

I. ASPECTOS BÁSICOS

La metodología de clasificación de Feller Rate de entidades no financieras (Corporaciones), que aquí se presenta en forma resumida, comprende básicamente tres partes: la clasificación de la solvencia de la compañía, la clasificación de sus instrumentos y, finalmente, la asignación de las "perspectivas de clasificación".

En toda clasificación de Feller Rate lo esencial es la determinación de la solvencia de la entidad, es decir, de la capacidad general para responder por sus obligaciones financieras.

La evaluación se realiza sobre la base de un análisis de la información solicitada por Feller Rate. También incluye reuniones con la administración superior y, según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas o de control.

Para otorgar la clasificación de solvencia, Feller Rate analiza el riesgo del negocio de la empresa, para luego evaluar su posición financiera. La combinación de ambas entrega el perfil crediticio individual o perfil "stand alone" de la entidad.

Una vez obtenido el perfil *stand alone*, para determinar la clasificación final se incorporan los impactos de otros factores, tales como el soporte de un controlador fuerte, la pertenencia al Estado o la influencia de una matriz con una posición financiera más débil, entre otros.

Las clasificaciones de los instrumentos se basan tanto en la clasificación de la solvencia del emisor, a la probabilidad de

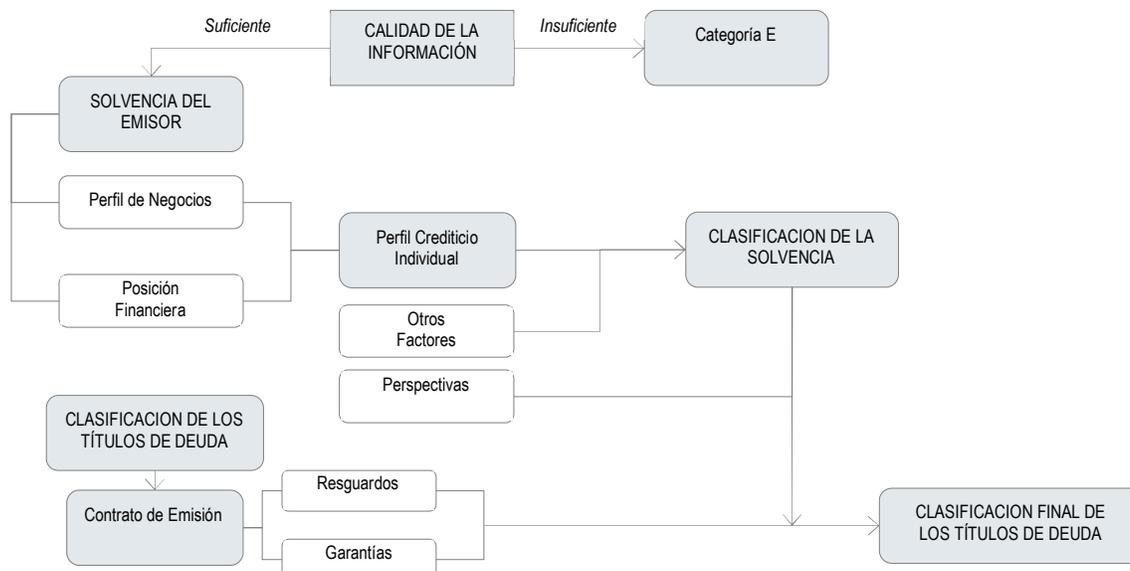
pago de capital e intereses, a las características del instrumento y a la información disponible para su emisión. En el caso de títulos de deuda -bonos o papeles comerciales-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías del instrumento que pueden determinar una mayor o menor capacidad de pago de la compañía.

Las "Perspectivas de la Clasificación" expresan la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano plazo, lo que normalmente significa un rango de uno a dos años. En contraposición, un "Creditwatch" o Revisión Especial captura posibles cambios de la clasificación en el corto plazo, relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación. Por consiguiente, cuando una clasificación es colocada en "Creditwatch", Feller Rate deja de asignarle "Perspectivas".

La metodología también incorpora, en una etapa previa, una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta. Se trata de determinar si, a juicio de Feller Rate, los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la entidad son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente su situación financiera y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso de que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la clasificación E.

Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Este incluye, pero no se limita a,

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE EMPRESAS Y ENTIDADES NO FINANCIERAS



la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. No son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.

Asimismo, el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las clasificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la entidad.

La decisión final de la categoría de clasificación asignada corresponde al Consejo de Clasificación, cuerpo colegiado que toma sus decisiones por mayoría simple, sobre la base de los antecedentes presentados por el equipo a cargo de la clasificación.

II. PROCEDIMIENTO DE CLASIFICACIÓN

Una vez solicitada la clasificación por parte del emisor del título a clasificar, este deberá entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la clasificación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar del emisor y el título a clasificar, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el emisor para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios del emisor y títulos a clasificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el emisor, El analista responsable prepara una presentación para el Consejo de Clasificación, que determina la clasificación del emisor y/o título.

La decisión de clasificación adoptada por el Consejo es comunicada al emisor. El emisor puede apelar a la

clasificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la clasificación asignada por el Consejo de Clasificación.

Una vez acordada la clasificación, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la clasificación. Estos son entregados a la Superintendencia del Sistema Financiero y al mercado en general, para el conocimiento de la clasificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la compañía y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la clasificación asignada. De igual manera, se realizará especial revisión en las fechas que corresponda la entrega de información financiera y se solicitará al emisor los Estados Financieros trimestrales de la compañía.

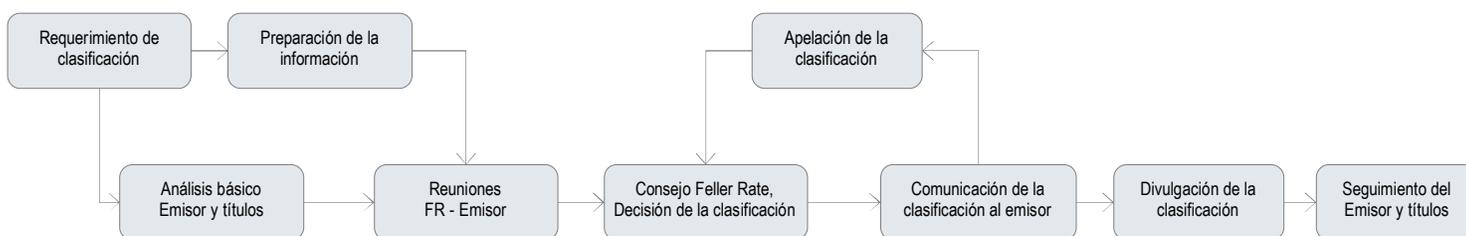
De acuerdo con la normativa, el informe de clasificación deberá ser actualizado, al menos, semestralmente.

III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES CONSEJO DE CLASIFICACIÓN

La clasificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Consejo de Clasificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Consejo de Clasificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros que son los encargados finales de asignar la clasificación del emisor y sus títulos considerando toda la información pública y privada analizada por el área correspondiente. Las decisiones del Consejo de Clasificación son tomadas por acuerdo de la mayoría de sus miembros.

PROCESO DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO



El Consejo de Clasificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a la que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de clasificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las clasificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente, (aun cuando pueden existir otros antecedentes), en el análisis y procesamiento de la información relativa a la Empresa y el título cuyo riesgo se trata de clasificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la Clasificadora, es esencial que el Emisor proporcione a aquélla todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la clasificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la clasificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA

El punto inicial del análisis de solvencia es la evaluación del perfil de negocios, determinante de la capacidad de generación de flujos de caja de la entidad, así como de la potencial estabilidad y predictibilidad de los mismos.

IV.1. PERFIL DE NEGOCIOS

El riesgo o perfil de negocios está definido, fundamentalmente, por el riesgo de la industria, la posición competitiva y los mercados de operación.

La evaluación considera el análisis de elementos cuantitativos y cualitativos en cada categoría que, en conjunto, llevan a establecer una de las siguientes clasificaciones: **FUERTE, SATISFACTORIO, ADECUADO, VULNERABLE O DÉBIL.**

■ 1. RIESGO DE LA INDUSTRIA

Cada industria posee condiciones estructurales que resultan determinantes en el riesgo de crédito de una empresa.

Estas condiciones definen el grado de intensidad competitiva, los niveles de rentabilidad y la volatilidad potenciales a los que la entidad está expuesta.

Las principales características de la industria que inciden en su rentabilidad y volatilidad de sus retornos, y en nivel de competencia, aunque no los únicos a considerar, son:

— FACTORES DE OFERTA

Tales como la existencia de barreras a la entrada y/o a la salida, así como la concentración/fragmentación de los oferentes son, entre otros, elementos críticos en definir el grado de intensidad competitiva.

— FACTORES DE DEMANDA

Tales como la concentración/fragmentación de los compradores, la sensibilidad al ciclo económico y las perspectivas de crecimiento son aspectos que también inciden fuertemente en el grado de competencia de la industria y en la volatilidad de los retornos.

— DURACIÓN DEL CICLO PRODUCTIVO

Largos ciclos productivos generalmente se traducen en desfases relevantes entre las decisiones de inversión y de compra, produciendo frecuentes desbalances entre oferta y demanda real. Ello genera situaciones de sobre oferta que ejercen presiones sobre los precios, cuya magnitud y alcance depende de cada industria en particular.

— INTENSIDAD EN EL USO DE CAPITAL

Incrementos en la capacidad de producción generalmente son discretos e implican grandes necesidades de inversión en activo fijo. Asimismo, los periodos de construcción y posterior maduración de las nuevas inversiones son relativamente prolongados.

— FACTORES OPERACIONALES

Son variados, dependiendo su pertinencia de cada industria en particular. Entre éstos se encuentran la exposición a riesgos medioambientales, climáticos y sanitarios, y la sensibilidad al costo de la energía, de la mano de obra e insumos específicos.

— INFLUENCIA DEL MARCO REGULATORIO

En muchas industrias la regulación tiene una fuerte incidencia tanto en los retornos potenciales como en la estructura de la oferta, por lo que cambios en la legislación pueden tener un impacto significativo. Este riesgo se ve mitigado en industrias en que el marco legal ha mostrado una histórica estabilidad.

En el caso de empresas que desarrollan su actividad en más de una industria, la evaluación toma en consideración el riesgo asociado a cada una y su importancia relativa, así como los beneficios de la diversificación.

■ 2. POSICIÓN COMPETITIVA

La industria en que cada empresa participa define su entorno competitivo y, en consecuencia, los factores clave para generar ventajas competitivas o, a lo menos, determinar la sustentabilidad de la entidad dentro de su industria.

Por lo tanto, la importancia y el peso específico en la evaluación de variables tales como la estructura de costos, la participación de mercado, el reconocimiento de marcas, la escala de operaciones, entre muchos otros, dependerá de la industria específica en que participe la empresa y se estudiará caso a caso.

Mientras más fuerte sea la posición competitiva de una empresa mayor será su capacidad de obtener niveles de rentabilidad consistentemente superiores al promedio de su industria.

■ 3. MERCADOS DE OPERACIÓN

En el caso de empresas con operaciones en el extranjero, en la evaluación es relevante incorporar el riesgo soberano del o los países donde la empresa mantiene operaciones.

Adicionalmente, es necesario considerar las condiciones particulares de la industria en cada país donde la entidad opera. Esto incluye, entre otros aspectos, el marco regulatorio atinente y las perspectivas de crecimiento de la demanda por el bien o servicio.

La evaluación incorpora, además, los beneficios potenciales de la diversificación.

Es importante señalar que mantener operaciones en países con un riesgo relativo diferente al de El Salvador, no genera en forma automática un impacto en la clasificación de la empresa (positivo o negativo según sea el caso).

La evaluación debe sopesar adecuadamente la combinación de los factores de riesgo soberano (grado de desarrollo económico y financiero, estabilidad política e institucionalidad, entre otros); de industria (intensidad competitiva, riesgos regulatorios, perspectivas de crecimiento, entre otros); y la diversificación aportada. Este mayor riesgo podría ser mitigado por una industria local provista de un marco regulatorio estable y positivas perspectivas de crecimiento.

■ 4. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Se evalúan los administradores en relación a su influencia en la gestión y la solvencia de la empresa. Se postula que, en general, mientras más coherente sea la forma de administrar, mayor será la capacidad de pago del emisor. De la misma manera, se analizan el esquema de propiedad y las características de los propietarios, cuyo compromiso con el fortalecimiento de la empresa es esencial para su estabilidad en el largo plazo.

— INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN

Se busca evaluar la influencia que la administración ha tenido en la gestión y solvencia de la empresa. Para esto se considera:

- Características de los principales ejecutivos
- Políticas de organización
- Políticas de planificación e inversión
- Control interno de las áreas críticas
- Centros de decisión
- Comunicaciones internas

— INDICADORES DE PROPIEDAD

Entre otros aspectos que se toman en consideración en el análisis de las características de los propietarios están:

- Dispersión de la propiedad
- Influencia en la toma de decisiones
- Transacciones con personas relacionadas
- Características de los miembros del directorio

— EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Su clasificación se realiza en consideración al mayor o menor aporte que, tanto la administración como los propietarios, hacen al fortalecimiento de la empresa.

IV.2. POSICIÓN FINANCIERA

La evaluación de la posición financiera corresponde a la opinión de la fortaleza financiera de la empresa en relación con su capacidad para cumplir, en tiempo y forma, con sus compromisos financieros.

En consecuencia, el análisis se centra en el grado de protección o cobertura que entregan los flujos de la operación de la empresa a sus deudas. Para esto, Feller Rate estudia (i) la rentabilidad y capacidad de generación de flujos operativos; (ii) la estructura de capital y coberturas de deuda; y (iii) la liquidez o flexibilidad financiera. Asimismo, se consideran aspectos financiero - contables.

Dependiendo de los elementos recién señalados, Feller Rate clasifica la posición financiera en alguna de las categorías siguientes: **SÓLIDA, SATISFACTORIA, INTERMEDIA, AJUSTADA O DÉBIL.**

Con respecto al uso de indicadores y métricas, Feller Rate utiliza un conjunto de ratios ligados a rentabilidad, márgenes, flujo de caja, endeudamiento, coberturas y liquidez, entre otros, los cuales dependiendo de sus posiciones en determinados rangos estructurales determinan en parte el perfil financiero de los emisores. Aquellas empresas que cuenten con mejores rentabilidades, mayores márgenes, menor endeudamiento relativo, mayores coberturas crediticias y mejor posición de liquidez implicarían mejores perfiles financieros dentro de la escala relativa. No obstante, dependiendo de la industria y los riesgos propios del perfil de negocio del emisor, los rangos estructurales asociados a una categoría diferirán entre emisores. Esto en base a la premisa de que las clasificaciones de riesgo son una escala relativa que permite la comparación entre industrias.

Asimismo, dado que las clasificaciones de riesgo responden teóricamente a un modelo multivariado que es dinámico a través del tiempo, los niveles de importancia relativa de los factores pueden ir cambiando en función de la jerarquía de los riesgos que impacten a la empresa en un determinado periodo.

Por lo tanto, los pesos relativos y rangos estructurales de los componentes de la posición financiera dependerán de cada industria en particular y de la jerarquía en el tiempo de los riesgos no mitigados, lo cual se discuten y establece en cada Consejo de Clasificación.

Con respecto a métodos y modelos utilizados, para evaluar de forma proyectiva e incorporar ciclos de producción, ciclos económicos, ciclos de inversión y financiamiento, entre otros, se utiliza proyecciones de 3 años en base a información suministrada por el cliente con ajustes propios realizados para obtener un escenario base (escenario más probable a juicio de Feller Rate) y un escenario estresado (escenario con cierto

grado de presión en los indicadores para la categoría asignada), donde ambos se diferencian en base al estrés de variables claves que permitan dinamizar los flujos en todos los periodos. Feller Rate estresa variables como:

- Flujos de caja ante caída en ventas o precios; aumento en los costos, o baja disponibilidad de materias primas, entre otros factores operacionales.
- Requerimientos de capital de trabajo ante cambios en la rotación de cxc, cxp y días de inventario.
- Montos de Capex o retraso en su materialización.
- Deuda financiera, ya sea por mayores necesidades de capital de trabajo, aumento en las tasas de interés o mayores inversiones a lo planteado inicialmente.
- Repartos de dividendos o tasas impositivas más altas en escenarios de riesgo tributario, entre otros.

1. RENTABILIDAD Y CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS OPERATIVOS

El punto inicial para evaluar la posición financiera de la entidad es el análisis de su capacidad en generar retornos y la estabilidad y predictibilidad de los mismos.

Se analiza, por tanto, el nivel, la variabilidad y la tendencia de la rentabilidad de la entidad en el corto y mediano plazo. Asimismo, se realiza un análisis comparativo con emisores de la misma industria.

Como indicadores de rentabilidad se estudian márgenes, índices de eficiencia de gastos, retornos sobre activos y el capital.

Sin embargo, el servicio de la deuda no se realiza a partir de los resultados, sino que de los flujos generados. Los resultados de la entidad (base devengada) incorporan partidas contables que no representan flujos de efectivo del periodo, tales como la depreciación.

Feller Rate analiza la robustez y estabilidad de la generación de flujos operativos de la entidad, tanto desde una perspectiva histórica como proyectada, para cubrir los requerimientos de capital de trabajo, las necesidades de inversión, el pago de dividendos y el servicio de las deudas financieras.

2. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COBERTURAS DE DEUDA

La evaluación de la estructura de capital constituye una parte importante del análisis de la posición financiera. No sólo se considera el nivel de apalancamiento o uso por parte del emisor de financiamiento externo; también es relevante considerar el tipo de obligaciones y su perfil de vencimientos.

Otros aspectos a evaluar son la composición de tasas de interés (fija versus variable), el calce de monedas entre los flujos operativos y las obligaciones de pago, y el uso de instrumentos de cobertura para mitigar la exposición a los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio.

CONTINGENCIAS

En el análisis Feller Rate no sólo incorpora las deudas financieras registradas como tales en el balance, sino que cualquier tipo de obligación que genere un compromiso de pago futuro. Ejemplo de lo anterior son garantías, arrendamientos operativos o pasivos contingentes, como aquellos ligados a la resolución de litigios judiciales pendientes (de origen comercial, laboral, tributario, etc.). Cabe señalar que las contingencias a considerar en la evaluación no están limitadas a las reveladas en los estados financieros, sino que corresponden a cualquier evento del que Feller Rate tenga conocimiento y que, en su opinión, por su naturaleza adquiera el carácter de contingencia.

COBERTURAS

Una de las partes más relevantes del análisis es la evaluación del grado de cobertura o protección entregado por la generación de resultados y los flujos operativos a las obligaciones financieras.

Entre los principales indicadores financieros incluidos en el análisis están: ebitda / gastos financieros, deuda / ebitda y flujo de caja operativo (antes y después de requerimientos de capital de trabajo) / deuda.

3. LIQUIDEZ O FLEXIBILIDAD FINANCIERA

La evaluación de la liquidez de la empresa considera el análisis de las fuentes y uso de fondos sobre la base de las estimaciones de Feller Rate, para un plazo de 12 meses.

Como fuentes adicionales de liquidez se incorporan las líneas o disponibilidades de crédito no comprometidas. Asimismo, se considera el grado de acceso del emisor a financiamiento externo, tanto en términos de diversificación de fuentes como de oferentes de crédito: acceso a mercados local y externo, sistema bancario, emisión de títulos de oferta pública.

Se evalúa, además, la existencia de otros soportes potenciales de liquidez, ya sea internos o externos, tales como inversiones de fácil liquidación, existencia de cuentas mercantiles, etc.

En relación con la holgura de las fuentes de liquidez para cubrir sus usos, Feller Rate califica la posición de liquidez de la empresa según las categorías presentadas en la tabla 1.

4. ASPECTOS FINANCIERO - CONTABLES

En el análisis de los estados financieros Feller Rate puede realizar ajustes o reclasificaciones de algunas partidas contables, con objeto de lograr una mayor consistencia y comparabilidad de los indicadores financieros, tanto desde una perspectiva temporal como en relación al resto de los emisores no financieros calificados.

Tabla 1: Descriptores de Liquidez

CATEGORÍAS	DEFINICIÓN
Robusta	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
Satisfactoria	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Suficiente	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Ajustada	La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
Insuficiente	La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Tabla 2: Principales Usos y Fuentes de Fondos

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ
Flujos de fondos operativos
Disponibilidades de crédito comprometidas o no comprometidas
Recursos provenientes de ventas de activos con alta probabilidad de materialización en el periodo
Aumentos de capital aprobados con alta certeza de ser suscritos y pagados en el periodo
PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ
Requerimientos de capital de trabajo
Amortización de obligaciones financieras
Pago de intereses
Inversiones comprometidas
Capex de mantención
Dividendos a repartir

Se evalúa la calidad y transparencia de la información revelada en los estados financieros.

Asimismo, el análisis considera qué tan conservadores son los criterios contables aplicados, con particular énfasis en los criterios de reconocimiento de ingresos y de gastos; de determinación del valor justo de los activos; y de valorización de ciertas partidas de balance, tales como cuentas por cobrar, gastos de arriendo y provisiones, entre otras.

Estos antecedentes permiten formarse una opinión, dado que la capacidad de realizar ajustes contables es limitada, de qué tan desalineados pueden estar ciertos indicadores contruidos sobre la base de información de los estados financieros de una empresa en relación con sus comparables. Adicionalmente, constituyen un elemento cualitativo incorporado en la evaluación de la administración.

No obstante, es importante señalar que la evaluación de Feller Rate no constituye ni es el resultado de una auditoría. El análisis de riesgo crediticio no tiene por objeto ni posee los alcances ni la profundidad necesaria para este propósito.

estable, será mayor el nivel de riesgo financiero tolerado para una misma clasificación de riesgo. El riesgo del negocio será pues determinante para establecer los niveles de riesgo financiero asociados a las categorías de clasificación asignables a una empresa

En consecuencia, los *ratios* financieros de referencia pueden variar significativamente dependiendo de la industria en que una entidad participa o, incluso, de su posición competitiva en ella.

La matriz presentada en el diagrama 2 entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.

Las desviaciones en las categorías de riesgo indicadas por la matriz pueden ser positivas o negativas. Generalmente, están asociadas a eventos disruptivos, tales como fusiones, paralización de actividades o cambios regulatorios, o a situaciones de *stress* financiero.

IV.3. PERFIL CREDITICIO INDIVIDUAL

La combinación entre el riesgo del negocio y la posición financiera determina el perfil crediticio individual.

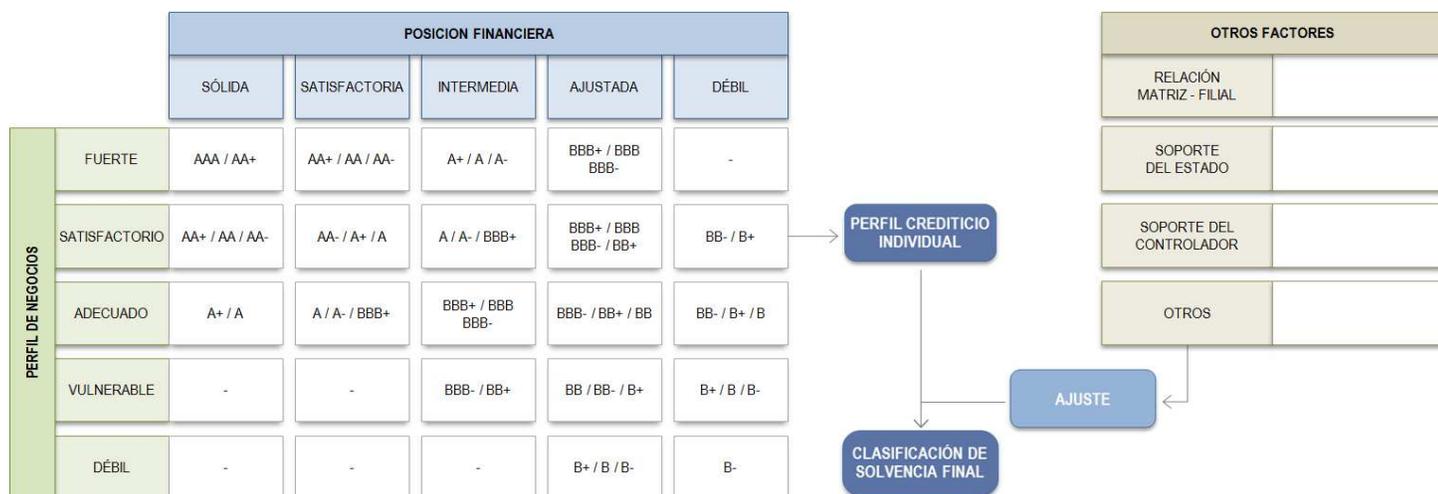
En la medida que una empresa tenga un perfil de negocios más robusto, es decir, una generación de flujos de fondos más

IV.4. OTROS FACTORES A CONSIDERAR

Una vez definidos el perfil crediticio individual o *stand alone*, se incorpora en la clasificación el potencial impacto de otros elementos, en caso de que éstos se encuentren presentes. Los principales a evaluar son: el carácter de empresa Estatal y

DIAGRAMA 2: MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que pueden implicar desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



apoyo del Estado, el soporte del controlador (ver sección II.3) y las influencias (positivas o negativas) de las relaciones de grupo.

El impacto en la clasificación final puede ser neutro o ir desde uno o más *notchs*.

— EMPRESAS PÚBLICAS – APOYO DEL ESTADO

La evaluación considera el potencial apoyo del Estado a la entidad para dar cumplimiento en el pago de sus compromisos financieros. En opinión de Feller Rate, este depende de (i) la importancia estratégica de la entidad para el Estado y (ii) del grado de integración que exista entre la entidad y el aparato estatal. Mientras mayor sea la importancia estratégica y mayor el grado de integración, más probable se considera el soporte entregado por el Estado.

— INFLUENCIAS DE LAS RELACIONES DE GRUPO

En el caso que la entidad clasificada forme parte de un grupo económico, Feller Rate evalúa la vinculación entre las entidades que conforman al Grupo. Entre los elementos considerados se incluyen los estatutos legales; la estructura societaria; aspectos de propiedad y control; grado de integración financiera entre las empresas del grupo; relevancia económica y estratégica en las relaciones matriz - filial; existencia de respaldos explícitos/implícitos; y evidencia histórica de soporte /presiones financieras, entre otros.

IV.5. PERSPECTIVAS

Las perspectivas indican la dirección potencial de una clasificación, bajo el escenario considerado como más probable por Feller Rate (escenario base).

Adicionalmente, Feller Rate explicita los escenarios que pudieran derivar en un alza o una baja de la clasificación, pese a que éstos no correspondan al escenario base.

El análisis de escenarios incluye la sensibilización de los estados financieros proyectados de la entidad, incluyendo el juicio de Feller Rate sobre la evolución de parámetros significativos en términos del riesgo crediticio.

Por último, cabe destacar que, pese a que en la evaluación Feller Rate incorpora todos los antecedentes disponibles a la fecha, las perspectivas se asignan sobre la base del desempeño futuro de la entidad, que por naturaleza es incierto.

El nivel de incertidumbre, por cierto, se ha incrementado en forma relevante en el último tiempo, ante las condiciones de alta volatilidad económica y financiera imperantes en los mercados.

Reconociendo lo anterior, las perspectivas se asignan generalmente para un plazo no mayor a 24 meses.

V. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

■ 1. INSTRUMENTOS DE DEUDA: BONOS, PAPELES COMERCIALES

— CONTRATO DE EMISIÓN / PROSPECTO DE EMISIÓN

Es el análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato o prospecto de emisión. Para estos efectos, se evalúan por un lado los resguardos del instrumento y por otro las garantías.

➤ Resguardos del instrumento:

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato o prospecto de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate trata de calificar la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

A excepción de las cláusulas sobre la obligatoriedad de entregar información y, en los casos en que la sociedad emisora sufra una transformación, a que las entidades resultantes se hagan solidariamente responsables, Feller Rate no impone la existencia de ningún resguardo como requisito indispensable.

➤ Garantías del instrumento:

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato o prospecto de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuenten con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor clasificación.

— **CLASIFICACIÓN FINAL DE INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Una vez obtenida la clasificación de la solvencia del emisor y evaluados los resguardos y las garantías, la determinación de la clasificación final del instrumento comprende una ponderación de estos elementos. El criterio que utiliza Feller Rate se basa principalmente en la solvencia. Sólo en casos excepcionales, las garantías y resguardos producen cambios no marginales en la clasificación de la capacidad de pago. La nomenclatura utilizada por la Clasificadora se encuentra descrita al final del presente documento.

Se consideran instrumentos de deuda de corto plazo los emitidos con vencimientos hasta 1 año; de mediano plazo, los con vencimientos entre más de 1 año y hasta 3 años; y de largo plazo, los con vencimientos a más de 3 años.

■ **2. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS**

En la clasificación de un bono u otro tipo de instrumento de deuda de financiamiento de proyectos, el análisis considera que su capacidad de pago depende fundamentalmente de los flujos del propio proyecto. Esto es, el proyecto es evaluado como un ente autónomo, autosostenido, sin perjuicio de otros mejoramientos crediticios.

El trabajo se enfoca, principalmente, en determinar, con un grado de confianza razonable, la capacidad de los ingresos futuros para cubrir los gastos actuales y proyectados, sin asignar una clasificación a la solvencia de la sociedad emisora, pero sí a los instrumentos de deuda.

— **ANÁLISIS DEL PROYECTO**

Dada una estructura de financiamiento, lo esencial en la evaluación de riesgo es determinar la fortaleza y estabilidad de los flujos de ingresos y gastos durante la vida de la deuda. Tanto en la etapa preoperativa como en la operativa, el análisis se centra en la predictibilidad de los flujos; esto es, en la capacidad del proyecto para comportarse según lo pronosticado.

Una de las características propias de los proyectos es su alto grado de especificidad, lo que impide hacer generalizaciones o establecer criterios que sean de aplicación universal. Esto no sólo se da entre proyectos de distinta naturaleza, como por ejemplo aeropuertos y centrales hidroeléctricas, sino incluso

dentro de un mismo rubro, donde cada proyecto tiene características propias, con regulaciones específicas, riesgos preoperativos distintos y fuentes de ingresos y financiamiento que pueden ser muy disímiles.

En la etapa operativa, el aspecto más relevante es la predictibilidad de los ingresos. Esta depende principalmente de la demanda futura, estructura de tarifas y otros elementos, tales como los ingresos mínimos garantizados, subsidios, subvenciones y otros compromisos del Estado u otros entes oficiales.

En la etapa preoperativa, los elementos claves que inciden sobre el riesgo de pago son los sobrecostos y atrasos en relación con lo planificado. Para minimizar este riesgo, además de eventuales seguros y garantías, la tendencia internacional es usar cada vez más contratos a suma alzada. La clave es que, durante la etapa preoperativa, todos los riesgos -salvo algunos muy acotados y de baja probabilidad de ocurrencia- sean traspasados a terceros especialistas y no sean asumidos por el proyecto. Puesto de otra forma, se trata de asegurar que, aún bajo escenarios de sobrecostos o atrasos relevantes, existirán fondos suficientes para pagar las amortizaciones de deuda.

— **SOLVENCIA DE LOS CONTRATISTAS**

Para los análisis de la etapa preoperativa, además de la fortaleza de los contratos tipo llave en mano, la protección para los acreedores del proyecto se deriva de la solvencia y experiencia de los contratistas. Sólo si ésta es suficiente, los contratos pueden ser considerados como un mecanismo para reducir los riesgos.

La medición de solvencia se realiza normalmente por medio de una clasificación de riesgo de Feller Rate, pública o privada, o por una evaluación similar. Asimismo, se evalúa lo comprometido en el contrato en relación con la capacidad del contratista.

— **ANÁLISIS DE LOS SPONSORS O CONCESIONARIOS**

Si bien los proyectos son analizados como entes autosostenidos, quién sea el *sponsor* o concesionario no es irrelevante. En efecto, la seriedad, capacidad de gestión y experiencia del *sponsor* o concesionario y sus propietarios son elementos básicos para asegurar el pago de las obligaciones.

Esto es particularmente cierto cuando determinados flujos de ingresos, incluyendo subsidios e ingresos mínimos garantizados, pueden verse afectados ante el término anticipado de una concesión.

— ANÁLISIS DEL CONTRATO DE EMISIÓN

Corresponde al análisis de las características propias del instrumento, es decir, del contrato de emisión. Este documento y sus anexos son los que contienen la estructura para que existan adecuados y completos mecanismos de aislación entre los accionistas de la sociedad emisora y el proyecto.

Para estos efectos, se evalúan, por una parte, los resguardos del instrumento y, por otra, las garantías.

➤ Resguardos del instrumento:

Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, someter sus operaciones a ciertas restricciones, o bien, a cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos.

Feller Rate califica la suficiencia o la insuficiencia del conjunto de los resguardos, dependiendo de las características del emisor y de la obligación.

Uno de los mecanismos más importantes para la aislación financiera es la estructura de cuentas definidas en la escritura de los instrumentos a emitir para la concesión o proyecto.

Feller Rate debe definir si, en dicho documento, se detallan de manera completa y adecuada todas las cuentas, restringidas, no restringidas y de libre disposición, con sus fuentes y usos de fondos claramente definidos. Estas cuentas deben ser controladas por un Banco Administrador, impidiendo usos no contemplados en la estructura financiera de la emisión.

➤ Garantías del instrumento:

Las garantías de un instrumento son todas las cauciones, reales o personales que se estipulan en el contrato de emisión y que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento. Cuando los instrumentos cuentan con garantías calificadas como suficientes, la emisión puede acceder a una mejor clasificación.

VI. PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN

Feller Rate asigna «Perspectivas de la Clasificación» como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

➤ POSITIVAS:

La clasificación puede subir.

➤ ESTABLES:

La clasificación probablemente no cambie.

➤ NEGATIVAS:

La clasificación puede bajar.

➤ EN DESARROLLO:

La clasificación puede subir o bajar.

Por otra parte, «Creditwatch» señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una clasificación aparece en «Creditwatch» cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la clasificación vigente.

El que una clasificación se encuentre en «Creditwatch» no significa que su modificación sea inevitable. Las clasificaciones colocadas en «Creditwatch» pueden tener una clasificación «positiva», «negativa» o «en desarrollo». La designación «positiva» significa que la clasificación puede subir; «negativa», que puede bajar; en tanto «en desarrollo», que puede subir, bajar o ser confirmada.

VII. NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

Las categorías de riesgo que utiliza Feller Rate muestran en forma sintética su opinión sobre el riesgo relativo de un título de oferta pública o, según el caso, de la solvencia de una institución.

Para los títulos a más de un año y para la solvencia del emisor, Feller Rate utiliza una escala que va de AAA para señalar el menor riesgo relativo, hasta D para los de mayor riesgo. La categoría E se aplica cuando la información no es suficiente para asignar una categoría de riesgo.

Para los títulos de hasta un año, la escala correspondiente va de N-1 para señalar el menor riesgo relativo, hasta N-4 para los de mayor riesgo. La categoría N-5 se aplica cuando la información no es suficiente para asignar una categoría de riesgo.

Las clasificaciones correspondientes son las siguientes:

■ 1. SOLVENCIA

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la clasificación de solvencia del emisor o entidad clasificada:

- Categoría EAAA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de riesgo son insignificantes.
- Categoría EAA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.
- Categoría EA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.
- Categoría EBBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son suficientes.
- Categoría EBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de sus

obligaciones. Los factores de protección varían ampliamente con las condiciones económicas y/o de adquisición de nuevas obligaciones.

- Categoría EB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con el mínimo de capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de sus obligaciones. Los factores de protección varían muy ampliamente con las condiciones económicas. E
- Categoría EC: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de éstos. Existe un riesgo substancial de que las obligaciones contractuales no sean pagadas a tiempo.
- Categoría ED: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con una capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de éstos, o requerimiento de disolución, liquidación o quiebra en curso.
- Categoría EE: Corresponde a aquellas entidades que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

■ 2. TÍTULOS DE DEUDA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO

Feller Rate emplea las siguientes categorías para la clasificación de Títulos de Deuda de mediano y largo plazo:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. (3)
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible a deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible a deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo un alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efecto de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no ha presentado información suficiente, o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, además de no existir garantías suficientes.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

■ 3. TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles

cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores poseen una capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, que no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2, N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no ha proporcionado información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, además de no existir garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Categoría 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Feller Rate distingue los instrumentos entre aquellos que se consideran "grado inversión" y aquellos considerados como "no grado inversión" o "grado especulativo". Para la deuda de largo plazo, son "grado inversión" todos los títulos que tengan una clasificación igual o superior a "BBB-". En el caso de deuda de corto plazo, son "grado inversión" los que posean clasificación igual o superior a "Categoría 3".

■ 4. TÍTULOS ACCIONARIOS

Luego de determinar la solvencia de un emisor, que es el factor preponderante en la clasificación de títulos accionarios, se consideran adicionalmente algunos factores propios de la acción y otros particulares de la entidad emisora.

— 1. LIQUIDEZ DE LOS TÍTULOS ACCIONARIOS

Feller Rate busca determinar la capacidad que posea un título accionario para ser comprado o vendido en el mercado en que se transe, sin afectar su precio. Entre los factores a considerar se encuentran:

- Presencia Bursátil

Este indicador corresponde al cálculo de la presencia ajustada para cada instrumento, el cual es el porcentaje que representan los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 200, respecto de los últimos 180 días hábiles bursátiles. A mayor presencia, mejor capacidad de transacción.

- *Free Float*

Este indicador corresponde a aquel porcentaje de las acciones emitidas por una empresa factible de ser transado en los mercados bursátiles. Corresponde al total de acciones emitidas, menos las acciones de propiedad de los grupos controladores e inversionistas estratégicos. A menos *free*

float, mayor concentración de su propiedad y, teóricamente, menor disponibilidad potencial de transacción.

➤ Rotación y capitalización bursátil

La rotación de una acción corresponde al número de acciones transadas sobre el total de acciones emitidas en un lapso de tiempo.

Además, Feller Rate considera la capitalización de mercado del emisor, que se calcula como el número de acciones emitidas multiplicado por su valor de mercado comparado dentro del mercado en que transan.

De esta forma se considera complementariamente la rotación con la capitalización, pues mientras mayor sean ambos mayor liquidez potencial del instrumento.

➤ Política de Dividendos

Para el análisis de solvencia del emisor, la clasificadora realiza un análisis de su política de dividendos para ver su coherencia con la capacidad de generación de excedentes, de forma que no presione su capacidad de pago. Desde la perspectiva de la clasificación de acciones, se considera que un mayor nivel de flujos que entrega a sus accionistas puede ser un atenuante parcial a menores niveles de liquidez de la acción.

— 2. ASPECTOS DE GOBIERNOS CORPORATIVOS

El análisis de solvencia del emisor de Feller Rate considera la revisión de ciertas políticas de gobierno corporativo, enfocado fundamentalmente sobre sus potenciales efectos sobre la capacidad de pago. Para la clasificación de los títulos accionarios, se busca determinar la existencia de algunas estructuras de gobierno corporativo del emisor mediante aspectos generales como:

- Participación de inversionistas institucionales, como Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y otros, en la propiedad del emisor.
- Para Feller Rate, el porcentaje de participación de inversionistas institucionales en la propiedad de las acciones del emisor se correlaciona positivamente con el grado de profundidad y apertura de sus políticas de Gobiernos Corporativos.
- Cantidad de Directores Independientes en el Directorio de la compañía, entendidos como aquellos no escogidos por grupos controladores.
- Existencia, formalidad y divulgación de las políticas de gobiernos corporativos que posea el emisor.
- Existencia, formalidad, profundidad y divulgación de los comités de directores que posea el emisor.
- Grado de complejidad y divulgación de la estructura o malla societaria del emisor, ya sean sociedades controladoras, como sus coligadas, subsidiarias, filiales y relacionadas.

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia en el emisor de las áreas de control interno, cumplimiento y/o contraloría.

— 3. ASPECTOS DE TRANSPARENCIA Y DISPONIBILIDAD DE INFORMACIÓN

Se evalúa las estructuras e instancias existentes para mantener informado, a sus accionistas y mercado en general sobre toda la información relevante para la toma de decisiones. Entre esos aspectos se consideran:

- Existencia, formalidad y estructuración de dependencia del área de Relación con los Inversionistas.
- Cantidad, tipo y accesibilidad de la información que entrega el emisor al mercado respecto de sus operaciones, hechos relevantes y situación financiera, entre otros.

— CLASIFICACIÓN FINAL DE TÍTULOS ACCIONARIOS

La clasificación de riesgo de un título accionario considera como primer factor y más relevante dentro del análisis la solvencia del emisor. Además, se consideran otros factores relacionados con el título a clasificar y el emisor del mismo como: la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos y aspectos de transparencia y disponibilidad de información del emisor. El criterio general que se utiliza consiste en evaluar los títulos accionarios de las empresas en una escala de grado creciente de riesgo, según la solvencia y los otros factores descritos. La nomenclatura que Feller Rate utiliza en la clasificación de estos títulos se encuentra descrita al final de la presente metodología.

- Las definiciones de las categorías para la clasificación de los títulos accionarios son las siguientes:
- Nivel 1: Títulos que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.
- Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.
- Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.
- Nivel 4: Títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.
- Nivel 5: Títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

VIII. GLOSARIO

- Ebitda: Sigla de "Earning before interest before interest, taxation, depreciation and amortizations".
- Ingresos Financieros: ingreso incurrido por la compañía al administrar la caja a través de instrumentos financieros.
- Gastos Financieros: Costo incurrido por una compañía al obtener recursos financieros.
- Ganancia (Pérdida) del Ejercicio: Utilidad total de la compañía. También conocida como última línea.
- Margen Bruto (%): Resultado bruto sobre el total de ingresos, como porcentaje.
- Margen Operacional (%): Resultado operacional sobre el total de ingresos, como porcentaje.
- Margen Ebitda (%): Ebitda sobre el total de ingresos, como porcentaje.
- Rentabilidad Patrimonial (%): Mide el rendimiento del patrimonio con respecto a la ganancia del ejercicio.
- Días de Cobro: Ratio que mide el número promedio de días de cobro a clientes que posee la compañía.
- Días de Pago: Ratio que mide el número promedio de días de pago a proveedores que posee la compañía.
- Días de Inventario: Ratio que mide el número promedio de días de existencias o stock que posee la compañía.
- Endeudamiento Total: Leverage; relación del pasivo con respecto al patrimonio de la compañía.
- Endeudamiento Financiero: Leverage financiero; relación de la deuda financiera con respecto al patrimonio de la compañía.
- Endeudamiento Financiero Neto: Relación de la deuda financiera neta de caja con respecto al patrimonio de la compañía.
- Deuda Financiera / Ebitda (vc): Capacidad de pago gracias al Ebitda de la empresa con respecto a la deuda financiera de la compañía.
- Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc). Capacidad de pago gracias al Ebitda de la empresa con respecto a la deuda financiera neta de caja de la compañía
- Ebitda / Gastos Financieros (vc): Cobertura de gastos financieros relacionada con cuantas veces la generación de Ebitda de la compañía cubre los gastos financieros.
- Liquidez Corriente (vc): Relación de activo corriente contra pasivo corriente. **FR**