

## Introducción

Las calificaciones de VERUM son opiniones que reflejan la calidad crediticia de un emisor, una emisión o una obligación financiera determinada. Estas se encuentran basadas en medidas e indicadores que evalúan la capacidad y voluntad de una empresa de cumplir oportunamente con sus compromisos financieros (ya sea interés o principal) de acuerdo con los términos acordados.

El enfoque de calificación de VERUM emplea técnicas y herramientas analíticas que incorporan múltiples factores cuantitativos y cualitativos. Nuestras metodologías consideran factores generales de riesgo financiero y de negocio, aplicables a la mayoría de las industrias en el sector corporativo, así como cuestiones específicas de cada industria, elementos más subjetivos y consideraciones intangibles. Las calificaciones reflejan una evaluación de la situación financiera actual de la organización, así como el desarrollo que se espera tenga en el futuro. Los indicadores y herramientas incluidas en esta metodología constituyen un procedimiento que pretende estandarizar la función de análisis crediticio además de elevar la eficiencia y calidad de este. Estos criterios no son limitativos, sino que solo constituyen un marco de referencia general.

No obstante, la decisión de otorgar una calificación no puede ni debe basarse enteramente en un conjunto determinado de reglas o de técnicas analíticas fijas. Cada analista que participa en el proceso de análisis debe usar su sentido común y buen juicio, así como ser especialmente previsor en el desempeño futuro del emisor y su industria. Adicionalmente, es importante resaltar que las decisiones de calificación son tomadas por un Comité de Calificación en el cual las opiniones y criterios de los miembros pueden ser diversas. Si bien podemos establecer ciertos parámetros que nos ayuden a establecer los niveles deseados de los indicadores para cada rango de calificación, los miembros del Comité pueden decidir a su criterio si existe algún factor o variables particulares que sean lo suficientemente importantes para determinar cierta calificación.

Adicionalmente, nuestro análisis toma en cuenta una serie de variables relacionadas a factores administrativos, económicos y operativos. VERUM examina la capacidad de la organización para cumplir con sus obligaciones financieras tomando como base un entorno operativo normal, complementándolo con un análisis de sensibilidad que considera aplicar diferentes condiciones de estrés a cada escenario.

El objetivo de VERUM se enfoca en asignar calificaciones que son aplicables en las distintas etapas de un ciclo económico, con el propósito de minimizar variaciones en estas provocadas por cambios en la economía del país o países. Esto significa que las calificaciones incorporan los impactos de un entorno económico cíclico basándose en una visión de largo plazo que sea capaz de perdurar a través del ciclo. Sin embargo,

## Analistas

**Daniel Martínez Flores**

T (52 81) 1936 6692

M [daniel.martinez@verum.mx](mailto:daniel.martinez@verum.mx)

**Ignacio Sandoval Jáuregui**

T (52 81) 1936 6694

M [ignacio.sandoval@verum.mx](mailto:ignacio.sandoval@verum.mx)

**Jesús Hernández de la Fuente**

T (52 81) 1936 6693

M [jesus.hernandez@verum.mx](mailto:jesus.hernandez@verum.mx)

**Jonathan Félix Gaxiola**

T (52 81) 1936 6693

M [jonathan.felix@verum.mx](mailto:jonathan.felix@verum.mx)

se pudieran realizar revisiones a las calificaciones cuando es evidente que ha ocurrido o que se estime ocurra un cambio estructural, ya sea positivo o negativo.

Si bien esta metodología se centra en calificar obligaciones generales, también es relevante para asignar calificaciones a emisiones de deuda específicas.

### **Metodología de Calificación**

Las siguientes directrices proporcionan una visión general de los factores cuantitativos y cualitativos que VERUM considera en el análisis de una entidad corporativa.

El análisis fundamental es la base de las calificaciones asignadas por VERUM. Las opiniones de VERUM se basan en una clara comprensión de los fundamentales de la entidad a calificar y el sector en el que participa. La calidad crediticia y/o calificaciones de riesgo emisor asignadas por VERUM, evalúan la voluntad y capacidad de una compañía para efectuar el pago de sus compromisos financieros en tiempo y forma, sin considerar ninguna garantía específica o subordinación, evaluando, por lo tanto, el riesgo de crédito quirografario de esa entidad. Si bien el objetivo de cualquier análisis de crédito es determinar si la generación estimada de flujos de efectivo en el futuro será suficiente para cubrir el pago de intereses y principal, el asignar calificaciones de riesgo crediticio es un proceso dinámico enmarcado dentro de la aplicación de criterios generales que se individualizan, ya que cada entidad posee características únicas y asume diferentes niveles de riesgo.

El proceso analítico de VERUM se divide en dos áreas principales – Riesgo de Negocio y Riesgo Financiero- enfocándose en los siguientes puntos clave:

#### **Riesgo de Negocio**

1. Entorno Económico y Riesgo País
2. Entorno Jurídico y Regulatorio
3. Análisis de Industria
4. Entorno y Posición Competitiva
5. Análisis de Operaciones
6. Evaluación de la Administración
7. Gobierno Corporativo

#### **Riesgo Financiero**

1. Calidad de Información Financiera y Principios Contables
2. Desempeño Financiero
3. Evaluación de Flujo de Efectivo
4. Estructura de Capital y Balance General
5. Liquidez

6. Razones Financieras
7. Proyecciones Financieras

### Riesgo de Negocio

Un componente fundamental del análisis de VERUM es la consideración de factores de negocio macro que se aplican a la mayoría, si no es que, a todas las industrias dentro del sector corporativo. El perfil general de riesgo de negocio es en gran medida una evaluación cualitativa del entorno en el que opera una empresa. Una evaluación del perfil de riesgo de negocio en general sirve como fondo para el análisis del perfil de riesgo financiero de una empresa, así como otros factores cualitativos y cuantitativos que son particularmente únicos de cada empresa. Diferencias en los perfiles de riesgo de negocio tienen un impacto en la evaluación del perfil de riesgo financiero de una compañía y, por lo tanto, es importante comprender las influencias externas y los factores de negocio que pudieran afectar a una empresa, a pesar de su fortaleza o debilidad financiera relativa.

#### 1. Entorno Económico y Riesgo País

VERUM considera relevante la importancia de la industria dentro de la economía nacional, en términos de cómo afecta o es afectada por el entorno económico. En general nuestro análisis busca el comprender cómo se ve influenciada la industria por los factores económicos actuales, como la inflación, aumentos o contracciones en el gasto público, la oferta y la demanda privada, las tasas de interés, cambios de moneda, la demografía, etc.

El entorno operativo en el país - incluyendo, sobre todo, cualquier tipo de estrés relacionado con el soberano - puede tener un impacto enorme sobre la capacidad crediticia de una empresa. Al calificar empresas, el objetivo es evaluar el riesgo económico y las variables del riesgo país que puedan afectar la calidad crediticia de la entidad. Tales riesgos económicos o de país se refieren al impacto de políticas gubernamentales sobre la empresa deudora y su entorno financiero, así como la capacidad que tiene la empresa para aislarse de estos riesgos.

Ya que el entorno económico tiene una gran influencia sobre el desempeño de una empresa, se considera más favorablemente a empresas que operan en países con economías desarrolladas que cuenten con buenas calificaciones, por la misma estabilidad económica que estas reflejan.

El operar en economías estables tiende a ser más positivo para las empresas ya que se cuenta con estabilidad en variables como la inflación, tasas de interés y tipo de cambio. El operar en un entorno inflacionario con un tipo de cambio inestable trae consigo diversos problemas y complejidad a la operación. Como ejemplo podemos poner los efectos de una devaluación en la compra de insumos o materia prima. Generalmente, muchos de estos insumos son importados y sus precios están denominados en moneda extranjera o siguen los indicadores de precios internacionales, por lo que si existe una devaluación de la moneda local los costos de

la empresa se verán afectados. A raíz de este aumento en insumos, viene el problema de traspasar estos aumentos en costo al precio final que llega al consumidor, lo que luego afecta la demanda del producto o en caso alternativo, la rentabilidad, si se decide no incrementar los precios o si el aumento de precios no compensa totalmente el de los costos.

Adicionalmente, VERUM también toma en cuenta el sector industrial en el que participa la empresa y los mercados finales de sus productos. Dependiendo del sector industrial en el que participa o de su fortaleza financiera, una compañía puede ser más o menos capaz de soportar crisis macroeconómicas u otros riesgos relacionados con el país. Algunas industrias tienden a ser más afectadas por cuestiones soberanas que otras. Por ejemplo, las empresas de servicios públicos se ven muy afectadas por el marco normativo y por la condición general de la economía. En el extremo opuesto del espectro se encuentran las empresas orientadas a la exportación, que son menos afectadas por las condiciones económicas locales y en general se benefician de la depreciación monetaria.

En el caso de empresas exportadoras, se analizan los mercados finales de sus productos y se consideran las variables y factores que podrían afectarle en cuanto a sus productos. En este caso si bien una empresa puede tener concentradas sus operaciones productivas en un país, pero esta cuenta con una diversificación en su mezcla geográfica de ventas se considera como positivo, ya que esta menos expuesto a la economía local.

Asimismo, el análisis de calificación toma en cuenta la diversificación geográfica de las operaciones de la empresa. Al analizar este punto se toma en cuenta los países en donde opera la empresa y la importancia de cada mercado en la mezcla de ingresos y utilidades de la empresa. Una empresa que posee operaciones en diversos países se considera más sólida que una que sólo opera en un país, ya que mediante la diversificación se reduce la exposición y dependencia a un solo mercado y en caso de existir una desaceleración en algún país, se puede llegar a compensar con un mejor desempeño en otro.

Es importante considerar que VERUM no solo considera importante el contar con operaciones en diversos mercados, sino que también se analiza el peso relativo de cada operación dentro de los resultados consolidados de la empresa, con el propósito de revisar si existe una concentración importante en algún mercado en particular. Una empresa puede llegar a tener operaciones en 20 países, pero si el 85% de sus ventas y el 95% de su utilidad se generan en uno sólo, la diversificación de flujos sigue siendo escasa y esta agrega relativamente poco valor a la calidad crediticia.

Otro factor importante que considerar es la posibilidad de intervención del gobierno en los mercados donde opera la empresa. Es común que los gobiernos suelen eventualmente intervenir en sus economías y ocasionalmente hacen cambios sustanciales en sus políticas en materias como competencia, propiedad, salarios, impuestos y controles de precios, además de implantar restricciones sobre divisas extranjeras, capital e importaciones y exportaciones, entre otras cosas. Estos cambios

pueden afectar significativamente a una empresa, es por eso que nuestro análisis considera factores como la diversificación y ubicación de la empresa o el país de operación junto con el alcance posible de la intervención y apoyo del gobierno, además del grado de estabilidad económica y política. Es por eso que nuestro análisis considera la importancia de cada mercado en particular para las operaciones consolidadas de una empresa. Si se llega a tener una elevada concentración en algún país donde existan mayores riesgos este factor será reflejado en la calificación.

La evaluación del riesgo del país no se limita a acciones de intervención directa del gobierno con el sector privado, sino que también abarca eventos financieros y económicos que pueden extenderse a todo un país, provocando eventos de default generalizado en empresas consideradas sanas financieramente. Como tal, el riesgo país puede tener una repercusión importante en calificaciones corporativas.

Dentro de las variables que se analizan para evaluar el riesgo país donde opera una empresa se encuentran factores relacionados al entorno social y económico, tales como; tendencias demográficas, expectativas de crecimiento, política monetaria, tipo de cambio y tasas de interés, distribución de ingreso, etc. Asimismo, este se complementa incorporando factores relacionados a la industria, por ejemplo, variables como la situación del mercado laboral, nivel de desarrollo de la infraestructura, marco fiscal y regulatorio, etc.

## 2. Entorno Regulatorio y Jurídico

En el caso de que una industria sea regulada, el grado de regulación y supervisión legislativa pueden restringir severamente o ayudar a una empresa en función de la etapa de crecimiento en la que se encuentre, su influencia dentro de la industria y sus relaciones con la regulación. Una industria regulada impone ciertas limitaciones a su marco operativo. También es importante entender si las reglas de la industria cambian con frecuencia o si son relativamente estables y si las regulaciones pueden exigir a las empresas a hacer modificaciones costosas a su infraestructura.

Por ejemplo, en México una industria altamente regulada es la de generación de electricidad, en la cual se tiene especificado claramente las reglas y términos bajo los cuales se puede participar en el sector. En este caso se revisa el marco regulatorio bajo el cual opera la empresa y qué tanta flexibilidad o restricción se le permite a la operación.

El tener más regulación no necesariamente es un factor negativo para la calificación. Lo que se evalúa y es relevante es que esta regulación sea flexible y no restrinja o presione las operaciones de la empresa, que esta sea clara y equitativa, además de no otorgar ventajas a otros participantes, y así como que esta sea aplicada conforme a lo que está escrito.

Asimismo, se analiza la estabilidad y las tendencias en términos de regulación de la industria, ya que estas pueden tener fuertes efectos sobre la posición competitiva de las empresas en el sector. Las principales tendencias regulatorias son evaluadas por sus efectos potenciales en la industria del emisor a nivel mundial. Algunos ejemplos

incluyen la existencia o posibilidad de impuestos especiales, destinados a los competidores de la industria en algunas naciones en particular o la implementación de barreras comerciales contra la competencia exterior.

El sector de telecomunicaciones es un sector donde el marco regulatorio es importante y dada la velocidad de avance tecnológico puede llegar a requerir adecuaciones en sus directrices generales.

Otro factor que considerar es la presencia de apoyo o garantías del Gobierno. En algunos sectores se sigue dando el caso en el que los lazos entre el gobierno y la industria siguen siendo estrechos, lo que ayuda a mantener un ambiente de apoyo para el sector en general, así como para empresas particulares que se encuentran bajo estrés. Igualmente, se revisa si existe algún vínculo específico con el gobierno y la naturaleza de este (establecido por algún régimen especial o régimen jurídico especial en ciertos países) para determinar si se crea la responsabilidad y el incentivo suficiente en el Estado para intervenir de manera oportuna en situaciones de estrés para la empresa.

Estos casos generalmente involucran a empresas que, dado su tamaño o importancia dentro de un país, generan interés del gobierno para que éste intervenga en caso de que la empresa entre en dificultades. Un caso común son las empresas de energía o de servicios públicos, en los cuales, si llegara a haber una interrupción en sus operaciones, habría efectos negativos significativos en sus economías. Si se llegase a identificar que existe un lazo o un fuerte interés del gobierno para que la empresa siga operando, se podría considerar a la empresa como estratégicamente importante para el país y se consideraría algún soporte del gobierno, lo cual, dependiendo de la calificación soberana del país, se tomaría en cuenta para la calificación.

Incluso en casos donde no existe un apoyo explícito y los vínculos entre el gobierno y la industria sean escasos, la posibilidad de una intervención pública puede ser importante para las empresas e industrias que se consideran críticas para el interés nacional, tales como empresas nacionales de energía, transporte público, etc. El apoyo puede venir a través de diferentes formas, entre los que sobresale el otorgarle créditos específicos en caso de dificultades financieras o potencial default.

### 3. Análisis de Industria

El análisis de la industria se centra en las perspectivas de ésta, así como la identificación de los factores competitivos, los riesgos y desafíos que afectan a los diferentes participantes en ese sector, además del patrón de los ciclos del negocio.

Desde un punto de vista de calificación, el análisis de industria nos sirve como una herramienta para identificar el posicionamiento global y local de la empresa dentro de su entorno competitivo.

Todo análisis de calificación incorpora una evaluación del entorno de negocios de la compañía. Dependiendo de la industria en la que la compañía participa, VERUM realiza un análisis de ésta, primero a nivel global y luego a nivel local, para evaluar el entorno

al que se enfrenta. El grado de riesgo operativo que enfrenta una empresa casi siempre depende de la dinámica de la industria en la que participa. Nuestro análisis de la industria se centra en las perspectivas de ésta, así como los factores competitivos que la afectan o la pudieran llegar a afectar.

Como primer paso, es importante examinar adecuadamente las características de la industria en la que la empresa que se esté analizando opera. Una evaluación precisa de la industria es una herramienta importante para lograr una comprensión exhaustiva del desempeño operativo de la entidad que se esté evaluando. Además de ser también en la predicción de posibles dificultades o riesgos que ésta pueda enfrentar en el futuro.

Por ejemplo, la dinámica de mercado en la que opera una compañía dedicada a la producción de acero es muy diferente a la que enfrenta una compañía que produce refrescos. Una de las diferencias importantes entre estas dos industrias es que la empresa acerera compite en una industria global, contra competidores de todo el mundo. Los precios generalmente están referenciados a cotizaciones en los mercados globales y estos son dependientes no solo de factores que afectan localmente sino de factores globales. Una baja en la demanda en China puede llegar a afectar los niveles de precios locales, un incremento en los precios del mineral de hierro u otra materia prima a nivel global afecta la estructura de costos, un exceso de producción en Europa del Este puede provocar un exceso de oferta de producto y afectar negativamente los precios.

Adicionalmente, la industria acerera es una industria cíclica, esto significa principalmente que es afectada significativamente por los ciclos económicos. Por lo tanto, cuando se tiene un boom económico y hay un ciclo positivo global, los resultados de la empresa en la parte alta del ciclo son extraordinariamente positivos. Siguiendo la misma línea, cuando se tiene una crisis económica y por ende una disminución en la demanda, la parte baja del ciclo tiende a pronunciarse hasta irse muy abajo. Es por eso por lo que, al evaluar compañías en una industria cíclica, se deben observar las variaciones en resultados a través de las diferentes etapas del ciclo de la industria y no se evalúa a una empresa simplemente con los resultados en la parte alta ni en la parte baja del ciclo, sino algo intermedio que nos indique el rango medio en el que se proyecta que se van a mover los resultados de la empresa. De la misma manera se evalúa la posición que pudiera llegar a guardar la empresa en el peor momento del ciclo.

A diferencia de la compañía que participa en la industria acerera, donde se tiene alta volatilidad en resultados, los resultados de una compañía que participa en la industria refresquera son mucho más estables, simplemente por los aspectos fundamentales de la industria en la que participa. Generalmente las industrias de alimentos y bebidas son de las más estables ya que, si bien es cierto que la demanda de sus productos puede ser afectada por una crisis económica, ésta no se afecta relativamente igual que otros sectores, ya que la gente tiene que seguir consumiendo alimentos. Adicionalmente, las empresas de alimentos normalmente dependen más del mercado local y no enfrentan proporcionalmente mucha competencia de importaciones. Regularmente las empresas locales de este sector poseen sistemas de reparto y estas cuentan con marcas

tradicionales ya bien posicionadas dentro del mercado, lo cual ayuda a mantener su buen posicionamiento de mercado.

Por estas razones al evaluar a una empresa acerera contra una refresquera, se tiene que tomar en consideración el riesgo industria. En este caso, dada la estabilidad de la industria refresquera comparada con la volatilidad de la acerera, se considera en condiciones similares menos riesgosa a la empresa refresquera, ya que esta presenta una mayor estabilidad y certidumbre en su generación de flujos; que si bien pudiera ser estos no son tan elevados como los que genera la acerera en épocas buenas, seguramente sus resultados no bajarán tanto como la acerera en circunstancias malas. Adicionalmente, si la industria a la que pertenece la empresa es una en crecimiento o madura influirá de forma significativa en el desempeño futuro de la corporación.

De igual forma, algunos sectores industriales sufrirán mayor inestabilidad en su desempeño operativo en el corto plazo debido a cambios bruscos en los precios de las materias primas y productos, mientras el comportamiento de algunas industrias consideradas más estables no se verá significativamente afectado por cambios económicos. Aquí se considera la exposición a estos riesgos de la empresa en particular y en general de empresas de la industria.

Algunos puntos que VERUM considera tienen un impacto significativo en el riesgo de crédito son los siguientes:

#### *Ciclicidad de la industria*

El nivel de ciclicidad de una industria es una variable importante que considerar en las calificaciones de corporativos. Como se comentó anteriormente, hay industrias más expuestas a los ciclos que otras. Los ciclos industriales son influenciados por factores tales como los niveles de gasto de los consumidores, fluctuaciones en la demanda, cambios en la capacidad de suministro y otros múltiples factores económicos. La adición de nuevas capacidades ocurre frecuentemente como respuesta a la fase ascendente del ciclo de la demanda. El agregar capacidad en la parte alta del ciclo en respuesta a una tendencia positiva en la demanda puede resultar en una sobre oferta de producto, que aunada a una desaceleración económica y reducción en la demanda pudiese ocasionar paros generalizados del sector. Asimismo, el tener exceso de capacidad genera mayor presión competitiva y bajas en la rentabilidad, especialmente cuando se llega a la fase descendente del ciclo.

Algunas industrias, como las de sectores relacionados con artículos no perecederos domésticos y de consumo, son susceptibles a la economía del consumidor local, mientras otros sectores, como el de minería y metales, están más vinculados con cambios en la economía del sector industrial. En la fase negativa del ciclo, las compañías con posiciones competitivas débiles pueden experimentar una gran reducción de su rentabilidad y flujo de efectivo. VERUM toma en cuenta la ciclicidad del negocio en sus calificaciones. Cuando es posible, se intenta calificar a través del ciclo completo. Al usar este enfoque, se busca evitar asignar calificaciones altas a una compañía en la fase superior del ciclo, si se espera que ese desempeño sea sólo temporal. De manera similar, seguramente no se bajaría la calificación para reflejar un

debilitamiento en el desempeño debido a factores cíclicos si se espera que la baja sea sólo temporal. Las empresas consideradas más expuestas a la ciclicidad se consideran con mayor riesgo, y consecuentemente al evaluar su calificación se toma en cuenta este factor.

Asimismo, el grado de las fluctuaciones cíclicas se ve influenciado por el segmento de mercado en el que una empresa participa. Las industrias consideradas no-cíclicas son más capaces de soportar cambios económicos bruscos, al igual que las empresas en las cuales sus ciclos son más predecibles que aquellas con grandes diferencias entre sus puntos más altos y pisos bajos en el ciclo. En opinión de VERUM, es importante examinar las estrategias de la empresa y su desempeño a largo plazo comprendiendo su comportamiento durante ciclos anteriores.

Nuestra metodología trata de evitar asignar calificaciones elevadas a una empresa cuando ésta se encuentra en su punto máximo de prosperidad cíclica, si se estima que ese nivel de rendimiento será sólo temporal. Del mismo modo, es posible que las calificaciones no sean ajustadas a la baja cuando los resultados de una empresa son débiles debido a factores cíclicos, si se piensa que las condiciones adversas sean sólo temporales y existen expectativas de una próxima recuperación.

#### *Tamaño del mercado*

Se busca determinar si este es meramente doméstico o si la compañía participa en un mercado global. Generalmente, si es una industria más enfocada al mercado doméstico, este es menos competido, pero también presentaría un mercado de mucho menor tamaño y con menos potencial de crecimiento. Por lo general cuando se tienen compañías que participan en industrias enfocadas al mercado doméstico, se consideran de menos riesgo, ya que estas pueden llegar a tener un poco más de control sobre el mercado tomando en cuenta los canales de distribución, establecimiento de precios, etc., y la competencia generalmente proviene de otros competidores locales de tamaño conocido, o bien con fortalezas reconocidas en ciertas regiones o sectores, etc.

#### *Grado de intensidad de capital requerido*

Industrias intensivas en capital pueden tener perfiles de riesgo crediticio más débiles que las que tienen inversiones menores. Generalmente los perfiles de negocio de empresas que participan en sectores intensivos en capital son de mayor riesgo, ya que los horizontes de punto de equilibrio o retornos con frecuencia son de más largo plazo, debido a que necesitan invertir de manera importante en la capacidad de producción y/o activos fijos. El uso de capacidad y/o apalancamiento operativo también es un factor de riesgo importante de negocio. En los sectores que requieren de mucho capital y son altamente competitivos (por ejemplo, el sector automotriz o metales y minería), la rentabilidad es muy sensible a la alta utilización de capacidad (debido a costos fijos elevados). Muchos sectores intensivos en capital también son cíclicos, lo que exacerba el riesgo de apalancamiento operativo. Desde un punto de vista crediticio, las industrias intensivas en capital también tienden a tener un riesgo superior al promedio, ya que las necesidades de financiamiento con frecuencia son grandes y de largo plazo para

financiar proyectos de expansión. Por otra parte, los sectores relativamente poco intensivos en capital (como el comercial) se consideran de menos riesgo desde el punto de vista de calificación.

#### *Grado de dependencia de alguna otra industria en específico*

Este punto se refiere principalmente a si una industria depende en gran parte de un solo insumo para producir sus bienes o de un mercado en específico para el consumo de sus productos. Se considera de mayor riesgo el tener una alta dependencia de un solo insumo o proveedor, ya que si este llega a fallar es difícil conseguir un sustituto. Lo que se busca en este punto para aminorar el riesgo es que la industria cuente con diversas fuentes de suministro de los materiales clave para evitar casos en los que se tiene que frenar la producción por fallas del proveedor. De igual forma, si un sector industrial cuenta con un solo comprador o muy pocos compradores de su producto, se considera de mayor riesgo. Un ejemplo de esto es la industria de autopartes, en donde en ciertos casos solo se le vende a una o dos de las armadoras de autos. El que una industria tenga sus ventas concentradas en pocos compradores también representa un mayor riesgo que si se tiene un amplio portafolio de clientes.

#### *Tendencias en el mercado de sus clientes*

Se observa si existen cambios importantes en los patrones de consumo o en las tecnologías de los clientes. Pueden existir cambios en el tipo de sistemas de producción o en el uso de ciertas materias primas que pueden provocar obsolescencias en ciertos productos. Por ejemplo; la sustitución del vidrio por el PET en los envases de la industria refresquera. Si es una industria madura o una con nuevos desarrollos, que significan nuevos retos o inversiones, como las industrias de electrónica y comunicaciones en general que demandan nuevas tecnologías en forma permanente para permanecer competitivo.

#### *Estructura de la industria*

¿La industria en la que participa es un oligopolio o es altamente competitiva? Una estructura de relativo oligopolio se considera positiva para el análisis de calificación, ya que cuando se tiene este tipo de mercado con pocos participantes se genera menos competencia, resultando en mayor flexibilidad en la determinación de precios y mejor rentabilidad. El participar en una industria muy competitiva trae consigo una mayor oferta y diversidad de productos, mayores presiones en precios e incrementa la necesidad de invertir en temas de innovación, publicidad y distribución, lo que finalmente resulta en una menor rentabilidad para la empresa.

De la misma manera se analizan otros puntos, como el que si una industria es relativamente estable o está enfocada a productos de tipo *commodity* y por consiguiente es más volátil; qué tanta exposición al riesgo tecnológico posee; qué sensibilidad posee respecto a los costos energéticos; la existencia de barreras de entrada y cómo afectan o evitan la entrada de nuevos competidores; estructura de costos fijos y variables, etc.

Asimismo, nuestra evaluación incluye la identificación de problemas y asuntos que enfrenta la industria, por ejemplo, el balance entre oferta y demanda, competencia internacional, disponibilidad de materiales, etc.

Muchas veces encontramos la necesidad de diferenciar si la empresa a la que se está calificando participa en una industria global o si simplemente participa en el mercado doméstico en su país. El determinarlo nos da una diferenciación importante, ya que si bien siempre se analiza la industria a la que pertenece la empresa desde un punto de vista global, si la industria particular está mayormente enfocada al mercado local y no se tiene participantes extranjeros en esta, el enfoque del análisis de la industria se centra en revisar principalmente el estado de la industria local, sin poner tanto énfasis en el sector a nivel global.

Además de estos puntos, para cada empresa de una industria particular se realiza una evaluación de su capacidad futura de generar ingresos desde un punto de vista específico de la industria. Por ejemplo, cuando se trata de industrias con ubicaciones fijas, como la comercial o de bienes raíces, VERUM realiza su análisis, en conjunto con una revisión de las tendencias de la demanda general (por ejemplo, el consumo personal), poniendo peso sobre la posibilidad de desarrollo y las condiciones competitivas de la región o regiones principales en las que opera la empresa y los planes de expansión de sus competidores. Además, dado que algunas corporaciones se encuentran diversificadas en diferentes mercados y segmentos de negocio, el análisis también tendrá que cubrir las múltiples industrias en las que participa. En tal caso, las evaluaciones de las perspectivas se llevarán a cabo sobre la base discutida anteriormente para cada industria, con objeto de reflejar las ventajas que la diversificación le pudiera proporcionar.

#### 4. Entorno y Posición Competitiva

Para VERUM, el posicionamiento competitivo es una variable fundamental dentro del análisis de riesgo crediticio. Si bien las perspectivas de una industria ya sean favorables o desfavorables, influyen fuertemente en el riesgo de negocio de una empresa, las diferencias en su posicionamiento competitivo pueden justificar diferencias sustanciales en la calidad crediticia entre diferentes participantes de una misma industria. Las empresas que cuentan con un sólido perfil de negocios normalmente poseen una fuerte posición competitiva, mientras que es difícil ver a una empresa con un posicionamiento competitivo débil y un perfil de negocio fuerte.

Generalmente para que una empresa cuente con una calificación elevada, debe mantener una posición de liderazgo en el mercado o algunos de los mercados en los que participa. En el caso de que no sea líder de mercado, la empresa si debe tener una participación importante y significativa en el sector en el que participa. El poseer una posición de liderazgo en el mercado brinda un sólido soporte a la generación de ingresos y estabilidad del flujo de caja además de que generalmente va acompañado de niveles de rentabilidad superiores a los demás participantes de mercado. Los líderes de mercado tienden a tener mayor tamaño y los recursos suficientes para lograr mejores economías de escala que sus competidores más pequeños, esto va desde la

producción, la procura de materia prima, mercadotecnia y publicidad, entre otros. Todo esto también ayuda a tener mayor innovación de productos y niveles competitivos de precios. Igualmente, el tener un buen reconocimiento de marca en el mercado y relaciones de largo plazo con el cliente o consumidor es un gran beneficio, ya que generalmente tiende a crear la lealtad hacia sus productos y le permite a la empresa posicionarse en mejores condiciones que su competencia, gracias al valor que crea la marca. Estos factores resultan en una mayor estabilidad en los ingresos y generación de flujos para la empresa, lo cual se valora favorablemente en la calificación.

Al revisar la posición competitiva de una empresa nuestro análisis se enfoca en una evaluación de la posición de la compañía en relación con el resto de los participantes de su sector, en particular su capacidad para generar ingresos y al mismo tiempo controlar los costos. Se busca realizar un comparativo general con los demás participantes del mercado para evaluar la posición de la empresa contra sus demás competidores. Este análisis comparativo se enfoca en variables como tamaño, que por ejemplo en el caso de una empresa industrial podría incluir el volumen de producción, las ventas, utilidad operativa, márgenes de operación, red de distribución, etc. En el caso de empresas comerciales, se compara el número de tiendas, espacio de ventas, ventas totales, ventas por metro cuadrado, utilidad y margen de operación, por mencionar algunos puntos. Realizar este análisis comparativo nos permite ver de una forma clara el posicionamiento real de la empresa contra sus competidores y los puntos fuertes y débiles que ésta posee.

La naturaleza de la estructura del mercado (por ejemplo; relativo oligopolio vs mercado abierto) ayuda a determinar el grado de competitividad y las barreras a la entrada de nuevos competidores que una empresa puede poseer. Nuevamente, si se tiene un mercado de relativo oligopolio se considera más positivo que uno abierto, ya que las presiones competitivas serán menores y seguramente exista más estabilidad en resultados. En este caso también es importante considerar las expectativas para el mercado y si se espera que se siga manteniendo la misma estructura de éste hacia adelante. La existencia de barreras de entrada es un importante factor para poder determinar si puede existir la amenaza de nuevos participantes que puedan perjudicar su participación de mercado. Por ejemplo, en el caso de la industria de refrescos, la fuerte inversión requerida para establecer una red de distribución extensa y eficiente, que maximice la penetración de sus productos actúa como un importante impedimento para que una vez establecida, nuevos participantes lleguen a representar una amenaza competitiva para los participantes ya posicionados.

Asimismo, muchas industrias están experimentando importantes cambios estructurales, tales como; consolidación o fragmentación de competidores, excesos de capacidad instalada, o amenazas competitivas en los mercados nacionales e internacionales derivadas de nueva oferta proveniente de países de bajo costo. Incluso, pequeños cambios aparentes en el entorno competitivo pueden llegar a reflejarse en un profundo impacto en la posición financiera de una empresa. De llegar a existir la posibilidad de cambios que puedan afectar la estructura de mercado que actualmente posee un sector, se vería reflejado en la calificación como un riesgo potencial.

Dentro del análisis de la posición competitiva de una empresa se analiza la perspectiva en cuanto a participación de mercado, es decir, que es lo que esperamos en cuanto al desarrollo esperado en años siguientes. En este apartado se toma los niveles de participación actuales y los cambios que se han experimentado durante los últimos 5 a 10 años, tanto por línea de negocios como por país, si se llegara a tener. Si bien lo que nos interesa es la participación de mercado esperada en el futuro, el analizar las tendencias de participación de mercado históricas nos puede dar una buena idea prospectiva sobre los posibles resultados en los años siguientes.

El análisis de la sostenibilidad y tendencia de la posición competitiva se ve con un enfoque hacia el futuro. Dentro de los criterios de VERUM, se toma en cuenta varios factores que ayudan a determinar qué tan sostenibles son las ventajas competitivas, tales como: el posicionamiento del producto en cuanto a precio y calidad, reputación de la marca, cobertura geográfica, red de distribución, base de clientes, tecnología y capacidad de producción, sistemas de información, relación con el cliente, entre otros. Si se llegarán a observar cambios importantes en las tendencias que pudieran afectar de manera significativa la posición de mercado de la empresa, se trataría de determinar su impacto y si este repercutiría en la calificación.

El participar en industrias más globalizadas normalmente representa un mayor riesgo que el participar en industrias sólo con participantes a nivel local. Las empresas que tienen sus actividades en sectores más globalizadas compiten con jugadores que se caracterizan por tener un gran tamaño, muy eficientes en costo, con amplios recursos para invertir en innovación y grandes capacidades de distribución global. Por tal razón, para que una empresa pueda ser competitiva contra los participantes globales tiene que contar con ventajas competitivas que la diferencien claramente de sus competidores globales, o contar con el tamaño similar a estas, que normalmente no es el caso. Cuando se tienen estas situaciones, se incorpora este mayor riesgo a las calificaciones.

Por el contrario, las empresas que operan en industrias más locales puedan beneficiarse de las barreras del transporte, ventajas en la regulación, o de tener un buen activo, buena ubicación o una gran base de clientes fieles ya establecida localmente.

Por lo general, consideramos más favorable a una empresa que posee una posición sólida y ya establecida en un sector maduro y consolidado. En este caso creemos que esta compañía tendría una mayor capacidad para generar ingresos y flujos de efectivo más predecibles y daría mayor certeza de poder cubrir sus pagos del servicio de deuda a largo plazo. Por otra parte, un mercado de rápido crecimiento ofrece importantes perspectivas de desarrollo, pero las posiciones competitivas en estos mercados dado lo dinámico que son tienden a tener más cambios y ser más volátiles. Un mercado maduro, aunque quizás no sea tan atractivo desde el punto de vista de crecimiento de las utilidades, puede significar una mayor estabilidad en las participaciones de mercado y en la generación de flujos. Por lo que representaría un menor riesgo.

## 5. Análisis de Operaciones

El objetivo del análisis de operaciones es desarrollar una comprensión completa del negocio de la empresa y su entorno operativo, tomando en cuenta factores como sus instalaciones productivas, estructuras de costos y rentabilidad, redes de suministro y distribución, líneas de negocio y portafolios de productos. Para ello nuestro análisis considera una evaluación del balance de producción de modo que se pueda identificar los factores críticos que determinan volúmenes, suministros y costos, así como los cuellos de botella operativos y las peculiaridades de las tecnologías empleadas.

Lo que se busca en este punto es que a través de nuestro análisis podamos determinar cuáles son las fortalezas y debilidades principales de una empresa en todo lo que respecta a la operación del negocio, que viene siendo una parte fundamental. Puede ser que una empresa tenga una estructura de costos muy eficiente porque invierte constantemente en modernizar sus tecnologías de producción o porque su ubicación se encuentra cerca de un puerto estratégico lo cual le permite reducir sus costos de logística y transporte. O puede ser que una de sus ventajas principales es que cuenta con una mayor penetración de mercado de sus productos debido a que ha invertido extensamente en su red de distribución o que sus costos de distribución son muy bajos debido a que ha instalado sistemas de información que le permiten hacer la distribución más eficiente. Ya que puede existir una gran diversidad de variables que pueden llegar a afectar las operaciones, el análisis se centra en los puntos que sean relevantes y que diferencien a una empresa de otra ya sea positiva o negativamente.

Primeramente, se hace una descripción de las operaciones de la empresa, donde se detallan factores operativos como el número de plantas de producción, su ubicación, nivel de actualización tecnológica, su capacidad de producción y sus niveles de utilización, líneas de producción, el número y ubicación de centros de distribución, su red y flotilla de distribución, entre otros. Básicamente se busca tener una buena idea de la estructura operativa de la empresa. Esto permite evaluar la calidad de activos con los que cuenta la empresa. Por ejemplo, observando la capacidad utilizada que puede dar una idea de si se tiene poca utilización, tal vez se deba a que la producción no es tan eficiente, o la demanda de productos ha sido pobre; o por el contrario, si la capacidad de utilización se encuentra cerca del máximo, pensar en que si hay más crecimiento en la demanda se tendrá que invertir en nueva capacidad, lo que requerirá recursos adicionales para no perjudicar su participación de mercado.

El siguiente paso consiste en enfocarnos sobre la dinámica operativa del grupo realizando un análisis del desempeño por división de negocios (dependiendo del caso, si es una empresa que cuenta con varias divisiones o si es una que solamente cuente con una línea de negocios), el cual se compara con datos históricos, promedios de la industria y la competencia. La información financiera, como el desarrollo de las ventas y las utilidades, así como los márgenes de rentabilidad son elementos clave en la medición de dicho desempeño. El analizar la información histórica sobre el desarrollo de las ventas, las utilidades y los márgenes operativos nos da una idea sobre la dirección futura de la empresa. Se observan el crecimiento en ventas, las utilidades y

los márgenes de operación. Si bien es importante el crecimiento en ventas, el factor que tiene mayor peso desde el punto de vista de calificación de crédito es la rentabilidad. Por ejemplo, una empresa con un crecimiento acelerado en ventas, pero con disminuciones constantes en los márgenes operativos, quizás no sea tan buena como una empresa con un crecimiento en ventas moderado o relativamente bajo pero con mejoras en la rentabilidad.

Dentro de este contexto, el análisis también toma en cuenta las bases fundamentales de la industria y los factores relevantes que determinan el crecimiento, así como las ventajas comparativas entre las empresas (por ejemplo, estructura de costos, diferenciación de productos, el grado de integración de la producción). Es importante tomar en cuenta los resultados dentro del contexto de la industria en donde participa la empresa, es por eso que se toman los resultados de esta y se comparan contra otras empresas de la industria para distinguir los resultados. Pudiera darse el caso en el que para la empresa X sus ventas caen un 3% durante un año, lo cual viéndolo por si solo podría considerarse negativo, pero si luego se compara contra otros participantes de la misma industria y se ve que en promedio las ventas para estas cayeron un 15%, podemos darnos cuenta de que los resultados de la empresa X en realidad fueron positivos. Es por eso por lo que el análisis comparativo toma relevancia.

Además de considerar las fortalezas y oportunidades de la entidad, también se evalúan las amenazas y debilidades de esta. Dado el número creciente de corporaciones en los mercados emergentes que participan en el comercio global, también se hace énfasis en el origen de los ingresos y la base de costos de la empresa. Esto es especialmente pertinente dada la volatilidad de las divisas y los *commodities* en las economías de mercados emergentes. Al mencionar la base de costos de la empresa nos referimos a que, si los insumos que esta utiliza están denominados en moneda local o moneda extranjera, además de si se tienen que importar los insumos o se pueden obtener localmente. Este punto se torna relevante al analizar a empresas que operan en mercados emergentes, en donde el riesgo de una devaluación de la moneda existe constantemente. En términos del análisis de calificación, se considera positivo el que una empresa no dependa en gran parte de importaciones de sus insumos, ya que se expone al riesgo de devaluación y la continuidad de suministro.

VERUM toma en cuenta la diversificación de ingresos y flujos de efectivo por segmentos de negocio y geografía, analizando la contribución relativa de cada segmento de negocio a los resultados consolidados de la empresa. El contar con una base de negocios diversificada, ayuda a aminorar el impacto negativo de situaciones desfavorables en algún sector en particular, siempre y cuando la correlación entre los diferentes segmentos de negocio no sea sustancial. Asimismo, la diversificación geográfica es otro factor que ofrece cierta protección contra eventos adversos que pudieran ocurrir en algún país o región en particular.

Profundizando un poco en la diversificación por línea de negocio, VERUM la considera como un factor positivo, siempre y cuando se tenga una mezcla de ingresos y flujos de efectivo verdaderamente diversa. Una empresa que tenga tres líneas de negocios pero

en donde una de las líneas representa el 85% de los ingresos y el 90% de la utilidad en realidad sigue estando muy concentrada en un solo negocio, si bien se le consideraría algo positiva la diversificación que tiene, no sería lo mismo que una empresa que cuenta con tres líneas de negocio en las cuales cada una representa el 33% de las ventas y de la utilidad.

No obstante, si la diversificación puede ayudar a amortiguar a la empresa contra una disminución en un solo sector, es importante considerar la experiencia y el posicionamiento de la empresa en cada industria. El contar con un portafolio de negocio diversificado y que incluya una sólida posición competitiva en algunos segmentos es un elemento positivo para la calidad crediticia. Una compañía sólidamente posicionada en diversos segmentos de negocio que tengan una buena generación de efectivo y posean diferentes ciclos industriales es más fuerte en términos de calidad crediticia que una empresa que cuente con una posición de liderazgo pero que participe en un solo segmento de negocio. Pero en el caso de que se tenga una empresa con diversas líneas de negocio en las cuales se tiene poca experiencia y no se tiene una posición de mercado importante, seguramente la empresa líder que sólo participa en un segmento de negocio sea más fuerte, en términos de calidad crediticia.

La diversificación geográfica es otro factor que influye de gran manera en la calificación de una empresa. Se considera positivo tener operaciones en diversos países, ya que se reduce la concentración de la generación en un solo país o mercado. Se considera particularmente positivo si las operaciones se encuentran en países con calificaciones de grado de inversión y mayores, ya que generalmente estos países son económicamente más estables y los flujos provenientes de estas operaciones seguramente serán más predecibles y menos volátiles. En este punto también se sigue una línea similar a la de la diversificación por segmentos en cuanto a que la mezcla de generación de ingresos y utilidades debe de tener cierto balance para considerar el beneficio de la diversificación.

La estructura de costos es otra variable que incide directamente en los resultados financieros de la empresa. En este punto VERUM centra su atención en los insumos de producción de la compañía, las fuentes de abastecimiento, la eficiencia de sus instalaciones de producción o redes de servicio y factores relacionados a cada sector específico en relación con los competidores internacionales. El contar con acuerdos de suministro de materia prima flexible es positivo ya que asegura el abastecimiento de la materia prima para la producción. Asimismo, en los casos en los que sea posible, se realiza un comparativo con otros participantes de mercado para analizar factores relativos a la estructura de costos y poder así determinar la eficiencia con la que se cuenta. Al tomar estos indicadores y compararlos con otros participantes nos da una buena idea de qué tan eficiente es la estructura de costos de la empresa.

Adicionalmente los costos y las eficiencias de las operaciones en curso son evaluados con respecto a los niveles de inversión requeridos, tanto (1) para mantener las eficiencias de operación actuales como (2) para mejorar la eficiencia operativa para en el futuro poder enfrentar la competencia nacional o internacional.

Además, VERUM analiza la flexibilidad de la estructura de costos, evaluando si los costos fijos y variables (incluido el capital de trabajo e inversiones en inventario) pueden ser controlados por la administración y qué tanto margen de maniobra ofrece la estructura de costos de la empresa ante cambios en el entorno económico y operativo. Se toma en cuenta el estatus de los acuerdos de suministro, relación con proveedores, las tendencias de los costos y relaciones laborales y la vulnerabilidad a los aumentos de precios en insumos para estimar sus implicaciones en los costos de producción futuros. En este aspecto también, la diversificación de las fuentes de suministro de producción puede ser positiva desde una perspectiva de crédito. Entre más flexible sea la estructura de costos, se considera más positivo para el análisis de calificación, ya que permite realizar mejores y más rápidos ajustes ante cambios en el entorno operativo de la compañía.

Por último, se evalúa la flexibilidad de desarrollo de nuevos productos y la capacidad de responder a innovaciones tecnológicas. El número de patentes, la magnitud y detalles de las inversiones en investigación y desarrollo, así como el nivel de capacitación de los recursos humanos se toman en cuenta. Si la compañía ha conseguido responder exitosamente a las innovaciones tecnológicas y se ha adecuado a nuevas tecnologías avanzadas, se reflejaría en la evaluación.

Un factor relevante que se toma en cuenta en el análisis es el soporte tecnológico o de otros tipos que recibe la empresa de socios o aliados estratégicos. Muchas veces se tiene empresas con alianzas estratégicas o “joint ventures” con corporaciones con presencia internacional, que regularmente son líderes mundiales en los sectores en los que participan. Si se tiene el caso en donde la empresa cuenta con una alianza estratégica con un socio extranjero y esta relación ha brindado beneficios ya sea vía asesoría técnica y acceso a tecnologías nuevas, acceso a sus redes de distribución o su portafolio de clientes, esto se toma en cuenta en la calificación. En otros casos, el socio estratégico puede proveer apoyo financiero otorgando financiamiento o garantías para que la empresa pueda acceder al crédito. Estos respaldos también se consideran positivos.

## 6. Evaluación de la Administración

La capacidad y la fortaleza de la administración es un factor fundamental para el éxito de una compañía. Se puede obtener una apreciación objetiva de la administración al evaluar los siguientes puntos; éxitos obtenidos en sus estrategias fundamentales; el rigor de sus políticas, procesos y prácticas de gestión internas; acciones de la administración ante situaciones problemáticas; su apetito por el crecimiento, ya sea orgánico, agregando nuevos segmentos o mediante adquisiciones; su capacidad para integrar adquisiciones eficientemente sin interrupciones en el negocio; y su historial en el logro de resultados financieros positivos. De igual forma, las estrategias de retención y planificación de sucesión para puestos de alto rango también son consideraciones críticas.

El identificar y comprender las capacidades, desempeño y postura de la alta dirección es esencial en el proceso de calificación. La discusión y consulta directa con la alta

dirección sobre las políticas de gestión y estrategias que se elaboran en respuesta a cambios en el entorno y qué medidas se están adoptando para alcanzar sus objetivos es muy útil en la determinación de la posición del equipo administrativo. En principio, al emprender una evaluación, las entrevistas se llevan a cabo con la alta dirección para obtener conocimiento de las políticas de gestión y demás temas de importancia.

Durante la reunión con la administración se aprovecha para conocer la filosofía financiera y de gestión, planes estratégicos a mediano y largo plazo, así como medidas adoptadas para resolver retos o cuestiones problemáticas. Asimismo, durante la reunión se considera información adicional (planes de producción y ventas, planes de inversión de capital, estados financieros proyectados, y otros materiales) y se compara con lo que describe la administración, para determinar qué tan factible es que la compañía pueda cumplir con sus planes y objetivos.

Algunos puntos específicos en los que se enfoca el análisis de la administración son los siguientes:

#### *Visión estratégica*

Se evalúan los criterios de inversión de la empresa, riesgos y oportunidades percibidas en sus negocios, posibilidades de crecimiento, mezcla deseada de generación de ingresos y utilidades por región y por negocio, así como su filosofía. Se analiza la estrategia de adquisiciones de la administración, la cual es una variable singular e importante que ayuda a determinar el perfil de riesgo de la gerencia. Si bien es cierto que todas las adquisiciones poseen riesgos, si estas son bien ejecutadas, hacen sentido estratégico y son valuadas adecuadamente, pueden servir para atenuar algunos riesgos de largo plazo de la compañía.

Las estrategias de crecimiento y adquisiciones nos pueden dar una buena idea del perfil de riesgo de la administración. En la práctica, si tenemos a dos empresas con posiciones financieras relativamente iguales en un punto en el tiempo y en una de ellas su administración tiene un perfil de riesgo agresivo, mientras que en la otra empresa su administración prefiere tomar riesgos más medidos y moderados, el análisis de calificación tomará como un factor negativo el hecho de que las estrategias de una empresa puedan llegar a exponerla a mayores riesgos y por lo tanto se diferencia entre la que es más agresiva respecto a la más conservadora.

Igualmente, mediante las discusiones con la alta gerencia se busca conocer la dirección estratégica que se le piensa dar a la compañía hacia adelante. Por ejemplo, si una empresa cuenta con tres líneas de negocio, resulta relevante saber si esta planea mantener la mezcla actual de ingresos y utilidades, o si se piensa enfocar en desarrollar e invertir en cierta línea de producto o segmento de negocio en específico, ya que se le ve más futuro. Si se piensa mantener en los mismos territorios o si están planeando expandirse a nuevos mercados.

#### *Estrategia de financiamiento*

El objetivo es comprender la filosofía de la administración con respecto a su estrategia de financiamiento, incluyendo factores como la estructura de capital deseada, qué

niveles de apalancamiento consideran adecuados, relación con bancos y diferentes fuentes de fondeo, opiniones sobre la capacidad máxima de endeudamiento, preferencias para fondrear adquisiciones (deuda o capital), entre otros. VERUM evalúa las políticas financieras con respecto a su agresividad/conservadurismo, la sofisticación y la coherencia con los objetivos de la administración. Concedemos gran importancia a las filosofías de gestión y políticas relativas al riesgo financiero, como plazos de financiamientos, tipos de divisas, utilización de instrumentos derivados, etc. Se considera como parte de los aspectos de políticas financieras de la administración las prácticas contables, los niveles de inversión de capital, la tolerancia de la deuda y las actividades de fusiones, adquisiciones y desinversión de activos. Se considera igualmente posibles soportes de sus socios estratégicos.

### *Historial*

En este punto, VERUM analiza el desenvolvimiento pasado de la administración ante situaciones clave o problemáticas, así como su desempeño en las diferentes fases de los ciclos económicos. También se considera si se ha cumplido con las proyecciones y planes discutidos anteriormente. El que una administración cumpla de manera regular con sus objetivos financieros y operativos, como también con sus planes estratégicos, ayuda a desarrollar mayor credibilidad a la hora de analizar la posibilidad de que esta podrá llegar a sus metas y objetivos proyectados.

Dentro de la evaluación de este último factor, se observa el historial o “track record” de la administración en lo que se refiere a cumplir con sus proyecciones y planes. Si en ocasiones anteriores la administración ha cumplido con los planes y proyecciones establecidos, tendrá mayor credibilidad ante la calificadora y se considerará más factible que pueda cumplir con sus objetivos. Pero si anteriormente la administración no ha sido capaz de llevar a cabo sus planes, las proyecciones y planes presentados por la empresa no se considerarán tan relevantes dentro del análisis de calificación, ya que no hay seguridad de que la administración vaya a cumplir con estos.

Adicionalmente, es importante el observar el desempeño de la empresa ante situaciones adversas como crisis económicas o eventos problemáticos, para evaluar si la administración fue capaz de adaptarse y ajustar sus operaciones para aminorar los efectos negativos de algún evento adverso. Al enfrentar este tipo de eventos nos damos cuenta de la capacidad de respuesta de la administración ante cambios en el entorno operativo. Si en situaciones anteriores la administración ha sido capaz de ajustarse exitosamente a cambios negativos fundamentales en su sector, probablemente signifique que, si se presenta alguna situación más adelante, esta podrá ser capaz de adaptar sus operaciones y ajustarse al nuevo entorno.

De igual forma se analizan otros diversos factores como los sistemas de control implementados, planeación de la sucesión y retención de personal, relación entre subsidiaria y empresa matriz, etc.

Asimismo, se analiza la estructura accionaria de la compañía, identificando a los principales accionistas de la empresa y el grupo o personas que mantienen el control. Esto es importante ya que nos permite ver si los accionistas participan en algunos otros

negocios o industrias, la relación que puede tener con la empresa y el historial de los accionistas en este y otros negocios. La trayectoria de los accionistas es considerada un factor importante, ya que, por ejemplo, si en alguna ocasión en esta empresa o en alguno de sus otras empresas se ha llegado a tener un incumplimiento financiero, o acciones perjudiciales en contra de acreedores o accionistas minoritarios, esto se consideraría un factor negativo para la calificación, ya que implica mayor riesgo, si se considera un factor suficientemente significativo se vería reflejado en una menor calificación. El tener accionistas con un historial destacado, con un perfil conservador y que han cumplido siempre con sus obligaciones es un factor positivo para la calificación.

Ya que la calificación mide la capacidad de que una empresa cumpla con sus obligaciones financieras actuales y futuras, es de vital importancia el poder comprender la visión a futuro que la alta gerencia tiene de la empresa. Esto nos permite saber hacia donde se dirige la empresa y cómo pretende llegar ahí.

## 7. Gobierno Corporativo

La revisión del gobierno corporativo de una empresa implica analizar los reglamentos internos, la estructura de propiedad y las relaciones entre los órganos de gobierno (Comités de Auditoría, Prácticas Societarias y de Finanzas), a través de sesiones de directorio, junta general de accionistas y reuniones de gerencia. También se evalúa la calidad de la información revelada y los procedimientos que permiten su elaboración. Finalmente se analiza la relación de la firma con sus prestamistas. Se centra en evaluar la funcionalidad y composición del consejo de administración. La estructura de controles establecidos para garantizar que sus políticas, así como los procedimientos sean apropiados. Grado de independencia de los miembros del consejo. La remuneración e incentivos de la administración y los principales directivos. Las transacciones con partes relacionadas. Además, se observa la integridad de la contabilidad y auditoría, que incluyen el grado de revelación de información financiera e información no financiera (incluyendo la agresividad de las prácticas contables y debilidades de control). Se revisa la estructura de propiedad de las acciones (incluidas las de los directores) y los derechos de los accionistas.

Cuando se cuenta con un gobierno corporativo adecuado o fuerte, normalmente tiene poco o ningún impacto en las calificaciones de crédito del emisor. Generalmente no se considera como una fortaleza crediticia el contar con una buena estructura de gobierno corporativo sino más bien se busca que se cuente con esto para que no aparezcan preocupaciones en estos y otros temas. Sin embargo, en caso de que se observe alguna deficiencia que pueda llegar a disminuir la protección de los tenedores de bonos o cualquier tenedor de títulos de deuda, este sí puede tener un impacto negativo en la calificación asignada. Si se cuenta con una estructura sólida de gobierno corporativo la calificación no será afectada positivamente pues es lo que corresponde a una compañía bien administrada, mientras que, si se encuentran puntos débiles en su gobierno corporativo, si pudieran tener un impacto negativo en la calificación.

## Perfil Financiero

La revisión de la situación financiera de la empresa incluye una interpretación cuidadosa de los estados financieros reportados de los últimos cinco años o más, junto con una proyección de su generación probable de flujo de efectivo y otras cifras con relación al servicio de su deuda y sus pasivos en un horizonte de tres a cinco años regularmente. El análisis financiero de VERUM se enfoca en las siguientes áreas:

### 1. Información Financiera y Principios Contables

Antes de iniciar al análisis de los resultados financieros, se toma la debida consideración en su composición y la calidad de la contabilidad. Ya que el proceso de calificación explícitamente excluye cualquier tipo de auditoría, la calidad de la información financiera se evalúa mediante el examen de las políticas contables, tales como: principios de consolidación, las políticas de valuación, el tratamiento del crédito mercantil y partidas fuera de balance, métodos de costeo de inventario, métodos de depreciación, de reconocimiento de ingresos y políticas de reserva, provisiones por pensiones, los cambios en la estructura del grupo.

Generalmente se utilizan estados financieros auditados preparados de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados en cada país. VERUM considera como ideal que los estados financieros se encuentren auditados por una firma de contabilidad independiente y de buena reputación. Adicionalmente nuestros analistas utilizan los datos que la compañía haga disponible, así como cualquier otra información que sea pública y que complemente el análisis, siempre y cuando la fuente sea confiable, la información sea de calidad, y el grado de revelación de la información sea suficiente. Considerando que la información financiera es la base del análisis de crédito, si existen dudas razonables sobre la precisión o la calidad de la información, el proceso de calificación se suspende. En caso de que se tenga una calificación vigente y no se llegue a obtener la información requerida para darle el seguimiento adecuado y formal a la calificación, la calificación puede ser retirada por falta de información.

### 2. Análisis de la Utilidad

El análisis del desempeño financiero que realiza VERUM se centra en las utilidades básicas normalizadas de la compañía. Al hacerlo, se examinan cuestiones tales como:

#### *Las fuentes de ingresos*

¿Qué líneas de negocio o productos están generando los ingresos y las utilidades?  
¿En qué mercados se están generando los ingresos y utilidades (operaciones domésticas, operaciones internacionales, exportaciones)?

#### *La mezcla y la calidad de ingresos y utilidades*

Como ya se mencionó anteriormente, es importante analizar la mezcla de ingresos y utilidades tanto por línea de negocio como por región geográfica. Esto nos ayuda a determinar la calidad y estabilidad de los ingresos y utilidades de la empresa. Desde el punto de vista de línea de negocio, es más favorable que los ingresos provengan de

industrias o sectores más estables, ya que esto brinda mayor certeza y estabilidad a los flujos generados. Asimismo, desde el punto de vista por región geográfica, es más positivo el que los ingresos y utilidades sean generados en países con calificaciones soberanas elevadas, ya que los flujos provenientes de esos mercados se consideran de mejor calidad. Una empresa en la que el 80% de sus flujos proviene de países con calificación “AAA” se considera mejor en este punto que una que genere el 80% de sus ventas en países con calificaciones de “B” o menores.

#### *Volatilidad o estabilidad de las ventas y utilidades*

En este punto juegan dos factores fundamentales que pueden afectar la volatilidad o estabilidad de los flujos. El primero es la industria en la que participa, ya que como hemos comentado, hay industrias que se mueven más por factores cíclicos que otras y que por su naturaleza tienden a ser más volátiles. El segundo factor son las regiones geográficas en las que participa, ya que, si se participa en mercados más desarrollados, generalmente se tendrá mayor estabilidad que en mercados emergentes. Al analizar la volatilidad de las ventas se observa la información histórica y cómo se ha desarrollado a través de los años, se evalúan tanto los movimientos en los ingresos como en la utilidad, ya que se pueden tener desviaciones importantes entre estos dos factores. La estabilidad es un factor positivo dentro del análisis de calificación, ya que brinda mayor certeza y predictibilidad a la generación de flujos, mientras que la volatilidad en flujos trae consigo mayor incertidumbre y por lo tanto mayor riesgo.

#### *La base de costos subyacentes*

VERUM analiza la base de costos ya que esta puede representar una ventaja competitiva importante si el productor es uno de bajo costo o su estructura de costos es competitiva. Por el contrario, si la estructura de costos no es competitiva, pudieran existir problemas de rentabilidad cuando se encuentre en la parte baja del ciclo. Generalmente, en las partes altas de los ciclos industriales, todos los participantes son rentables, pero si la industria llega a pasar por un periodo de dificultades y se tiene una caída fuerte en el sector, las compañías con estructuras de costos ineficientes son las que comienzan a experimentar pérdidas antes que las compañías que cuentan con estructuras de costos bajas. Si la baja en el ciclo es por un periodo de tiempo extendido, es probable que las empresas con estructuras de costos ineficientes tiendan a desaparecer mientras que las de bajo costo podrán subsistir y en el mediano plazo hasta salir fortalecidas.

De igual forma, otras variables que se toman en cuenta son el nivel de precios óptimo y las oportunidades potenciales de crecimiento. Nuestro análisis típicamente incluye un desglose segmentado por división, para evaluar la rentabilidad por unidad de negocio. Adicionalmente, se revisan los presupuestos y las proyecciones de la compañía para periodos futuros.

La capacidad de generar utilidades es importante como un indicador que nos da una idea del nivel de competitividad de una empresa y su resistencia a condiciones económicas adversas. El mantener márgenes de rentabilidad adecuados y un nivel de utilidad sólido, llevará a la estabilidad en la generación de flujo de efectivo. Si bien es

importante contar con una elevada capacidad de generar ingresos, la estabilidad de estos es particularmente importante.

La rentabilidad y la generación de utilidades es un determinante crítico del riesgo de crédito. Una empresa que genera altos márgenes operativos y retornos sobre capital tiene una mayor capacidad para generar recursos propios internos, atraer capital externo, y soportar épocas de negocios adversas. La generación de flujo libre disponible es la mejor prueba del valor de los activos de la compañía.

Además, el análisis de rentabilidad y generación de utilidad nos sirve para corroborar el riesgo de negocio de la empresa. Una empresa rentable y con buenas utilidades generalmente goza de un negocio sano con una buena posición competitiva. En este sentido, el realizar comparaciones de los indicadores clave de rentabilidad con empresas de la misma industria o sectores similares es un buen ejercicio, ya que nos da una buena idea del posicionamiento de la empresa dentro de su propia industria y mercado.

Es importante resaltar que al realizar estos comparativos, se compara a la empresa contra otros participantes de su sector, tanto competidores locales como otros participantes del sector a nivel global. Varias industrias siguen diferentes ciclos y tienen diferentes utilidades, riesgos y características. Por lo tanto, los números que pueden considerarse favorables para un negocio pueden ser relativamente inadecuados para otro. Por ejemplo, los márgenes operativos en la industria de bebidas generalmente son más elevados comparados contra los de la industria comercial (autoservicios, tiendas departamentales, etc.), por lo que hacer un comparativo de estos indicadores entre empresas de estos sectores no brindaría un valor agregado al análisis.

El comparativo con competidores de su mismo mercado es el más significativo, ya que nos muestra cómo se posiciona la compañía contra sus competidores directos y normalmente gran parte de las variables que afectan a una empresa particular afectan a toda la industria. El comparativo con empresas del mismo sector, pero a nivel global, nos da asimismo una buena idea del posicionamiento de la compañía globalmente. Si una empresa cuenta con los mejores indicadores de su sector a nivel local se considera como un factor positivo, si esta cuenta con indicadores líderes en su sector a nivel global este factor se torna incluso más positivo.

Los principales indicadores de rentabilidad que VERUM incluye dentro de su análisis son los siguientes:

#### *Margen Bruto*

El margen bruto se calcula tomando los ingresos totales de una empresa menos el costo de las mercancías vendidas o costo de ventas, dividido por el total de los ingresos por ventas, expresado como un porcentaje. El margen bruto representa el porcentaje de ingresos totales por ventas que la compañía retiene después de incurrir en los costos directos asociados con la producción de los bienes y servicios vendidos por esta. Cuanto más alto sea el porcentaje, la empresa retiene una mayor parte de cada peso de ventas que genere, el cual tendrá disponible para servir los demás gastos y

obligaciones. Simplificándolo, este indicador nos indica que tan eficiente es la empresa en su proceso de producción.

#### *Margen EBIT y EBITDA*

El margen EBIT (utilidad antes de financiamiento e impuestos) y el margen EBITDA (utilidad antes de financiamiento, impuestos, depreciación y amortización) se calcula tomando el EBIT o el EBITDA dividido entre los ingresos por ventas. El margen EBIT o margen de operación nos indica el porcentaje de utilidad que se obtiene por cada peso de ventas. Una empresa con un margen de operación elevado generalmente tiene un buen control de los costos de producción y de administración y ventas. Al evaluar este indicador es importante analizar su desarrollo histórico para poder comparar si viene mejorando o empeorando. El margen EBITDA excluye la depreciación y amortización de la utilidad de operación, dándonos una idea más clara de la rentabilidad de la empresa.

#### *Retorno sobre el Capital Empleado*

Este indicador se calcula tomando la utilidad neta de la empresa dividida entre la suma de la Deuda Total más el Patrimonio. Este indicador mide la rentabilidad de la capitalización y es una medida importante de la rentabilidad de una empresa. El incluir la deuda dentro del capital total de la compañía nos proporciona una evaluación más completa de qué tan bien se está utilizando la deuda y el patrimonio que la compañía tiene a su disposición.

#### *Margen de FFO*

El Margen FFO (Fondos Generados por la Operación) se calcula tomando los FFO y dividiéndolos entre los ingresos totales. Nos indica el porcentaje de flujos que se generan por cada peso de ventas.

#### *Retorno sobre Activos (ROA)*

Se calcula tomando la Utilidad Neta entre los Activos Totales. Este indicador mide la rentabilidad de una compañía relativa a sus activos totales. ROA nos da una idea sobre qué tan eficientemente la empresa está utilizando sus activos para generar utilidades.

### **3. Evaluación de Flujo de Efectivo**

El análisis de flujo de efectivo es usualmente el aspecto más crítico al decidir una calificación de crédito. El análisis de flujo de efectivo de VERUM se enfoca en la capacidad de una empresa de generar el suficiente flujo de caja para poder hacer frente a todas sus obligaciones financieras y cualquier otro requerimiento de efectivo, así como la tendencia proyectada del flujo de caja. Desde la perspectiva de análisis de crédito, el no contar con fuentes de generación de efectivo suficientes puede limitar la flexibilidad y crear problemas financieros a pesar de que en algunos casos se pueda contar con una utilidad neta favorable. Aunque por lo general hay una fuerte relación entre el flujo de efectivo y la rentabilidad, muchas transacciones y entradas contables afectan a un renglón y no al otro. El analizar los patrones de flujo de efectivo nos puede

revelar si una empresa cuenta con un nivel de capacidad de servicio de la deuda más fuerte o más débil al que podría observarse si sólo se toma en cuenta las utilidades.

Existen muchos indicadores de medición de los flujos de efectivo que se pueden aplicar en el análisis financiero de corporativos. En opinión de VERUM, no hay un indicador que por sí solo sea más preciso o analíticamente más útil para medir los flujos de efectivo que los demás indicadores. Es por esta razón que VERUM aplica en su análisis un enfoque balanceado en donde se utilizan diversas medidas de flujos de efectivo e indicadores financieros. Dependiendo de la industria y la situación de la compañía el analista aplica de acuerdo con su criterio un mayor o menor peso a cada medida en particular.

VERUM evalúa la calidad y sostenibilidad del flujo de efectivo de una empresa, centrándose en indicadores de flujo de efectivo, como el de fondos generados por las operaciones antes de cambios en capital de trabajo (FFO – Funds from Operations), efectivo generado por las operaciones después de cambios en capital en trabajo (CFO – Cash from Operations) y el flujo de caja libre (FCF – Free Cash Flow) antes y después de cambios en capital de trabajo. Usando las utilidades normalizadas como base, VERUM ajusta las medidas de flujo de caja para partidas que no tengan efecto sobre el efectivo, tales como provisiones y reservas de contingencia que no requieran efectivo, pérdidas por deterioro de activos, así como cargos y otros elementos no recurrentes.

En términos de perspectiva, VERUM se centra en la dirección proyectada del flujo libre de caja y la capacidad de la compañía de fondear interna vs externamente la reducción de deuda y sus inversiones de capital futuras, así como los programas de recompra de acciones y dividendos, según corresponda. Un flujo de caja operativo sostenible nos da la certidumbre de que el emisor contará con la capacidad suficiente de servir su deuda, financiar sus operaciones y expansiones sin la necesidad de recurrir a financiamiento externo.

El flujo de caja libre y flujo operativo se analizan a lo largo de los siguientes parámetros:

#### *Variabilidad del Flujo*

La determinación de la sensibilidad de los flujos de efectivo ante los cambios en los ciclos económicos. Es importante el saber determinar los factores que llevan o han llevado en el pasado a variaciones en el flujo de efectivo generado. Además de factores económicos, hay diferentes variables que también pueden llegar a tener impactos en la generación. Por ejemplo, cambios en el mercado de alguna materia prima que utilice la empresa la pueden llevar a acumular inventario de esta para asegurar el abasto a un precio competitivo. Esto a su vez le requiere recursos para fondear el incremento en inventarios, el cual vendrá afectando sus flujos de efectivo. El objetivo del análisis es observar la información histórica para averiguar, qué tan frecuentes han sido los cambios, qué tan expuesta esta la empresa a estos, que tan preparada está para enfrentar los cambios y cómo se han manejado en ocasiones anteriores este tipo de situaciones. Asimismo, VERUM considera importante el comprender plenamente los ciclos estacionales del negocio. En muchas industrias, por ejemplo, en la de alimentos,

es muy común que en ciertas épocas del año se requiera acumular inventarios porque llega la época de cosecha de algunos de sus insumos, por lo que se verán variaciones importantes en el capital de trabajo en ciertos trimestres que no necesariamente son permanentes, sino que son temporales y una práctica muy común en el negocio. Por eso es importante tener un buen entendimiento de los ciclos estacionales de la empresa.

#### *Fortaleza del Flujo*

El monto del flujo de caja generado por las operaciones de la compañía en relación con sus necesidades de capital. VERUM evalúa la fortaleza de los flujos de efectivo o su proporción con relación a sus ingresos, dado que hay empresas que tienen una mejor habilidad de convertir sus ingresos operativos en flujos de efectivo, mientras que otras ya sea por la naturaleza de su industria o las particularidades de sus negocios se les dificulta más el que sus ingresos se transformen en flujos. Algunos factores singulares que pueden afectar la generación de flujos son la utilización eficiente del capital de trabajo, aumentos en productividad y eficiencias en costos sin necesidades mayores de inversión, inversiones que resulten en crecimientos en ventas, etc.

#### *Previsibilidad del Flujo*

Se analiza la previsibilidad de los flujos de caja futuros de la operación, así como de la venta de activos y necesidades de efectivo derivadas de adquisiciones. En este punto lo que se considera es qué tan predecibles son los flujos de efectivo de la empresa. Aquí volvemos al tema de la estabilidad. Entre más estabilidad muestren los flujos históricos, los flujos futuros serán más predecibles y se podrán considerar menos expuestos a riesgos. Asimismo, puede haber años o periodos específicos en los que podemos estimar mejoras o bajas en los ingresos futuros con bases fundamentadas. Por otra parte, también es importante mencionar que en este punto tenemos que diferenciar entre la estabilidad de ingresos, utilidad de operación y la de flujos. El tener ingresos y utilidades estables no necesariamente se traduce en estabilidad en los flujos de operación de la empresa. Los flujos de efectivo pueden ser afectados por diversas variables adicionales que pueden llevar a variaciones importantes entre estos.

Igualmente, es importante tener una base de indicadores que sean comparables entre diferentes emisores. Es por esto por lo que se toma la estructura básica del estado de flujo de efectivo común y se utilizan indicadores que nos muestren la posición de flujos de efectivo de la empresa en los diferentes niveles – flujo operativo antes de cambios en capital de trabajo (FFO), flujo operativo después de capital de trabajo (CFO) y flujo operativo después de inversiones de capital (Capex) (FCF).

Mientras que el análisis incluye el uso de numerosas medidas de flujo de efectivo, a menudo este comienza centrándose en los niveles de FFO, prestando estricta atención a movimientos bruscos en el capital de trabajo, las necesidades de inversión de capital (Capex) y las distribuciones de dividendos a los accionistas, para tener una visión completa con respecto al flujo de caja.

El análisis del flujo de caja asume una mayor importancia para los emisores con calificación de grado especulativo. Mientras que las compañías con grado de inversión generalmente cuentan con un amplio acceso al financiamiento externo para cubrir cualquier déficit temporal de efectivo, los emisores de grado especulativo carecen de este grado de flexibilidad y tienen menos alternativas adicionales a la generación de flujo interna para servir su deuda.

Algunos indicadores importantes que VERUM utiliza para evaluar el flujo de efectivo son:

#### *Fondos generados por las operaciones (FFO)*

Se calcula tomando la utilidad neta más depreciación, amortización y otras partidas no recurrentes y que no representen efectivo, tales como impuestos diferidos, ganancias o pérdidas sobre la venta de activos, entre otros. El FFO nos brinda una medida de la capacidad de generación de flujo operativo de un emisor antes de reinversiones y la volatilidad del capital de trabajo.

#### *Efectivo generado por las operaciones (CFO)*

Se calcula tomando el FFO y restando o sumando los cambios en el capital de trabajo. Este indicador considera los cambios en capital en trabajo.

#### *Flujo de Caja Libre (FCF)*

Se calcula tomando el CFO menos inversiones de capital (Capex) más/menos flujos no recurrentes más dividendos recibidos de participaciones minoritarias menos dividendos repartidos a los accionistas. Este indicador mide la capacidad de generar flujos de efectivo después de realizar las inversiones para mantener o expandir su base de activos. El FCF es importante ya que, si no se tiene la capacidad de generar un FCF positivo, la empresa no contará con el efectivo disponible para poder reducir sus niveles de deuda. Una empresa con un FCF positivo generalmente tiene una buena capacidad para reducir deuda y la posibilidad de realizar adquisiciones utilizando flujos propios.

#### **4. Estructura de Capital y Balance General**

VERUM analiza la estructura de capital para determinar el nivel de dependencia de un emisor al financiamiento externo. La revisión abarca tanto el nivel como la mezcla de deuda utilizada (es decir, tasa de interés fija vs variable, el perfil de vencimiento, la moneda, garantizada vs no garantizada). Este análisis nos ayuda a determinar la flexibilidad financiera de una empresa y su nivel de apalancamiento. VERUM realiza diversos ajustes a ciertas razones financieras para incluir partidas como arrendamientos operativos, derivados, bursatilizaciones, instrumentos híbridos, pasivos fuera de balance y otras cuestiones de contabilidad en los casos en donde las cifras son significativas y los ajustes tengan consecuencias relevantes sobre el análisis de crédito.

La evaluación de la estructura de pasivos con costo de una empresa comienza con un análisis del monto y el perfil de vencimiento de su deuda. Primeramente, se revisa el

endeudamiento total de la empresa relativo a su generación de flujos para determinar la capacidad de pago de su deuda. Una empresa que cuenta con una estructura de capital con mayor proporción de capital contable que de deuda es considerada financieramente más sana. Por el contrario, si la estructura de capital de la empresa es altamente dependiente de deuda, se considera como una estructura de mayor riesgo. Existen varias razones financieras que nos permiten evaluar esta situación de la empresa, por ejemplo, deuda a capital contable.

El contar con flexibilidad financiera le permite al emisor cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda y pasar los períodos de volatilidad sin perjudicar su calidad de crédito. Entre más conservadoramente este capitalizado un emisor, mayor es su flexibilidad financiera. En general, el compromiso de mantener los niveles de deuda dentro de cierto rango le permite a un emisor estar más preparado para hacer frente a los efectos de acontecimientos inesperados en el balance.

Generalmente las empresas que poseen estructuras de capital con mayores proporciones de endeudamiento son empresas con estrategias agresivas de crecimiento o empresas emproblemadas, que no han podido generar los suficientes recursos para financiar sus operaciones y reducir su endeudamiento. Por lo tanto, una mayor dependencia en el endeudamiento significa mayor riesgo y a su vez una posible menor calificación de crédito.

Como paso siguiente, se separa la deuda y se clasifica entre deuda de corto plazo y deuda de largo plazo. VERUM evalúa la estructura de fondeo de la entidad y si bien no existe una mezcla óptima entre la deuda de corto y largo plazo, se le da importancia a que exista un buen balance entre activos y pasivos de corto plazo. Ya que cada empresa cuenta con características particulares y únicas, no existen reglas marcadas y específicas con respecto a la estructura de deuda ideal que una entidad debe tener. Se debe de tomar en consideración el ciclo de negocio y tipo de industria en que opera la empresa.

Desde un punto de vista de crédito se considera favorable una estructura de deuda compuesta en su mayoría por deuda de largo plazo. Si la empresa cuenta con una proporción elevada de deuda de corto plazo existe un mayor riesgo de liquidez y refinanciamiento, por lo que la calificación se vería afectada de manera negativa. En este punto es importante tomar en cuenta la industria en la que participa la empresa y el ciclo de negocio y estacionalidad de este. Hay industrias que, por sus características, requieren de financiamientos de corto plazo para fondear sus compras de materia prima durante ciertas épocas del año. Esto provoca que en ciertos trimestres la empresa recurra a deuda de corto plazo para financiarse, pero no necesariamente significa que mantiene constantes estos niveles de deuda de corto plazo durante todo el año. Al evaluar a estas empresas, VERUM observa el ciclo completo del negocio para determinar el rango dentro del cual se mueve la deuda y los indicadores financieros buscando establecer los niveles normalizados de los indicadores que reflejen el verdadero estado financiero del balance. El análisis de VERUM pretende incorporar las fluctuaciones en los indicadores de apalancamiento provocadas por la estacionalidad

del ciclo de negocio de una empresa considerando el hecho de que las demandas de capital fluctúan estacionalmente y por lo tanto los niveles de endeudamiento al final del año pueden no reflejar exactamente el perfil de riesgo de la empresa.

Después de distinguir entre deuda de corto y largo plazo se hace un análisis de ambas partes. Para la deuda de corto plazo se hace el análisis de liquidez, el cual tocaremos a fondo en el siguiente punto. En lo que refiere a la deuda de largo plazo, se analiza el calendario de amortizaciones para determinar el perfil de vencimientos de la empresa. Un perfil de deuda en el cual se tienen bien balanceados y esparcidos los vencimientos en diferentes años se considera lo más deseable y saludable, a diferencia de tener concentrado todo el vencimiento de la deuda en un año en particular. En este punto es importante tomar en consideración el nivel de generación de flujos de efectivo de la empresa contra los vencimientos de deuda que tiene.

Se hace especial hincapié en cualquier concentración de vencimientos de deuda en algún periodo en particular evaluándose la flexibilidad y la capacidad de la entidad para cumplir con estas obligaciones a falta de opciones de refinanciamiento.

Generalmente, en los casos donde la empresa cuenta con vencimientos elevados en un año particular, VERUM considera positivo el que la empresa vaya elaborando con tiempo de anticipación sus planes para manejar el vencimiento. Varias alternativas incluyen el refinanciamiento, en donde la empresa recurre a sus diferentes fuentes de fondeo para obtener los recursos para pagarlo. En ocasiones, cuando lo permiten los términos y condiciones de la deuda, la empresa puede ir pre-pagando su deuda utilizando sus recursos disponibles o esta puede ir acumulando el efectivo en caja para prepararse a amortizar el vencimiento. Por otra parte, si se observa que la administración no ha preparado opciones para manejar el vencimiento con anticipación de tiempo suficiente, se puede considerar como un factor negativo que puede afectar la calificación si el emisor no cuenta con diversas fuentes alternas de fondeo confiables.

Adicionalmente, una vez visto el perfil de amortizaciones, el análisis de la composición de la deuda de una empresa prosigue a examinar la mezcla de monedas y de tasas de interés (fija o flotante) ligados a ésta, así como su exposición y riesgos potenciales que pudieran presentar en caso de volatilidad en estas variables. En el caso de la mezcla de monedas, el primer paso es examinar la composición de la deuda en cuanto a divisas. Es común que compañías mexicanas recurran a financiamiento en moneda extranjera (generalmente dólares americanos) ya que normalmente lo obtienen a un costo financiero menor que si se financian en pesos. El problema es que también incrementan su exposición al riesgo de devaluación de la moneda. Por esta razón, VERUM considera de importancia hacer un análisis conjunto de la composición de monedas de la deuda y de la composición de moneda de sus ingresos. Si la empresa ha contratado derivados para cubrir su posición de deuda en dólares, se analiza qué tipo de coberturas se tienen contratadas y si estas en realidad ayudan a disminuir la exposición.

Adicionalmente, nuestro análisis toma en cuenta las estrategias de crecimiento de la compañía y la necesidad de mantenimiento o reemplazo de los activos e infraestructura

que se ha deteriorado o se ha vuelto obsoleta, incluyendo inversiones de capital (Capex), planes de mantenimiento o expansión, así como las fuentes previstas para el fondeo de estos requerimientos.

Desde la perspectiva del balance general, VERUM se enfoca igualmente en la calidad y composición de los activos, incluyendo el crédito mercantil y otros intangibles, riesgos fuera de balance y la solidez del capital. Incluida la calidad de este, la posible capacidad para obtener capital nuevo, y la fortaleza financiera de los socios o principales grupos de accionistas. VERUM considera de gran importancia a la estructura accionaria de la empresa y quienes participan. El contar con accionistas o socios que cuenten con solidez financiera puede representar en ciertas ocasiones un soporte importante para la calificación o pudiera ser que en otros casos no afecte. Existen situaciones en las que se requiere un mayor nivel de juicio analítico para determinar el posible interés extraordinario de soporte de los socios.

Algunas razones financieras típicas de balance son las siguientes:

#### *Razones de liquidez*

Las razones de liquidez se utilizan para juzgar la capacidad que tiene una empresa para satisfacer sus obligaciones de corto plazo, a partir de ellas se pueden obtener muchos elementos de juicio sobre el nivel de efectivo actual de la empresa y su capacidad para permanecer solvente en caso de situaciones adversas. En esencia, deseamos comparar las obligaciones de corto plazo frente los recursos de corto plazo disponibles para satisfacer dichas obligaciones. Estas razones incluyen la razón circulante, la razón de la prueba del ácido y la rotación de cuentas (por cobrar e inventarios).

#### *Porcentaje de deuda total a capital*

Este indicador mide el apalancamiento de la empresa respecto a su capital. Se calcula simplemente dividiendo la deuda total de la compañía entre el capital social. La razón de deuda total a capital varía de acuerdo con la naturaleza del negocio y la volatilidad de los flujos de efectivo. Esta razón financiera nos ayuda a darnos una idea sobre la estructura financiera de una empresa y cómo está financiando sus operaciones, y es un reflejo de su posición financiera. Entre más elevada sea la razón de deuda-a-capital, mayor es la deuda de la compañía comparada con el patrimonio, lo que nos indica si una empresa es más propensa a financiarse con deuda o capital. Una empresa con una razón alta de deuda-a-capital, en comparación al promedio general de la industria, puede mostrar una posición financiera débil porque el costo de la deuda puede pesar sobre la empresa y aumentar su riesgo de incumplimiento.

#### *Porcentaje deuda neta total ajustada a capital*

Esta medida nos indica la importancia relativa de la deuda de largo plazo en la estructura de capital. La deuda neta total ajustada incluye en su cálculo ajustes que no necesariamente se incluyen en la deuda total tales como los arrendamientos operativos, obligaciones por pensiones, instrumentos de capital híbridos y deuda fuera

de balance. Teniendo la deuda neta total ajustada se le resta el efectivo disponible en caja.

## 5. Análisis de Liquidez

El análisis de liquidez es esencial al evaluar el riesgo de crédito. El punto de partida en este análisis es determinar la cantidad de efectivo que hay en el balance con relación a las necesidades de la empresa. Para beneficiarse del efectivo desde una perspectiva de liquidez, éste debe ser accesible y estar disponible para que la compañía pueda sustentar sus necesidades inmediatas. En algunas ocasiones es posible que la compañía no tenga acceso a todo el efectivo que aparece en el balance.

Después de determinar el efectivo disponible se identifica el calendario de amortización de deuda y otras obligaciones financieras de la empresa, diferenciando entre la deuda de corto y la de largo plazo. Los vencimientos de corto plazo incluyen el papel comercial; líneas de crédito bancarias y no bancarias con fechas de expiración próximas; vencimientos de deuda de largo plazo en los próximos doce meses; y reembolsos obligatorios de acciones preferentes. Otras obligaciones financieras importantes que también deben ser consideradas incluyen las obligaciones por arrendamiento, las obligaciones contingentes, tales como cartas de crédito (LOC), las contribuciones requeridas de fondos de pensiones, los pagos posteriores a la jubilación de empleo y pago de impuestos. Incluso cuando se analizan empresas de buena calidad crediticia, es necesario estar conscientes de la estructura global de vencimientos y el riesgo de refinanciamiento potencial.

VERUM clasifica las fuentes de liquidez como internas o externas y analiza los diferentes tipos. Las mejores fuentes de liquidez son el exceso de flujo de efectivo y equivalentes dentro del balance. Esto incluye dinero en efectivo en el banco y equivalentes de efectivo y valores negociables a corto y largo plazo, aunque no todo el efectivo es excedente. Prácticamente todas las empresas tienen una cierta cantidad mínima de efectivo necesario para el día a día de las operaciones, mismo que puede ser bastante cuantioso, si la empresa está sujeta a grandes variaciones en el capital de trabajo. Las empresas con necesidades de préstamos estacionales pueden llegar a acumular grandes saldos en efectivo para su uso durante las partes altas de su ciclo. También se considera como una fuente de liquidez alterna a los activos que pueden ser monetizados en corto plazo, tales como los inventarios líquidos.

Si una empresa enfrenta severas presiones de liquidez puede esperarse que ésta haga ajustes internos para maximizar el flujo de caja a corto plazo. El análisis de liquidez toma en cuenta la flexibilidad de la empresa para hacer estos ajustes. Dentro de las opciones que existen para hacer esto, se puede extraer efectivo del capital de trabajo monetizando las cuentas por cobrar a través de factorajes o bursatilizaciones, la liquidación de inventarios innecesarios, extendiendo los pagos a proveedores o disminuyendo el Capex de los niveles previstos.

Se consideran como fuentes externas de liquidez las líneas de crédito comprometidas que posee la empresa, tomando en cuenta el monto y la diversidad de bancos con las

que se tienen contratadas. VERUM considera positivo la existencia de líneas comprometidas sin utilizar (contrario a las líneas de crédito no comprometidas), ya que puede ser la diferencia entre que un emisor cuente con una liquidez adecuada o uno que enfrente una escasez de liquidez en ciertas coyunturas económicas. El que una empresa cuente con líneas de crédito comprometidas no sólo brinda un mayor margen de maniobra ante cualquier eventualidad que pudiera presentarse, sino que también es un reflejo de un enfoque más conservador de administración del negocio, lo que beneficia al riesgo de crédito.

Adicionalmente, la diversidad de las fuentes de fondeo es otro factor que incide sobre la liquidez. Al hablar de este punto nos referimos al grado en el que una entidad cuenta con buen acceso para fondear sus necesidades en los diferentes mercados. Aquí se considera el mercado accionario y mercado de deuda tanto global como local, la deuda bancaria y los diferentes bancos con los que se tiene relación, ya sean internacionales o locales y algunas otras fuentes como bancos de desarrollo, entre otros.

VERUM considera importante este punto ya que en ocasiones el acceso a los mercados puede ser muy limitado o prohibitivamente caro, por lo que el contar con una base diversa de fuentes para obtener recursos se torna relevante. Consideramos que entre más fuentes de fondeo se tengan, menor será el riesgo de que en una situación complicada la empresa no pueda tener acceso a recursos. Si una empresa es muy dependiente de un solo banco para obtener sus financiamientos y no tiene una relación de negocios con otras instituciones financieras se puede dar el caso que surjan cambios en las políticas de crédito del banco y al tratar de renovar los créditos no se pueda hacer. En este caso el ya tener establecida una relación con otros bancos e intermediarios financieros facilitaría la opción de recurrir a otras fuentes para obtener recursos. Pero, si se tenía una alta dependencia en un solo banco la tarea de obtener recursos de fuentes alternas podría dificultarse, sobre todo si se presentan situaciones similares a la del 2008-2009 en donde existió una crisis de liquidez y los mercados y bancos se cerraron al crédito.

De igual forma, se considera positivo el que una empresa cuente con una historia probada de tener acceso a los mercados de capital globales y locales, los cuales pueden servir como otra fuente alterna de fondeo que le agrega flexibilidad financiera al emisor.

## 6. Razones Financieras

En adición a los antes mencionados, VERUM utiliza una mezcla de diversos indicadores de flujo de efectivo, utilidades, apalancamiento, y coberturas para evaluar y complementar su análisis de riesgo crediticio. Debemos tomar en cuenta que no existe un nivel o mezcla de indicadores predeterminado para llegar a cierto nivel de calificación. Los antecedentes de la empresa, la industria, el país y otros diferentes factores como la cantidad y la calidad de la información, la percepción a un mayor o menor riesgo financiero que refleja la administración, son factores que inciden y complementan la posible conclusión de calificación.

No obstante, VERUM realiza un análisis comparativo de las razones financieras de las empresas, comparando diferentes indicadores de las entidades siendo evaluada cada una de ellas contra otros participantes globales de la misma industria y contra otros emisores participantes en el mercado global. El ejercicio de realizar el comparativo nos permite ver el posicionamiento de la empresa dentro de su industria a nivel global. Si al evaluar que calificación se le asigna a una empresa, realizamos el comparativo y vemos que la compañía es menos eficiente que otros participantes del mercado, que en términos de ventas es mucho más pequeño y que se encuentra con niveles de apalancamiento más elevados que los del promedio de la industria, difícilmente podríamos asignarle una calificación más elevada que a los otros participantes.

De igual forma, el realizar el comparativo contra otros emisores del mercado local permite al analista tener una idea de los niveles de coberturas y apalancamientos para ciertos niveles de calificación, siempre tomando en cuenta las demás variables cualitativas y cuantitativas que se deben incluir en el análisis. Generalmente las compañías agrupadas en ciertos niveles de calificación cuentan con características similares. Por ejemplo, en la categoría de calificación AAA, normalmente se tienen empresas líderes en sus mercados, con buena rentabilidad y excelente generación de flujo de efectivo, con operaciones diversificadas y niveles de apalancamiento relativamente bajos.

#### *Deuda Total / EBITDA*

Se utiliza como la base para determinar la capacidad de repago de deuda de una compañía. Este indicador indica la cantidad aproximada de tiempo que sería necesario para pagar toda la deuda. Un alto nivel de Deuda / EBITDA sugiere que una empresa pudiera no pagar sus deudas de forma adecuada.

#### *Deuda Neta Total / EBITDA*

Toma en cuenta el efectivo en caja para calcular el indicador.

#### *Deuda Total / FFO*

Mide la capacidad de repago de deuda de la empresa utilizando como flujo el FFO.

#### *Deuda Neta Total / FFO*

Toma en cuenta el efectivo disponible para el cálculo.

#### *EBITDA / Gastos Financieros*

Razón que se utiliza para evaluar el grado de capacidad financiera de una empresa evaluando si es por lo menos lo suficientemente rentable como para pagar sus gastos de intereses.

#### *FFO / Gastos Financieros*

Medida básica de la flexibilidad financiera de una entidad. Compara la capacidad de generación de efectivo del emisor a sus costos financieros. Muchos factores influyen en la cobertura - incluidos los gastos generales de financiamiento, la combinación de financiamiento a tasa fija contra tasa variable, el uso de cupón cero, etc. Por eso esta

razón de cobertura se debe considerar junto con las razones de apalancamiento adecuadas.

#### *FCF + Efectivo / Servicio de Deuda*

Mide la capacidad del emisor de cumplir con el pago oportuno de sus obligaciones de servicio de deuda (interés y principal), utilizando la generación de flujo propia, después de inversiones en capital (Capex). Esta razón nos indica si la entidad tendrá que recurrir a refinanciamiento en los mercados de deuda o capital o si tendrá que recurrir a acciones que maximicen la retención de efectivo en caja a través de la reducción de los dividendos comunes o gastos de capital o por otros medios.

#### *FFO / Servicio de Deuda*

Mide la capacidad del emisor de cumplir con su servicio de deuda y amortizaciones partiendo del flujo generado por la operación, antes de cambios en capital de trabajo e inversiones (Capex).

#### *Deuda de Corto Plazo / Deuda Total*

Indica la composición de la deuda de la entidad y la dependencia en deuda de corto plazo.

#### *Efectivo y Equivalentes / Deuda de Corto Plazo*

razón de liquidez que indica si el efectivo y equivalentes son suficientes para cubrir la deuda de corto plazo. Un indicador arriba de 1 refleja una buena posición de liquidez.

#### *EBITDA / Deuda de Corto Plazo + Gastos Financieros*

Nos indica la capacidad de pago de las obligaciones de servicio de deuda.

## **7. Proyecciones Financieras**

Dado que las calificaciones incorporan la capacidad y voluntad de pago de las obligaciones financieras actuales y futuras de una empresa, una parte fundamental del proceso de calificación es el desarrollo y análisis de proyecciones financieras que nos permitan evaluar el desempeño financiero proyectado de la entidad. Mientras que la información histórica nos muestra lo que ha sucedido en el pasado, es importante tener una visión de cómo se verá el negocio en el futuro. El desarrollar un modelo de proyecciones es un buen ejercicio para analizar el desempeño financiero de una empresa ante condiciones diversas.

Al realizar el análisis de las proyecciones financieras, lo que se busca es comprender cómo se comportarían los diferentes indicadores financieros de la empresa ante diferentes escenarios. La base para elaborar un modelo de proyecciones es la información histórica y normalmente los modelos de proyecciones de VERUM parten de los resultados que las empresas han tenido en el pasado.

Mediante la elaboración de proyecciones podemos determinar si una compañía será capaz de generar los suficientes recursos para enfrentar sus amortizaciones de deuda, si tendrá riesgo de refinanciamiento en algún año, o si el negocio podrá generar los

suficientes flujos para cumplir con los planes de crecimiento o adquisiciones de la empresa. Igualmente, al elaborar diferentes escenarios, podemos observar dentro de qué rangos se mueven los indicadores financieros de la entidad ante diferentes situaciones.