

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN **CLIENTES CORPORATIVOS**

1. Metodología

La metodología de calificación de clientes corporativos (emisores y emisiones de garantía general) de BRC Investor Services S. A. (BRC) incorpora factores cuantitativos y cualitativos. La calificación refleja la fortaleza y el desempeño financiero actual de la firma, así como su posible cambio en el futuro, ocasionados por factores internos (cambios en la planeación estratégica, planes de expansión e inversión, modificaciones en las líneas de negocio, etc.) y/o externos (características locales y globales de la industria, cambios en la legislación, inestabilidad política y movimientos en las variables macroeconómicas entre otras). En este sentido, el análisis de las perspectivas del sector en donde opera la compañía es también parte integral de la información que tiene en cuenta BRC.

Las calificaciones son asignadas con base en una escala nacional y las corporaciones son evaluadas respecto a la fortaleza financiera de compañías comparables (*peer group*) en Colombia. En este contexto, el análisis de BRC toma en consideración los fundamentales de la economía colombiana y los aspectos claves del sector en el cual la compañía se desempeña.

La evaluación para la asignación de una calificación corporativa, bien para una compañía industrial, comercial o de servicios, toma en consideración tres grandes áreas:

- ✓ Análisis de riesgo del negocio
- ✓ Análisis de riesgo financiero
- ✓ Gerencia, propiedad, Gobierno Corporativo y otros factores cualitativos

2. Análisis de riesgo del negocio

El análisis de riesgo del negocio está segmentado en tres subtemas: perspectiva de la industria, posición competitiva (liderazgo y participación de mercado) y análisis de la operación.

2.1 Perspectiva de la Industria:

La perspectiva de la industria evalúa el nivel de riesgo involucrado en participar en una industria o industrias particulares. Algunos de los factores que BRC Investor Services analiza son:

- ✓ Crecimiento de la demanda
- ✓ Estacionalidades en la oferta
- ✓ Flexibilidad de los precios
- ✓ Ciclos de vida de los productos
- ✓ Necesidades de capital
- ✓ Requerimientos de investigación y desarrollo
- ✓ Barreras de entrada
- ✓ Marco regulatorio – Estabilidad jurídica

En casos de Holding o Grupos empresariales, también ponderamos la diversificación de los ingresos y participación de Ebitda por negocios y países, así como los beneficios específicos de algunos sectores. En general, las compañías que participan en industrias con perspectivas negativas o limitadas (alto riesgo de industria) requerirán un perfil y unas políticas financieras más conservadoras para alcanzar el mismo nivel de calificación que las firmas que operan en sectores con perspectivas más estables y favorables.

2.2 Posición competitiva

La evaluación de posición competitiva analiza las fortalezas y debilidades competitivas de una compañía respecto a firmas comparables. En particular, el interrogante es si el posicionamiento de mercado y las estrategias de negocio le permiten a la organización diferenciarse de manera favorable de sus competidores. El tamaño de la compañía puede ser una ventaja siempre y cuando sea evidenciado en economías a escala, poder de negociación o flexibilidad en precios. Sin embargo, tales condiciones suelen ser únicamente reales cuando los líderes del sector tienen una participación de mercado significativa. Cuando la participación de mercado se encuentra ampliamente fragmentada, las ventajas del tamaño son usualmente diluidas. Los productores competitivos son generalmente diferenciados a través de la eficiencia en los procesos de manufactura, que pueden o no, tener una relación con el tamaño de la compañía.

La antigüedad de las plantas de producción y de la maquinaria, junto con la calidad en los sistemas y los procesos, son generalmente la explicación más clara para las diferencias en el desempeño de las empresas manufactureras. Así mismo, juega un papel importante el grado de integración vertical u horizontal que posea la firma con filiales o asociadas. Igualmente, las diferencias en el desempeño de las industrias que se desenvuelven en sectores de servicios están asociadas frecuentemente con la calidad y la ejecución de las estrategias de negocios.

2.3 Análisis de la operación

El análisis de la operación de una compañía puede ser una herramienta útil en la evaluación de riesgo del negocio. Se analizan las fortalezas técnicas y operacionales como un elemento para conocer a la propia compañía, la seguridad que ofrece a sus clientes, las posibilidades de continuar operando el negocio normalmente de presentarse alguna eventualidad que pueda originar un detrimento en la confianza y consecuentemente un deterioro financiero severo.

3. Análisis de riesgo financiero

El análisis de riesgo financiero está dividido en cuatro subtemas: Rentabilidad (ganancias); generación de flujo de caja y coberturas de deuda, suficiencia de capital y flexibilidad financiera.

3.1 Rentabilidad (Ganancias)

La rentabilidad de un negocio es el elemento que normalmente utilizan los accionistas para determinar el éxito de su inversión. En la ausencia o limitación en las utilidades (o posibles utilidades), los aportes de capital se ven disminuidos o restringidos y el endeudamiento financiero se vuelve más costoso y menos disponible. Un historial de utilidades sostenidas permite el acceso a financiamiento en condiciones comerciales. Las compañías que han mostrado una tendencia positiva o estable en sus utilidades tienen mayor capacidad de refinanciarse con las entidades financieras o reestructurar su deuda a través de operaciones en el mercado de capitales, lo cual es preferible que depender de la concordancia (*match*) entre la generación interna de fondos y la amortización de las obligaciones.

El análisis de calificación tiene en cuenta cuánto ha crecido la industria en la que participa el Calificado con el objetivo de determinar si está expandiendo en la misma proporción del sector o si por el contrario se está quedando rezagada, lo cual puede ser un factor de cuidadoso seguimiento. De igual modo, se debe tener en cuenta el tipo de industria al que pertenece la compañía, puesto que existen sectores que implícitamente tienen un mayor nivel de riesgo asociado que impacta tanto el desempeño financiero como operacional. En los casos en que las compañías a ser calificadas pertenezcan a industrias más riesgosas, las mismas deberán evidenciar fortalezas financieras en cuanto a rentabilidad, endeudamiento (coberturas de deuda) y liquidez que sus comparables con el fin de acceder a altos grados de calificación.

Además del ritmo de crecimiento, el análisis de calificación evalúa el desempeño a través de las relaciones de utilidades a activos, a capital permanente y a patrimonio. El retorno sobre los activos (ROA) es usualmente calculado antes de impuestos y mide la productividad de todos los activos, mientras que el ROE permite medir la relación entre las utilidades y el patrimonio, y su resultado debe estar directamente relacionado con la estructura de capital determinada por la compañía.

Otros indicadores usados para evaluar la contribución de las utilidades de la compañía a su calidad crediticia incluyen el indicador de pago de dividendos (*dividend pay out ratio*) y el indicador de cobertura de intereses (*interest coverage ratio*). El indicador de pago de dividendos considera la porción de las ganancias pagadas en acciones comunes. Los pagos realizados por encima del promedio de la industria pueden ser un motivo de preocupación, sobre lo cual la calificadora indaga sobre las razones de dichos pagos, especialmente cuando la empresa enfrenta un plan significativo de inversiones de capital.

El indicador de cobertura de intereses mide el número de veces que la utilidad operacional antes de intereses e impuestos o el Ebitda cubre los gastos de intereses brutos¹. Las variaciones de los resultados entre compañías de una misma industria pueden ser atribuibles a diferencias en la rentabilidad o niveles de gastos financieros. El indicador de cobertura es una medida útil para diluir las particularidades de los diferentes sectores en los estados financieros de las empresas. En general, una cobertura de tres veces o mayor sería lo mínimo para acceder a una calificación en grado de inversión.

Dentro del análisis planteado deberán considerarse las diferentes líneas de negocio que tenga una compañía así como la rentabilidad propia de cada una de ellas, así como el comportamiento futuro que espera la Gerencia en todos los casos.

3.2 Generación de flujo de caja y coberturas de deuda

La habilidad de generación de flujo de caja y la capacidad del pago del servicio de deuda son dos elementos directamente relacionados, ya que el flujo de caja es la fuente principal del pago de las obligaciones emitidas o adquiridas por las corporaciones. BRC evalúa la dinámica y estabilidad del flujo de caja histórico, así como las proyecciones que del mismo hagan las empresas teniendo en cuenta las inversiones de capital que planean hacerse, el crecimiento del nivel de ventas y el manejo del capital de trabajo de la compañía.

El historial de superávit o déficit flujo de caja debe ser juzgado en términos de las razones para tal desempeño. Los excedentes de caja son de poca utilidad cuando han sido generados en ahorros inapropiados en los gastos para el mantenimiento de las plantas de producción y de la maquinaria. Los déficits en caja son mucho más preocupantes si se encuentran derivados del pago de dividendos o de cambios en el capital de trabajo que no estén relacionados con el desarrollo del negocio. De esta manera, para evaluar la certeza en las proyecciones de las compañías, es necesario entender los supuestos subyacentes y cómo se encuentran relacionados con los resultados alcanzados por el Calificado en periodos anteriores. Este análisis es complementado por las perspectivas de la industria y de la economía en general.

Además del análisis de flujo de caja, existen otros cuatro indicadores usados para apoyar el análisis de calificación:

- ✓ Flujo de caja operacional / Deuda Total – Flujos generados en la operación de la compañía contra el nivel general de deuda vigente. En teoría, esta medida indica cuánto tiempo tardaría la empresa (en años) en pagar la totalidad de su deuda (corto y largo plazo) usando los recursos derivados de su operación, ya sean históricos o proyectados.

¹ Gastos de intereses antes de ingresos financieros

- ✓ Flujo de Caja Libre / Servicio de la Deuda - compara los fondos generados Por ejemplo, un indicador de 0.25 (25%) sugiere que a la firma le tomaría cuatro años de flujo de caja operacional para pagar el total de sus obligaciones.
- ✓ Flujo de Caja Libre / Deuda Total - supone un ajuste al flujo de caja operacional al tomar en cuenta las inversiones de capital (*capex*) y los cambios en el capital de trabajo, y luego compararlo contra el total de la deuda. De alguna manera, esta medida es más real que la mencionada anteriormente ya que reconoce algunas de las salidas de dinero reales del flujo de caja de la compañía. Sin embargo, no incorpora la flexibilidad en la inversión de capital futura. Los dos siguientes indicadores ayudan a incluir el mencionado elemento.
- ✓ Flujo de Caja Operacional / Inversiones en capital (Capex) - capital considera la relación entre la generación interna de caja y sus inversiones en capital fijo (Capex), las cuales constituyen generalmente el uso más significativo de recursos dentro de una compañía. En este sentido, se debe analizar cuánto de esas inversiones serán financiadas a través de generación interna, y cuánto a través de endeudamiento financiero o emisión de deuda. Debido a que las inversiones en activos fijos pueden variar sustancialmente de un periodo a otro, es apropiado realizar un seguimiento a este indicador de manera periódica y a través del tiempo, con un especial énfasis en las cifras proyectadas. Las firmas manufactureras (las cuales usualmente se encuentran en sectores particularmente demandantes de inversiones: acero, papel) experimentan ciclos de inversión que pueden tardar de tres años en adelante. Una vez iniciado el ciclo, las necesidades de capital continúan indefinidamente, dadas las necesidades de expansión, modernización o ajuste.
- ✓ Ebitda / Deuda Financiera Total
- ✓ Ebitda / Intereses.

Para medir la vulnerabilidad de los flujos de caja del calificado, BRC realiza escenarios de estrés que permiten determinar la solidez financiera de las corporaciones para afrontar condiciones adversas tanto internas como externas, sin comprometer la capacidad de pago de su deuda financiera. Los resultados obtenidos deben ser analizados respecto de los supuestos considerados, teniendo en cuenta que altos niveles de estrés contrastados con indicadores de cobertura de al menos 1 vez puede ser una señal de fortaleza financiera y viceversa.

3.3 Apalancamiento Financiero

La capitalización de una empresa y las políticas de financiamiento son a menudo aspectos importantes a los que se ve enfrentada cualquier compañía y que hacen parte integral de la evaluación de riesgo. En la medida en que una firma prefiera financiar en una mayor proporción sus operaciones con deuda tendrá un efecto en la calificación asignada. Sin embargo, un bajo apalancamiento financiero no es necesariamente la estrategia más apropiada. Esto debido a que la financiación mediante un mayor patrimonio es usualmente más costosa que con deuda financiera, por lo que es necesario un equilibrio entre estas dos formas de financiación (estructura de capital).

En el análisis de apalancamiento financiero se utilizan indicadores como:

- ✓ Deuda Financiera Total sobre Patrimonio: Este indicador es usual en la evaluación del apalancamiento financiero de una compañía y considera el balance que debe existir entre las obligaciones con bancos incluidos los pasivos financieros a corto plazo respecto al patrimonio. Una compañía con un indicador menor al 50% generalmente podrá acceder a los niveles más

altos de calificación en grado de inversión, sin embargo, esta medición no es absoluta y la toma de decisión de calificación dependerá de particularidades específicas.

BRC también tiene en consideración la relación deuda a patrimonio excluyendo las valorizaciones del último rubro, dadas las posibles distorsiones que puede generar en algunas empresas.

- ✓ Deuda Financiera de Corto Plazo / Deuda Financiera Total: Este indicador junto al plan de amortizaciones de deuda de una compañía permite comprender el riesgo de *Roll-over* de la deuda. A mayor deuda financiera de corto plazo, la empresa se verá expuesta a un riesgo de refinanciación siendo necesario el uso adecuado de esta clase de deuda dentro de unos límites razonables.

El análisis del perfil de deuda deberá tener en cuenta los riesgos inherentes a las condiciones del préstamo como tasa (fija o variable - *spread* indexado al IPC, UVR, DTF etc), moneda, amortización, plazo de la operación y los tipos de cobertura para mitigar el riesgo cambiario y de tipo de interés, en caso de requerirse.

En caso de Grupos o Holding se debe establecer el nivel de deuda total y para el análisis particular de las filiales o subordinadas se debe incluir en el análisis de endeudamiento el pasivo existente entre compañías del Grupo, así como las garantías otorgadas (tipo, monto, plazo). Igualmente, si las compañías tiene *covenants* se debe hacer seguimiento al cumplimiento de los indicadores y los efectos de incumplimientos, *mecanismos de incumplimiento cruzado (cross default)* y *Obligación de no otorgar gravámenes (Negative Pledge entre otros)*.

3.4 Flexibilidad Financiera

La flexibilidad financiera incorpora principalmente el concepto de liquidez y evalúa las diferentes alternativas de financiamiento. Posibles restricciones a la flexibilidad financiera tales como demandas legales deben ser consideradas en este apartado. Los indicadores utilizados en la evaluación de la liquidez de una empresa son:

- ✓ Razón Corriente: Se calcula como Activos Corrientes sobre Pasivos Corrientes.
- ✓ Rotación de cuentas por cobrar anual: Se calcula como $(\text{Cuentas por cobrar} / \text{Ventas Totales}) \times 365$.
- ✓ Rotación de Inventarios anual: Se calcula como $(\text{Inventarios} / \text{Costos de Ventas}) \times 365$.
- ✓ Rotación de cuentas por pagar anual: Se calcula como $(\text{Cuentas por pagar} / \text{Costos de Ventas}) \times 365$.

Adicional a la generación interna de liquidez, la mayoría de las compañías realizan convenios con el sistema financiero para obtener facilidades de crédito que sirvan de soporte a posibles contingencias. Se considera como un aspecto favorable que la firma pague esta clase de cuotas o compensaciones por estas facilidades de crédito. De todos modos es importante reconocer que muchas de estas facilidades crediticias contemplan cláusulas que liberan al banco de cualquier responsabilidad si la compañía experimenta un cambio abrupto en sus condiciones financieras.

Los potenciales pasivos legales, laborales o relacionados con temas ambientales pueden implicar problemas financieros a futuro incrementando el costo del capital e incluso disminuyendo la capacidad de la empresa para poder recaudar recursos. Se hace necesario revisar con cautela y de forma minuciosa las notas de los estados financieros y el monitoreo constante de la evolución de estos procesos que impliquen un riesgo para la empresa.

4. Gerencia, propiedad, Gobierno Corporativo y otros factores cualitativos

El gobierno corporativo es un pilar fundamental dentro de la metodología debido a que es la gerencia de una empresa la que decide en que negocios estará, las estrategias a seguir y como estas actividades deben ser financiadas. Las metas de la empresa y las políticas financieras deben ser claras, persistentes y ajustadas a la realidad teniendo en cuenta los posibles riesgos a los que se puede ver sujeta la compañía.

Se debe evaluar si la orientación de la gerencia sólo contempla el corto plazo, la continuidad de las políticas y de las estrategias de la empresa y como se ha respondido a los problemas que ha tenido que enfrentar en el pasado. Estos aspectos se deben considerar en una perspectiva histórica donde una gestión enfocada al desarrollo del negocio y unas políticas financieras que disminuyen la probabilidad de la bancarrota se consideran como aspectos positivos dentro de la calificación.

El análisis del gobierno corporativo debe considerar las influencias actuales y potenciales de los accionistas. Es importante establecer la congruencia de objetivos de los accionistas con las personas encargadas de la gerencia de la compañía.

Otro aspecto de gran relevancia dentro del análisis del gobierno corporativo es la publicación de información pertinente y la transparencia de la compañía. Específicamente la calidad de la contabilidad de la empresa y de los reportes financieros donde se debe considerar su publicación oportuna, junto a la independencia y credibilidad del revisor fiscal son factores que se consideran dentro del análisis.

En la tabla 1 se pueden observar algunos de los indicadores evaluados por parte de la calificadora en concordancia con la aplicación de la metodología. Tal como se ha expresado a través del documento, el análisis incorpora las tendencias históricas así como las proyecciones. En este punto cabe mencionar que si bien los indicadores financieros y de eficiencia constituyen parte importante en el proceso de calificación, no son los únicos factores evaluados ya que como se mencionó anteriormente existen factores de riesgo particulares de cada industria y de cada empresa. Adicionalmente, son ponderados también por parte de la BRC aspectos cualitativos como la adopción e interiorización de prácticas de buen gobierno y la trayectoria y experiencia de los directivos. En este sentido, el cumplimiento de un nivel dado de los indicadores financieros no garantiza bajo ninguna circunstancia una determinada calificación.