda con respecto al patrimonio, que se usa para financiar los activos de la empresa, así como la composición de dicha deuda. Se evalúa el impacto de la deuda financiera sobre la rentabilidad de los activos y del patrimonio.
3. Endeudamiento sobre utilidad y ventas. Se evalúa la capacidad de generación de ventas y utilidades de la empresa, con respecto a la magnitud y crecimiento de la deuda.
4. Ratios de cobertura. Se evalúa la capacidad de la empresa de cubrir las obligaciones y los gastos financieros, con respecto a los ingresos y los márgenes de utilidad.

Resultado de la evaluación

Una vez finalizadas las evaluaciones descritas anteriormente, se realiza el procesamiento y el análisis de los datos, utilizando herramientas metodológicas. En esta fase se convierte cada uno de los resultados obtenidos en todas las instancias anteriores, en una nota ponderada por el peso de cada indicador evaluado. Las ponderaciones de los indicadores, así como el rango de cada uno, pueden ser modificados en el tiempo, según la propia evolución de los parámetros utilizados.

Finalmente, la valoración otorgada a una empresa resultará de la evaluación del análisis cuantitativo, ponderando los aspectos cualitativos, y será expresada conforme a las categorías de graduación de riesgo. Esta evaluación con su respectivo resultado, será realizada exclusivamente por el equipo de analistas de la Calificadora, sin intervención del Comité de Calificación.

Categorías de riesgos

Riesgo Bajo: El perfil de riesgo de la empresa denota una adecuada situación financiera, cuyos principales indicadores se encuentran en niveles adecuados para el tipo de negocio, con bajo nivel de endeudamiento respecto a la capacidad financiera de la empresa.

Riesgo Medio: El perfil de riesgo de la empresa denota una moderada situación financiera, cuyos principales indicadores se encuentran en niveles razonables, aunque con cierto grado relativo de riesgo respecto a la estructura financiera.

Riesgo Medio Alto: El perfil de riesgo de la empresa denota una ajustada situación financiera, cuyos principales indicadores se han debilitado en los últimos años, con reducido margen para seguir apalancando el negocio.

Riesgo Alto: El perfil de riesgo de la empresa denota una situación financiera deteriorada, con alto grado de exposición y debilidad financiera, cuyos principales indicadores reflejan un alto nivel de endeudamiento respecto a la capacidad financiera de la empresa.

Tendencia del riesgo obtenido

Conforme a la evolución de la empresa durante el periodo analizado, se incorpora la tendencia del tipo de riesgo obtenido. Se utilizarán las siguientes nomenclaturas para indicar la tendencia del riesgo de la empresa:

1. **Tendencia Positiva (+):** Indica que la situación financiera de la empresa ha ido mejorando y que por tanto el riesgo puede disminuir.
2. **Tendencia Estable:** Indica que la situación financiera de la empresa se encuentra en un rango normal, considerando su evolución dinámica en los últimos años.
3. **Tendencia Negativa (-):** Indica que la situación financiera de la empresa ha ido empeorando y que por tanto el riesgo puede aumentar.

Monitoreo de Riesgo

LA CALIFICADORA realizará un seguimiento a la opinión de riesgo durante la vigencia del contrato, realizando controles periódicos sobre los balances y sobre cualquier otra información que resulte relevante para el análisis. La actualización de la Opinión de riesgos será realizada por lo menos una vez al año, conforme lo establece la normativa vigente.

Consideración final

De acuerdo a lo establecido por el Art. 2° Sección 2 Capítulo 5 de la Res. CNV CG 30/21 del 09 de Setiembre de 2021, la Opinión de Crédito se trata de un producto de información exclusiva, y será de carácter privado, a excepción de aquellas emitidas para la oferta pública de títulos. Asimismo, en el Art. 1° Sección 1 Capítulo 5 de la misma Resolución se establecen las emisiones sujetas a la Opinión de Riesgo Crediticio.