

BRC Ratings

A Company of **S&P Global**

Metodología | Empresas | Entidades descentralizadas

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN ENTIDADES DESCENTRALIZADAS - PANAMÁ

Índice

Metodología.....	2
1. Perfil de riesgo de negocio.....	3
1.1 Riesgo económico	3
1.2 Riesgo de industria.....	3
1.3 Posición competitiva	4
2. Análisis de riesgo financiero.....	4
2.1 Rentabilidad	4
2.2 Generación de flujo de caja	5
2.3 Estructura de capital y coberturas de deuda	6
2.4 Flexibilidad financiera	7
3. Aspectos cualitativos.....	7
5. Respaldo del grupo o gobierno	9
Artículos Relacionados.....	10

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN ENTIDADES DESCENTRALIZADAS - PANAMÁ

Metodología

La metodología de calificación de entidades descentralizadas de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores (en adelante BRC), incorpora factores cuantitativos¹ y cualitativos. Nuestra opinión es sobre el desempeño financiero actual y futuro del calificado, que puede verse afectado 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).

Asignamos las calificaciones en escala nacional. En todos los casos las entidades son evaluadas en comparación a otras comparables (*peer group*) en el ámbito local y que operen en la misma industria. En este contexto, el análisis de BRC Ratings considera los fundamentales de la economía en la que opera cada entidad y los aspectos claves del sector tanto en términos regulatorios como operativos. En general este criterio se aplicaría a empresas de servicios públicos, entidades vinculadas con entes territoriales que cumplan una función social determinada, hospitales, empresas de energía regional, entre otras.

Para asignar la calificación de una entidad descentralizada consideramos cuatro grandes áreas:

- Perfil de riesgo de negocio
- Perfil de riesgo financiero
- Aspectos cualitativos
- Respaldo de grupo o de gobierno

Gráfico 1
Elementos de calificación



1. Perfil de riesgo de negocio

El perfil de riesgo de negocio de una entidad descentralizada, tiene tres elementos fundamentales: riesgo económico, riesgo de industria y posición competitiva.

1.1 Riesgo económico:

Para BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores el riesgo general de la economía es de extrema importancia.

Analizamos la actividad económica de la zona donde opera la entidad, incluyendo las principales actividades económicas que se desarrollan en la región de influencia y la tendencia de variables como el desempleo, necesidades básicas insatisfechas y calidad de infraestructura.

1.2 Riesgo de industria:

El riesgo de industria es propio de cada uno de los negocios de las entidades descentralizadas.

En términos generales analizamos el ambiente regulatorio y su estabilidad, la política de precios y su aplicación en la región en donde opera el calificado, el nivel de preparación de los equipos de segunda línea y su estabilidad cada vez que hay un cambio de administración, entre otros.

1.3 Posición competitiva

Por lo general la posición competitiva de una entidad descentralizada es alta en la medida que tiene una posición monopólica del servicio que presta. En esta sección es importante entender quién es el propietario de la infraestructura en la que opera la entidad y cuáles son las principales necesidades de inversión que tienen dichos activos en los próximos tres a cuatro años.

Un elemento relevante en el análisis de posición de negocio es la composición de los clientes, ya sea por estrato económico o por tipo de población que atiende; mientras que la relación con sus proveedores y materias primas debe tenerse en cuenta, especialmente en la posibilidad de reemplazarlos fácilmente.

El análisis de la operación de una entidad puede ser una herramienta útil. Analizamos las fortalezas técnicas y operacionales como un elemento para conocer al calificado y la seguridad que ofrece a sus clientes. Es claro que la eficiencia que puede obtener a través de una estructura de costos flexibles y el manejo adecuado del capital de trabajo aumenta las posibilidades de continuar operando el negocio normalmente en caso de que alguna eventualidad perjudique la confianza y genere un deterioro financiero severo.

2. Análisis de riesgo financiero

El análisis de riesgo financiero se divide en cuatro subtemas: Rentabilidad, generación de flujo de caja, estructura de capital y coberturas de deuda y flexibilidad financiera.

2.1 Rentabilidad

Al analizar la rentabilidad, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores considera el comportamiento de la rentabilidad del calificado y las expectativas futuras, tanto en el nivel de márgenes que genera como en el monto de estos resultados, con el objetivo de determinar si la compañía sigue la misma tendencia que su industria o por el contrario está rezagada, lo cual puede ser un factor de seguimiento.

Es importante analizar la rentabilidad ya que está asociada a la disponibilidad de aportes de capital de sus accionistas. En los casos en que las utilidades son limitadas, estos recursos podrían disminuir o estar restringidos, lo que afecta igualmente el costo del financiamiento y su disponibilidad.

Dentro de los principales indicadores de este capítulo están los que señalamos en la Tabla 1.

Tabla 1
Indicadores de rentabilidad

Utilidad bruta
Margen bruto
Utilidad operacional
Margen operacional
EBITDA
Margen EBITDA

Una de las variables a las que le damos más peso en esta metodología es al margen EBITDA, tanto en términos históricos como proyectados. Aquellas entidades con un margen más estable o de crecimiento constante, podrían aspirar a mayores calificaciones.

Otras variables que podríamos analizar en algunos casos son el retorno sobre los activos (ROA) que mide la productividad de todos los activos, y el retorno a capital (ROE) que 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.

Dentro del análisis planteado deberán considerarse las diferentes líneas de negocio que tenga la compañía, así como la rentabilidad propia de cada una de ellas. En todos los casos el análisis lo realizamos con información histórica de tres años histórica y tres de proyecciones bajo escenarios base y, en algunos casos, de estrés.

2.2 Generación de flujo de caja

La 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 que emiten o adquieren las entidades descentralizadas. BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores evalúa la dinámica y estabilidad del flujo de caja histórico, así como las proyecciones que del mismo hagan las empresas teniendo en cuenta los planes de inversión de capital, el crecimiento de la demanda y el manejo del capital de trabajo.

El historial de superávit o déficit flujo de caja se debe analizar en términos de las razones que expliquen dicho desempeño. Los excedentes de caja son de poca utilidad cuando se han generado a través de 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 provienen 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 relacionan con los resultados del calificado en periodos anteriores. Este análisis lo complementan las perspectivas de la industria y de la economía en general.

Algunos de los indicadores cuantitativos que analizamos en esta sección son:

Tabla 2
Indicadores de flujo de caja

Flujo de caja operativo
Flujo de caja libre
Capex (inversión en activos fijos)
Flujo de caja libre/ Capex

Para medir la vulnerabilidad de los flujos de caja del calificado, BRC Ratings – S&P Global

S.A. Sociedad Calificadora de Valores, 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 se deben analizar respecto de los supuestos considerados, teniendo en cuenta que altos niveles de estrés contrastados con indicadores de cobertura de al menos 1x (vez) pueden ser una señal de fortaleza financiera y viceversa.

Otro ejercicio que realiza la calificadora es el análisis de la relación de fuentes a usos para los próximos 12 y 24 meses, con el fin de determinar si la entidad estará en capacidad de cumplir con sus compromisos operativos y financieros con los recursos disponibles en dichos plazos. Una entidad que tenga dicho ratio en niveles superiores a 1.2 x podría acceder a calificaciones más altas.

Asimismo, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores analiza las diferentes alternativas de financiamiento que tiene el calificado, especialmente de los proyectos de expansión y/o mantenimiento; así como el plazo en el que se llevarán a cabo dichas inversiones.

Para conocer los lineamientos más importantes en materia de liquidez de la compañía y su manejo de capital de trabajo, analizamos los siguientes indicadores:

Tabla 3 Indicadores operativos

Razón corriente
Rotación de cuentas por cobrar
Rotación de cuentas por pagar
Rotación de inventarios
Ciclo de efectivo
Saldo de efectivo (disponible y no disponible)

Adicionalmente a la generación interna de liquidez, la mayoría de las entidades realizan convenios con el sistema financiero para obtener facilidades de crédito que sirvan de respaldo a posibles contingencias. Consideramos como un aspecto favorable que la entidad tenga acceso a líneas de crédito.

2.3 Estructura de capital y coberturas de deuda

A menudo, las decisiones sobre capitalización y las políticas de financiamiento son aspectos importantes a los que se enfrenta cualquier compañía y que forman parte integral de la evaluación de riesgo. En la medida en que una entidad prefiera financiar en una mayor proporción sus operaciones con deuda tendrá un efecto en la calificación asignada.

En el análisis de apalancamiento financiero utilizamos indicadores cuantitativos como:

- Deuda bruta o neta / EBITDA: Este indicador mide el nivel de apalancamiento que tiene la entidad y refleja la estrategia que sigue con el fin de financiar sus proyectos de expansión.

Dentro de la definición de deuda bruta se deben incluir las obligaciones con instituciones financieras, los compromisos que deba honrar la entidad anualmente como arrendos operacionales, contingencias con alta probabilidad de fallo en contra

y el pasivo pensional.

- Deuda financiera total sobre patrimonio: Este indicador es usual en la evaluación del apalancamiento financiero de una entidad y considera el balance que debe existir entre las obligaciones con bancos incluidos los pasivos financieros a corto plazo respecto al patrimonio. Una entidad con un indicador menor a 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 Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores, también considera 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 permite comprender el riesgo de refinanciación de la deuda. A mayor deuda financiera de corto plazo, la empresa se expondrá a un mayor riesgo de refinanciación.

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), 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.

Además del análisis del nivel de apalancamiento, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores analiza los ratios de cobertura que tiene la deuda de la compañía. Para esto utiliza los siguientes indicadores en la Tabla 4.

Tabla 4
Indicadores de apalancamiento financiero

Flujo de caja operacional / Deuda total
Flujo de caja libre / Servicio de la deuda
Flujo de caja libre / Deuda total
Flujo de caja operacional / Inversiones en capital (capex)
Deuda financiera total / EBITDA
EBITDA / Intereses.

2.4 Flexibilidad financiera

En opinión de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores tienen un menor nivel de riesgo las empresas con una alta capacidad de responder a cambios, tanto positivos como negativos, en su operación o en las condiciones macroeconómicas de su entorno tienen un menor nivel de riesgo.

En esta sección analizamos factores como la concentración de los vencimientos de deuda, la capacidad de acceder al sector financiero o al mercado de capitales, la capacidad de responder a condiciones cambiantes en el ámbito competitivo o de incorporar nuevas regulaciones, entre otros.

3. Aspectos cualitativos

El gobierno corporativo es un pilar fundamental dentro de la metodología debido a que es la gerencia de una entidad la que decide en qué negocios estará, las estrategias a seguir y cómo estas actividades deben ser financiadas. Las metas de la entidad y las políticas financieras deben ser claras, persistentes y ajustadas a la realidad teniendo en cuenta los posibles riesgos a los que puede estar sujeta la compañía. En el caso de las entidades descentralizadas este es un factor fundamental en la medida que se trata de entes que están vinculados directamente con los gobiernos locales y pueden registrar algo de influencia política.

Algunos de los aspectos por considerar en el tema de gobierno corporativo y lo que consideramos como positivo o negativo a la hora de evaluarlos son:

Tabla 5. Criterios de gobierno corporativo		
Criterio	Positivo	Negativo
Proceso de planeación financiera.	Plan claro, con metas financieras y operacionales claras y medibles por unidad de negocio. Estabilidad ante cambios de administración del ente territorial.	Evidencia limitada de que el plan estratégico existe.
Estrategia consistente con las condiciones del mercado.	Considera las condiciones de mercado, con historial de liderazgo en el mercado e innovación.	Cambios frecuentes en la estrategia, metas muy optimistas o agresivas.
Capacidad para dar seguimiento, ajustar y controlar la ejecución de la estrategia.	La empresa tiene historial de lograr objetivos financieros u operacionales, independientemente de los cambios de administración	A menudo la administración no es capaz de convertir las decisiones estratégicas en acciones.
Tolerancia al riesgo de la empresa.	La administración articula y mantiene tolerancias de riesgos conservadoras.	La administración articula y mantiene tolerancias de riesgos agresivos.
Publicación de la información .	Información transparente y pertinente tanto en términos de financieros, de revisoría fiscal y tributaria.	Problemas con la información.

Los aspectos cualitativos complementarios que BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores analiza son la efectividad operacional de la administración, la experiencia y conocimiento de la administración, y la capacidad de soportar la pérdida de personal clave sin afrontar problemas significativos para las operaciones o los flujos de efectivo en cada una de las unidades de negocio significativas.

Igualmente, la calificadora analiza la efectividad del consejo de administración, así como su composición y pondera positivamente la existencia de miembros independientes a la hora de tomar decisiones.

Solicitamos información sobre la existencia de multas o infracciones regulatorias, fiscales o legales de la entidad o sus administradores, y ponderamos negativamente su existencia ya que podrían representar un riesgo significativo para la empresa y su estabilidad financiera.

Los pasivos legales, laborales potenciales o aquellos 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. Para esto se solicita a la entidad un análisis de todas las contingencias que enfrente con un análisis de su probabilidad de fallo en contra.

En este capítulo hacemos una revisión cautelosa 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.

5. Respaldo del grupo o gobierno

Para BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores, la capacidad financiera de los propietarios de la entidad es fundamental y podemos llegar a valorarla como una de las principales fortalezas para su capacidad de pago. BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores, asigna un peso elevado a la capacidad de pago de los propietarios de una entidad. En este sentido, adicionalmente al análisis del perfil crediticio individual de una entidad, se suma la capacidad de pago y voluntad de apoyo de los accionistas por apoyar patrimonialmente a la entidad.

En este componente de la metodología evaluamos la probabilidad de apoyo extraordinario de un gobierno o del grupo económico al cual pertenece el calificado, mediante la evaluación de la relación entre las partes. Para determinar la capacidad de pago de la matriz, el punto de partida es su calificación de riesgo crediticio. Asimismo, evaluamos la voluntad de apoyo, considerando elementos tales como:

Respaldo de grupo

- Alineación e importancia estratégica, en términos de complementariedad de la oferta de valor y/o ingresos.
- Sinergias de tipo corporativo: comerciales, auditoría, gestión de riesgos, infraestructura operativa y/o tecnológica, entre otros.
- Calidad de la franquicia, potencial exposición a riesgo reputacional.
- Respaldo y posición financiera de los accionistas: historial de apoyo patrimonial y/o

de liquidez, así como su interés de fortalecer a la filial para el crecimiento del negocio.

Respaldo del gobierno

- Relación accionaria o de control por parte del gobierno.
- Relevancia estratégica como herramienta del gobierno y alineación con el plan del Gobierno.
- Historial de apoyo patrimonial o de cualquier otra índole.

De otro lado, podríamos considerar un potencial respaldo del Gobierno nacional cuando, por la posición competitiva del calificado, su deterioro financiero pudiera representar un riesgo sistémico.

En general, este último componente en la metodología podría adicionar hasta tres niveles sobre la calificación natural / perfil crediticio individual; sin embargo, en caso de considerar una relación altamente estrecha entre la matriz y la filial, el perfil crediticio de esta última tendería a aproximarse o ser igual al de su matriz.

La relación con el grupo o el gobierno pueden mejorar la calificación de la institución, pero también podría afectarla el estrés financiero del grupo en los casos en que se impacte negativamente la calidad crediticia de sus entidades. Por ejemplo, cuando los problemas financieros del grupo se trasladan a sus entidades, impliquen pérdida de la posición de negocio o deterioro en las condiciones financieras de dichas entidades. Asimismo, el deterioro reputacional de un grupo puede perjudicar la capacidad financiera de la filial.

En los casos en los cuales las subsidiarias reciban de su grupo apoyo operativo, comercial, tecnológico, entre otros, y este no pueda continuar siendo provisto, podrá desencadenar dificultades financieras y del negocio que puedan presionar la calificación de la entidad del grupo. También podría ocurrir, dependiendo de la jurisdicción, que la matriz pueda retirar recursos de sus filiales, con lo cual desmejore su posición financiera, o que existan cláusulas cruzadas en los contratos de las obligaciones, que en caso de incumplimiento de la matriz lleven a incumplimientos de las filiales o aceleración en el pago de sus obligaciones.

Artículos Relacionados

- Escala de calificación emisores de deuda de largo y corto plazo.
- Definición de indicadores entidades descentralizadas

La presente metodología fue aprobada por el Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores y es utilizada únicamente por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en el proceso de calificación de riesgo en escala nacional.