



Calificaciones de PyME (España)

27 de Septiembre de 2018

Tabla de Contenido

RESUMEN	1
DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN	3
ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE LA FICHA DE EVALUACIÓN	6
SUPOSICIONES Y LIMITACIONES, Y CONSIDERACIONES DE CALIFICACIÓN QUE NO ESTÁN INCLUIDAS EN LA FICHA DE EVALUACIÓN	18
APÉNDICES	20

Analistas de Contacto

Kai Gerdes
Director Credit Risk
Tel.: +49(0) 40/88 34-6424
kai.gerdes
@eulerhermes-rating.com

Dr. Sascha Heller
R&D Manager
Tel.: +49(0) 40/88 34-6419
sascha.heller
@eulerhermes-rating.com

TRIB RATING
For SMEs & MidCaps

Euler Hermes Rating GmbH
Friedensallee 254
22763 HAMBURG
Tel : +49(0) 40/88 34 6464
Fax : +49(0) 40/88 34 6413
info@tribrating.com
www.tribrating.com

TRIBRating is a brand of
Euler Hermes Rating GmbH.

Metodología de Calificación de Pequeñas y Medianas Empresas No Financieras (PyME)

Esta metodología de calificación es la traducción en español de la versión original en inglés de la metodología de calificación “SME Rating Methodology”.

Esta metodología de calificación se aplica a pequeñas y medianas empresas no financieras (PyME) en España.

Esta metodología no se aplica a grandes compañías ni compañías estructuradas como financiaciones de proyecto y se utiliza únicamente para asignar calificaciones de crédito a los emisores.¹ Además, es posible que esta metodología tampoco se aplique a empresas que en este documento se definen como PyME si EHR considera que sus características clave de riesgo se prestan a otras consideraciones. Consideramos que una PyME en general tiene ingresos totales por debajo de los €500 millones o una deuda financiera de menos de €150 millones. Las PyME en general están más concentradas en los mercados regionales, tienen un menor nivel de diversificación de productos o dependen en mayor medida de los clientes que lo que se espera de las grandes compañías.

Esta metodología se basa en nuestro análisis del mercado de las PyME españolas y una vasta experiencia en la evaluación de riesgo de las PyME. Los elementos esenciales de esta metodología se generan a partir de datos y estadísticas de aproximadamente 32,000 empresas con información financiera en el período 2005-16 e ingresos entre €10 millones y €500 millones con una mediana/media de aproximadamente €15 millones/€40 millones, respectivamente. La gran muestra de datos corporativos y estadísticas no incluye las empresas del sector financiero, instituciones públicas y nuevas empresas con menos de dos años de datos financieros.

Para obtener información más detallada sobre la manera en la que asignamos las calificaciones, consulte nuestra publicación “Principios básicos para la asignación de calificaciones” en nuestro sitio web. Para obtener información más detallada sobre la manera en la que asignamos las calificaciones de crédito de instrumentos, consulte nuestra “Metodología de calificación de emisión”, también en nuestro sitio web.

Resumen

El presente documento proporciona una orientación general con el fin de ayudar al lector a comprender de qué manera las características de riesgo cualitativas y cuantitativas pueden afectar los resultados de calificación para los emisores. Este documento no incluye una descripción exhaustiva de todos los factores que pueden tener en cuenta nuestros analistas y verse reflejados en nuestras calificaciones. Sin embargo, esta metodología debe permitir que el lector comprenda las consideraciones cualitativas y cuantitativas, incluso la información y métricas financieras, que en general son las más importantes para la asignación de calificaciones.

Este informe incluye una ficha de evaluación, que es una herramienta de referencia que puede utilizarse para aproximar perfiles de crédito en la mayoría de los casos y para explicar, en forma resumida, los factores que en general son los más importantes al asignar calificaciones a las empresas. La ficha de evaluación que se utiliza para esta metodología refleja una decisión de utilizar una presentación relativamente sencilla y

¹ Las calificaciones de emisores en general están orientadas hacia la calificación senior no garantizada. En casos en los que la estructura de deuda del emisor esté orientada única o significativamente hacia una clase de deuda diferente (por ejemplo: senior garantizada), podremos utilizar el resultado de la ficha de evaluación como ancla preliminar para la calificación del emisor y desviarnos para tener en cuenta la estructura del capital de la empresa. La magnitud de la desviación probablemente se limite unos pocos peldaños hacia arriba o hacia abajo al aplicar los mismos principios descritos en la Metodología de calificación de emisión.

transparente en lugar de una ficha de evaluación más compleja. La ficha de evaluación es un resumen que no incluye todas las consideraciones de calificación. Existen otras consideraciones cuantitativas o cualitativas que pueden no prestarse a una presentación transparente en formato de ficha de evaluación también pueden afectar las calificaciones asignadas.

Además, las ponderaciones mostradas para cada factor de la ficha de evaluación representan una aproximación de su importancia respecto de las decisiones de calificación; sin embargo, la importancia real puede variar considerablemente. Además, las calificaciones se basan en nuestras expectativas futuras que pueden variar con respecto a los estados financieros.

Procuramos incorporar en nuestras calificaciones todos los riesgos pertinentes, ya sean de largo o corto plazo, con la visión más a futuro que la visibilidad de dichos riesgos permita. En la mayoría de los casos, los riesgos a corto plazo son más significativos para los perfiles de crédito del emisor y, por lo tanto, tienen un impacto más directo sobre las calificaciones. Sin embargo, en algunos casos, nuestra visión acerca de las tendencias a largo plazo puede tener un impacto sobre las calificaciones. No se espera que la calificación indicada en la ficha de evaluación corresponda a la calificación actual de cada empresa

La tabla contiene tres factores generales que impulsan nuestras calificaciones para las PyME españolas:

1. Perfil del sector
2. Perfil empresarial
3. Perfil financiero

Los tres factores generales están complementados por cuatro factores de ajustes por peldaños que, junto con los tres factores generales constituyen la ficha de evaluación.

Los aspectos destacados de este informe incluyen:

- Información general sobre la metodología de calificación
- Una descripción de los factores que impulsan principalmente las asignaciones de calificación
- Comentarios sobre los supuestos y las limitaciones de la metodología de calificación, incluso una discusión de las consideraciones de calificación que no se incluyen en la ficha de evaluación

El apéndice 1 ilustra la ficha de evaluación completa. El apéndice 2 contiene más información sobre la definición de las métricas. El apéndice 3 contiene enlaces a otras publicaciones relacionadas.

Descripción General de la Metodología de Calificación

1. IDENTIFICACIÓN DE LOS FACTORES DE LA FICHA DE EVALUACIÓN

La ficha de evaluación de esta metodología de calificación consta de tres factores (es decir, la tabla). Algunos de los tres factores constan de subfactores. Adicionalmente, la ficha incluye cuatro ajustes por peldaños.

Ficha de Evaluación de la PyME

Factores Generales	Ponderación de Factores	Factores Secundarios	Ponderación de los Factores Secundarios	Métricas	Ponderación
Perfil del Sector	12.5%	Volatilidad del Sector	7,5%		
		Perspectiva del Sector	5%		
Perfil Empresarial	17.5%	Posición Competitiva	10%		
		Riesgo de Concentración	7,5%		
Perfil Financiero	70%	Tamaño	5%	Ingresos	5%
		Rentabilidad	10%	Rentabilidad del Capital Empleado	10%
		Apalancamiento	27,5%	Pasivos/EBITDA	15%
				Fondos de Operaciones(FFO)/Pasivos	12,5%
		Capitalización	22,5%	Índice de Capital	12,5%
				Índice de Apalancamiento	10%
Cobertura	5%	Utilidades Antes de Intereses e Impuestos (EBIT)/Gastos Financieros	5%		
TOTAL *	100%	TOTAL	100%		
Ajustes por Peldaños*		Liquidez	+1 a -3		
		Estructura de Deuda	+1 a -2		
		Gestión Estratégica y Operativa	+1 a -2		
		Gobierno Corporativo y Política Financiera	+1 a -2		

* Los ajustes **positivos** por peldaños mejoran la puntuación asociada con el resultado indicado en la ficha de evaluación (es decir, la bajan), mientras que los ajustes negativos por peldaños empeoran dicha puntuación (es decir, la suben).

2. MEDICIÓN O CÁLCULO DE LOS FACTORES DE LA FICHA DE EVALUACIÓN

Explicamos el enfoque general en el que nos basamos para otorgar un puntaje a cada factor de la ficha de evaluación y mostramos las ponderaciones usadas allí. Además, brindamos una justificación sobre por qué cada uno de estos componentes de la ficha de evaluación es significativo como indicador crediticio (ver el Análisis de los factores de la ficha de evaluación).

Nuestras calificaciones son con miras a futuro y reflejan nuestras expectativas al futuro de rendimiento financiero y operativo. Sin embargo, los resultados históricos son útiles para comprender los patrones y las tendencias del rendimiento de una empresa, así como también para las comparaciones entre pares. Las métricas financieras, salvo indicación en contrario, generalmente se calculan sobre la base de un período anual o de 12 meses. Sin embargo, los factores de la ficha de evaluación pueden evaluarse usando varios períodos. Por ejemplo, a los comités de calificación puede resultarles útil en términos analíticos examinar tanto el rendimiento histórico como el esperado en el futuro para los períodos de varios años o más extensos.

Las métricas crediticias cuantitativas pueden incorporar ajustes contables a las cifras del estado de resultados, el estado de flujo de caja y el balance. Los ajustes típicos reflejan las consideraciones de los analistas de crédito acerca de la utilidad de la inclusión o exclusión de conceptos contables (como por ejemplo, sin limitaciones, reestructuración, deterioro, cuentas fuera del balance, plusvalía, préstamos a los accionistas, obligaciones de pensión no financiadas y arrendamientos operativos recurrentes) a fin de capturar la realidad financiera más comparable de una PyME dada.

3. CORRELACIÓN DE LOS FACTORES DE LA FICHA DE EVALUACIÓN CON UNA PUNTUACIÓN NUMÉRICA

Después del cálculo o estimación de cada subfactor, los resultados para cada uno de los subfactores se correlacionan con una categoría general de calificación (AA o superior, A, BBB, BB, B, CCC o inferior, también denominadas categorías "alfa") y a una puntuación numérica.

Los factores cualitativos se califican de acuerdo con la descripción por categoría general de calificación de la tabla. El valor numérico de cada calificación alfa se basa en la siguiente escala. Por ejemplo, a un factor cualitativo, con una calificación de "BBB" se le asignará un valor numérico de "9".

AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o inferior
3	6	9	12	15	18

Los factores cuantitativos se califican de acuerdo con un espectro lineal. Para cada métrica, la ficha de evaluación ilustra el rango por categoría alfa. Utilizamos la siguiente escala y la interpolación lineal para convertir la métrica, sobre la base de su ubicación dentro del rango de la ficha de evaluación, a una puntuación numérica que puede ser una fracción. También indicamos para cada métrica los puntos finales de la línea, (es decir, el valor de la métrica que constituye la calificación numérica más baja posible y el valor que constituye la calificación numérica más alta posible). Por ejemplo, a un factor cuantitativo con un valor dentro del rango "BB" (un rango específico para cada factor) se le asigna un valor numérico entre "10,5" y "13,5" dependiendo de su posición dentro del rango "BB".

AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o inferior
0,5 - 4,5	4,5 - 7,5	7,5 - 10,5	10,5 - 13,5	13,5 - 16,5	16,5 - 20,5

Como ilustran las tablas de esta sección, el resultado indicado por la ficha de evaluación se encuentra dentro del rango de "AA o superior" y "CCC o inferior", que es consistente con los datos históricos de las empresas españolas utilizadas para desarrollar la parte cuantitativa de la ficha de evaluación, el perfil financiero, un componente clave de la tabla. Sin embargo, las consideraciones cualitativas adicionales de los factores por peldaños y otras consideraciones pueden permitir que los analistas respalden una mayor discriminación en la calidad crediticia para empresas con calificaciones superiores a "AA" o inferiores a "CCC", en caso de corresponder.

4. DETERMINACIÓN DEL RESULTADO TOTAL INDICADO POR LA FICHA DE EVALUACIÓN

La puntuación numérica de cada subfactor ponderado se multiplica por la ponderación de dicho subfactor y se suman los resultados para obtener una puntuación numérica total de los factores ponderados. Dicha puntuación numérica se correlaciona nuevamente con un resultado de calificación de la ficha de evaluación basada en los rangos del siguiente cuadro.

Resultado Indicado en la Ficha de Evaluación	Puntaje Total del Factor Ponderado Global
AA o superior	$x \leq 4,5$
A+	$4,5 < x \leq 5,5$
A	$5,5 < x \leq 6,5$
A-	$6,5 < x \leq 7,5$
BBB+	$7,5 < x \leq 8,5$
BBB	$8,5 < x \leq 9,5$
BBB-	$9,5 < x \leq 10,5$
BB+	$10,5 < x \leq 11,5$
BB	$11,5 < x \leq 12,5$
BB-	$12,5 < x \leq 13,5$
B+	$13,5 < x \leq 14,5$
B	$14,5 < x \leq 15,5$
B-	$15,5 < x \leq 16,5$
CCC o inferior	$x > 16,5$

Por ejemplo, una PyME que tiene una puntuación numérica de los factores ponderados de "10,6" tendría una calificación indicada en la ficha de evaluación de "BB+".

Los ajustes por peldaños luego se incorporan a la puntuación numérica de los factores ponderados y el resultado se correlaciona con un resultado indicado en la ficha de evaluación basado en los rangos de la siguiente tabla.

Resultado Indicado en la Ficha de Evaluación	Puntaje Total del Factor Ponderado Global Ajustado
AAA	$x \leq 1,5$
AA+	$1,5 < x \leq 2,5$
AA	$2,5 < x \leq 3,5$
AA-	$3,5 < x \leq 4,5$
A+	$4,5 < x \leq 5,5$
A	$5,5 < x \leq 6,5$
A-	$6,5 < x \leq 7,5$
BBB+	$7,5 < x \leq 8,5$
BBB	$8,5 < x \leq 9,5$
BBB-	$9,5 < x \leq 10,5$
BB+	$10,5 < x \leq 11,5$
BB	$11,5 < x \leq 12,5$
BB-	$12,5 < x \leq 13,5$
B+	$13,5 < x \leq 14,5$
B	$14,5 < x \leq 15,5$
B-	$15,5 < x \leq 16,5$
CCC+	$16,5 < x \leq 17,5$
CCC	$17,5 < x \leq 18,5$
CCC-	$18,5 < x \leq 19,5$
CC	$19,5 < x \leq 20,5$
C	$x > 20,5$

5. SUPOSICIONES Y LIMITACIONES, Y CONSIDERACIONES DE CALIFICACIÓN QUE NO ESTÁN INCLUIDAS EN LA FICHA DE EVALUACIÓN

En esta sección se analizan las limitaciones en el uso de la ficha de evaluación para la asignación de calificaciones reales, algunos de los factores adicionales que no están incluidos en la ficha de evaluación pero que pueden ser importantes para determinar las calificaciones, y las suposiciones y limitaciones relacionados con la metodología de calificación general.

Análisis de los Factores de la Ficha de Evaluación

La ficha de evaluación para las PyME se concentra en tres factores generales:

- Perfil del sector
- Perfil empresarial
- Perfil financiero

A pesar de que los siguientes factores los cuales se analizan más adelante son los que se utilizan más comúnmente, en circunstancias específicas podemos utilizar otras consideraciones dependiendo de la industria y del modelo de negocios que se considere. También los factores que se presentan a continuación en ocasiones pueden no resultar relevantes para un emisor específico.

FACTOR 1: PERFIL DEL SECTOR (PONDERACIÓN DEL 12,5%)

Por qué es Importante

Las pruebas empíricas sugieren que pertenecer a una industria específica es un determinante central de la posibilidad de incumplimiento de pagos de una firma dado que impulsa su susceptibilidad ante los cambios cíclicos o volatilidad y capacidad de aprovechar su posición competitiva. Las industrias reaccionan de manera diferente a las fluctuaciones de los ciclos económicos, de mercado o de innovación. El momento el que la industria se ve afectada y el grado de este impacto por dichas fuerzas depende en última instancia de sus características distintivas como el tipo de producto vendido (por ej.: esencial vs. reemplazable) y la frecuencia de los cambios de mercado. Por ejemplo, la fabricación de bienes no duraderos como productos de higiene tiende a soportar mejor las depresiones económicas que la fabricación de bienes duraderos, dado que los agentes económicos pueden reducir el nivel de gastos generales y ajustarlo en base a los productos necesarios. La volatilidad también sufre la influencia del nivel de competencia dentro de un sector dado. Algunos sectores como el farmacéutico o el de defensa aérea tienen sólidas barreras para la entrada al mercado que incluyen costos elevados de cambio de proveedor de los clientes y activos únicos o tecnologías propietarias que reducen la amenaza de nuevos competidores. Las industrias concentradas como aquellas con oligopolios también tienden a presentar una mayor estabilidad que las más fragmentadas. Al combinar las dos dimensiones, y si todo lo demás se mantiene igual, una entidad que opera en un sector altamente volátil y fragmentado como la construcción es más susceptible a los acontecimientos adversos y, por lo tanto, más proclive a la cesación de pagos que una empresa que opera en un sector altamente concentrado y no cíclico como los servicios públicos regulados.

Las perspectivas de la industria también pueden impulsar la solvencia general de una empresa en la medida en la que las condiciones comerciales cambiantes de una industria probablemente repercutan en las métricas de crédito de una empresa e influirán en su solvencia en comparación con empresas que operan en otros sectores. Los cambios en las condiciones comerciales esenciales pueden surgir a partir de cambios regulatorios, tecnologías disruptivas, comportamiento del consumidor o tendencias de los precios de los productos básicos, etc.

Método de Evaluación

Este factor captura los principales atributos específicos del sector relacionados con la volatilidad y las perspectivas. Las empresas que operan en múltiples sectores en general se califican basado en el puntaje de cada sector ponderado por la proporción respectiva de ventas totales que de allí derive. En caso de que los márgenes de rentabilidad de una empresa difieran significativamente entre sus diferentes sectores de operaciones, los analistas pueden en lugar considerar la ponderación de acuerdo con los respectivos niveles de ganancias (por ej., sobre la base de las utilidades antes de intereses e impuestos, o EBIT).

Se utiliza una clasificación de riesgo creada sobre la base de la experiencia (ver el siguiente anexo) como punto de partida para ayudar a informar la evaluación. Al evaluar la volatilidad del sector, los analistas generalmente consideran si la evaluación se centrará en la industria o el sector, dependiendo del nivel de correlación evaluada entre un sector específico en el que opera la empresa y su familia de industrias.

Dado que la volatilidad de las PyME en general se considera una función de la demanda, los analistas pueden optar por evaluar la volatilidad con un mayor nivel de detalle que la familia de industrias a fin de justificar los segmentos variables en los que opera la PyME. Sin embargo, en casos en los que las empresas pertenecen a una familia de industrias en la que las fuerzas de la oferta son motores principales o esenciales de los giros del mercado (por ej.: energía de crudo no regulada, algunas industrias de capital intensivo), los analistas pueden considerar el riesgo de la familia de industrias como representativo de la exposición de la empresa al ciclo.

Puntuaciones Indicativas del Riesgo de Volatilidad de la Industria Española

Sector	Puntuación Indicativa de Riesgo
Energía/Servicios Públicos Regulados	A
Servicios Públicos y Comunitarios	BBB
Sustancias Químicas Especializadas (Farmacéuticas, etc.)	BBB
Comercialización por Mayor y Menor	BBB-BB
Servicios Comerciales y al Consumidor	BBB-BB
Fabricación Automotriz y Aeronáutica (incl. proveedores)	BB
Bienes Raíces y Alquiler	B

Sector	Puntuación Indicativa de Riesgo
Construcción	B
Fabricación de Materias Primas (excl. minería)	B
Otra Fabricación de Maquinaria y Equipos	B
Otras Sustancias Químicas	B
Transporte	B
Agricultura y Minería	B-CCC
Energía/Servicios Públicos no Regulados	B-CCC

Para justificar las tendencias en un sector determinado, complementamos la puntuación de riesgo de la industria con nuestra evaluación de las perspectivas del sector. Las perspectivas del sector representan nuestra visión a futuro de la dirección de las condiciones de negocios fundamentales. De manera similar a la volatilidad, es posible evaluar las perspectivas para las condiciones comerciales fundamentales a nivel de la familia de industrias o a nivel de sector más detallado.

Perfil del Sector (12.5%)

Subfactor	Ponderación	AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o Inferior
Volatilidad del Sector	7,5%	Se espera una muy baja volatilidad histórica y un patrón estable a través del tiempo. Se espera que el impacto del deterioro sea extremadamente bajo con una rápida recuperación completa.	Baja volatilidad histórica en el sector y se espera un riesgo limitado de deterioro. Se espera que el impacto del deterioro sea muy bajo con una rápida recuperación completa.	Puede esperarse un nivel de volatilidad histórica bajo a moderado en el sector así como también un cierto riesgo de deterioro con perspectivas de recuperación en el corto plazo y bajo nivel de impacto.	Volatilidad histórica o esperada moderada en un sector con perspectivas de recuperación a mediano plazo y un nivel moderado de impacto.	Volatilidad histórica o esperada moderada a elevada en un sector con perspectivas de recuperación prolongada o un alto nivel de impacto.	Volatilidad histórica o esperada muy elevada en un sector con perspectivas de recuperación prolongada o un muy alto nivel de impacto.
Perspectiva del Sector	5%	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector mejoren en forma significativa y constante en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales del sector mejoren sustancialmente en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales del sector mejoren levemente en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales del sector se mantengan estables en términos generales en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales del sector sean levemente negativas en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales del sector sean muy negativas en el mediano plazo.

FACTOR 2: PERFIL COMERCIAL (PONDERACIÓN DEL 17,5%)

Por qué es Importante

El perfil comercial captura las características clave de una firma que influyen en su capacidad de generar ingresos en el mediano plazo y soportar la cristalización de los riesgos asociados con su entorno operativo. El perfil comercial tiene en cuenta tanto los factores internos como externos. El perfil comercial de una empresa es un determinante significativo de su calidad crediticia a través del tiempo. Debido a su menor tamaño y base de clientes, las PyME en general son menos resistentes a los efectos negativos del mercado que las empresas de gran envergadura y, por lo tanto, dependen más de su perfil comercial. Aunque contar con una puntuación alta de perfil comercial hace referencia a la posibilidad de sustentabilidad de una empresa, no se traduce necesariamente en métricas financieras sólidas ni resultados operativos fuertes. Nuestra evaluación es a futuro en el sentido de que incorporamos nuestras expectativas de dinámica futura de mercado y estrategias de la empresa al asignar puntuaciones a los diferentes factores secundarios.

En general tenemos en cuenta dos niveles de análisis: la posición competitiva y el riesgo de concentración que, en nuestra opinión, son los determinantes con mayor relevancia para capturar el perfil comercial de una PyME. Estos dos niveles se evalúan en relación con las industrias/sectores en los que opera una entidad porque consideramos que el posicionamiento de una empresa en relación con sus pares es un impulsor central de la viabilidad a largo plazo y de la susceptibilidad a los riesgos comerciales de la empresa.

Mientras que consideramos que la industria es un factor importante de discriminación del riesgo crediticio entre dos entidades, su importancia nos resulta de segundo orden de magnitud y, por lo tanto, hemos asignado una ponderación más alta al perfil comercial.

POSICIÓN COMPETITIVA

Método de Evaluación

El análisis del riesgo competitivo se basa en una evaluación cualitativa de la manera en la que las características comerciales de una empresa la posicionan en una industria frente a sus competidores. Dada la amplia gama de modelos comerciales de las PyME, la comprensión de los motores de la demanda y las ofertas de productos resulta central para evaluar la posibilidad de ver que una empresa se expanda, se mantenga o se contraiga.

Dado que la evaluación se realiza en relación con el mercado en el que opera una PyME, en general asignamos una puntuación de posición competitiva, ponderada por la participación relativa en la facturación o, según corresponda, de las ganancias, que refleje nuestra visión de la posición competitiva de la entidad en el segmento comercial más crítico en el que opere.

Los factores que se tienen en cuenta incluyen: (1) la escala de la firma en relación con sus competidores, (2) su participación en el mercado actual o proyectada, (3) la profundidad de la oferta de servicios/productos así como también (4) su posición de costos y/o capacidad de controlar los costos.

- 1) En una industria determinada, las empresas de mayor envergadura pueden lograr mayores economías de escala y un mejor posicionamiento para aprovechar los costos fijos y entrar en contacto con los clientes para promover la concientización sobre servicios y productos. El tamaño también puede brindarle a la empresa una mayor resistencia a los cambios en los hábitos de consumo o la demanda en general así como también afianzar relaciones de largo plazo con proveedores y clientes, para limitar así los riesgos de interrupción.
- 2) Las empresas que han establecido un largo historial de grandes participaciones en el mercado presentan una mayor capacidad de mantener una generación de ingresos estable y de resistir los cambios en la demanda, innovaciones en productos disruptivos o el ingreso de nuevos actores al mercado. Esto resulta de particular importancia dado que algunos mercados pueden ser más proclives a un mayor nivel de volatilidad por la importancia de las preferencias variables de los consumidores, el desarrollo de normativas o innovaciones tecnológicas. Al tener en cuenta las participaciones en el mercado, podemos concentrarnos no solo en la forma histórica y actual del mercado sino también formar una opinión sobre la futura situación.
- 3) Dado que la mayoría de los mercados son de índole dinámica, las empresas procuran mantener cautivas sus bases de clientes y/o aumentarlas. A fin de lograrlo, las empresas generalmente aprovechan la exclusividad de sus ofertas de productos. La forma más sólida de diferenciación a menudo puede atribuirse a activos únicos o difíciles de replicar, conocimientos prácticos o reputación, que pueden proporcionar a la firma el poder de determinación de precios y conservación de márgenes. Una diferenciación sólida puede generar una alta visibilidad de los ingresos, márgenes sólidos y flujos de efectivo estables. La exclusividad de los productos también brinda protección a las empresas contra la ciclicidad del mercado. Por el contrario, no se espera que las empresas cuyas líneas de productos no están diferenciadas o son más susceptibles al riesgo de sustitución tengan la misma capacidad de proteger su base de ingresos.
- 4) La capacidad de adaptación a los patrones cambiantes de demanda ayuda a allanar las variaciones en las utilidades y los flujos de efectivo. En particular, las empresas con estructuras flexibles y de bajos costos en general están mejor posicionadas para soportar los giros de los patrones de demanda que las empresas similares con una estructura de costos fijos más elevados. Por ejemplo, una empresa de fabricación con cadenas de montaje simples pueden estar mejor posicionadas para igualar su capacidad y mezcla de producción con las necesidades estacionales, cíclicas o extraordinarias que una empresa similar con estructuras de ensamblaje rígidas. Esta última puede experimentar dificultades para manejar los picos de demanda y reducir los costos durante las recesiones y en última instancia limitan o perjudican su perfil financiero. La flexibilidad puede lograrse de diversas maneras y en todas las etapas del proceso comercial (es decir, desde la provisión (compras, soluciones de respaldo) hasta la producción (líneas de producción adaptativas, tercerización) y distribución (estructuras de fijación de precios flexibles).

RIESGO DE CONCENTRACIÓN

Las compañías con múltiples segmentos comerciales y una amplia gama de ofertas de productos tienden a presentar corrientes de ganancias más sustentables en comparación con sus competidores con una concentración menos amplia. Por el contrario, las empresas que prestan servicios en un solo mercado pueden ser más vulnerables a la presión competitiva o a los cambios en la demanda y experimentan una mayor volatilidad en las utilidades y el flujo de efectivo. Esto también ocurre con las entidades que operan en mercados de nicho en los que la dependencia de un solo producto, aunque único, presenta un riesgo mayor para la viabilidad comercial (aunque reconocemos que esto puede mitigarse parcialmente mediante la presencia de contratos a largo plazo, como ocurre generalmente en la industria de la defensa).

Dado que la puntuación que asignamos es a futuro, podemos incorporar en nuestra evaluación de la diversificación del cliente cualquier registro de pedidos nuevo pendiente si consideramos que el volumen de pedidos es significativo y tiene probabilidades de materializarse. Observamos que los analistas pueden ajustar la definición por parte de una compañía de los segmentos comerciales en los que opera para justificar un grado de correlación percibido más bajo o más alto. Por ejemplo, los analistas pueden decidir consolidar dos segmentos comerciales informados por una empresa por un alto nivel de correlación percibida. Por el contrario, los analistas pueden concentrarse en segmentos más detallados que los informados, para justificar los bajos niveles de correlación dentro de algunos segmentos secundarios.

La evaluación del riesgo de concentración de una compañía también se concentra en determinar el potencial de que si cadena de suministro se vea interrumpida. De hecho, una compañía que depende de múltiples proveedores y que presentan patrones no correlacionados tiene más posibilidades de lidiar con la falla de uno de ellos y disminuir el impacto sobre sus utilidades.

Dado que las PyME tienden a operar dentro de un foco geográfico menos amplio, también resulta crucial evaluar la medida en la que una empresa puede verse afectada negativamente tanto por las tendencias económicas regionales y las características de la demanda local. La evaluación del riesgo de concentración en general considera: (1) los indicadores macro regionales, para medir el poder adquisitivo de los clientes locales y su sensibilidad (o resiliencia) a la macro dinámica (ingresos disponibles promedio, cambios en los niveles de desempleo); y (2) micro indicadores (segmentación del mercado, anclaje histórico del producto, apetito de disrupciones tecnológica, etc.), a fin de medir la propensión y durabilidad de la demanda.

La puntuación final del riesgo de concentración que se asigna es el resultado de la evaluación pluridimensional de los tres riesgos descritos anteriormente (cliente, proveedor, geográfico).

Perfil Comercial (17.5%)

Subfactor	Ponderación	AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o Inferior
Posición Competitiva	10%	La participación de mercado refleja una pequeña cantidad de actores sólidos. El tamaño de la empresa está entre los mayores en su segmento comercial; y la empresa presenta dificultad para replicar productos/servicios y se beneficia a partir de una sólida reputación/conocimiento práctico que generan un muy bajo nivel de riesgo, si lo hubiera, de pérdida de mercado ante competidores existentes; y la posibilidad de entrada de nuevos competidores es muy limitada; y un alto nivel de poder de determinación de precios; y una sólida capacidad de adaptación a los patrones de demanda cambiantes.	Participación de mercado líder en el segmento comercial caracterizado por una competencia existente limitada. El tamaño de la empresa es mayor que el promedio de sus competidores en su respectivo segmento de mercado; y la oferta de productos/servicios de la empresa presenta una fuerte ventaja competitiva en comparación con la oferta de sus competidores y, por lo tanto, genera un bajo nivel de riesgo de futuras pérdidas de mercado que podamos esperar sea limitado; y poder de determinación de precios por encima del promedio; y una fuerte capacidad de adaptación a los cambiantes patrones de demanda.	Entre los líderes en participación en el mercado en los respectivos segmentos y levemente por encima del tamaño promedio de sus competidores; y la oferta de productos/servicios de la empresa presenta ventajas competitivas moderadas en comparación con sus competidores y crea así un riesgo moderado de futuras pérdidas de mercado que esperamos sean limitadas; y el poder de determinación de precios existe pero está limitado por una diferenciación de producto/servicio moderada; y capacidad de adaptación a los patrones de demanda cambiantes superior al promedio.	Participación promedio en mercados clave o tamaño de empresa promedio; o la oferta de productos/servicios presentan una baja ventaja competitiva en comparación con los competidores o ausencia de diferenciación de productos/servicios y los bajos costos de proveedor alienan a los nuevos competidores y generan un riesgo de competencia futura moderado con posible pérdida de participación en el mercado; o capacidad moderada de adaptación a los cambiantes patrones de demanda; o la empresa es un sólido actor en los nichos de los mercados o segmentos clave.	Participaciones de mercado por debajo del promedio o participaciones promedio de mercado que tienden a ser vulnerables al ingreso de nuevos competidores o competidores existentes dado que la oferta de productos/servicios es fácilmente reemplazable en alguna medida y no existen costos de cambio de proveedor o son muy bajos; o el tamaño de la empresa es menor que el promedio con una baja capacidad de adaptación a los cambiantes patrones de demanda; o la empresa es un actor pequeño local o de nicho en mercados o segmentos clave.	Participaciones de mercado bien por debajo del promedio o participaciones de mercado promedio con gran susceptibilidad a bajar o participaciones de mercado en baja; u oferta de productos/servicios reemplazada (o que se espera sea reemplazada) por la oferta de los competidores; o capacidad extremadamente limitada de reorganizar la oferta de productos; o la empresa es un actor de nicho muy pequeño en mercados o segmentos clave.
Riesgo de Concentración	7,5%	Múltiples segmentos comerciales y una amplia gama de productos en la mayoría de los segmentos; y el mercado final está bien diversificado con una concentración de clientes muy limitada; y los contratos en su mayoría son a largo plazo con una muy alta probabilidad de renovación a corto plazo; y la exposición geográfica aporta una amplia diversificación internacional; y sin concentración de proveedores significativa.	Diversos segmentos comerciales con una amplia oferta de productos en muchos segmentos; y el mercado final está bien diversificado con una concentración mínima de clientes; y los contratos son en su mayoría a largo plazo o con una muy alta posibilidad de renovación de contrato a corto plazo; y diversificación internacional moderada; y la concentración de proveedores es limitada.	Diversos segmentos comerciales con amplias ofertas de productos en al menos un segmento clave; y bien diversificado en su mercado principal con posible concentración de clientes; y los contratos a largo plazo pueden ser limitados en volumen y en general se espera que los contratos a corto plazo se renueven; y la exposición geográfica es principalmente a nivel nacional con poca diversificación internacional; y concentración limitada de proveedores.	Opera en pocos segmentos comerciales, con una amplia cartera en al menos un segmento o en un segmento comercial muy amplio. Un poco diversificada en su mercado principal con concentración de clientes moderada; o contratos a largo plazo limitados en volumen y se espera que la mayoría de los contratos a corto plazo se renueven; o la exposición geográfica es principalmente nacional con poca exposición continental; o concentración de proveedores moderada.	Opera en pocos segmentos comerciales aunque depende significativamente de uno o dos segmentos con un alto nivel de concentración de clientes o en un segmento comercial amplio con un riesgo de clientes limitado; o los contratos a largo plazo son muy limitados en volumen y se espera que la mayoría de los contratos a corto plazo se renueven; o alta concentración de proveedores con cierto nivel de riesgo de interrupción.	Opera solamente en un segmento comercial limitado con una alta concentración de clientes; o pocos contratos a largo plazo con incertidumbre de renovación con respecto a más de la mitad de los contratos a corto plazo; o muy alta concentración de proveedores con riesgo material de interrupción.

FACTOR 3: PERFIL FINANCIERO (PONDERACIÓN DEL 70%)

Por qué es Importante

Incluso cuando se considera el universo de las PyME, el tamaño en términos absolutos continúa desempeñando un papel importante al comparar la solvencia de dos empresas. Independientemente de su tamaño, el posicionamiento en una industria o segmento dado, el tamaño en términos absolutos refleja varios aspectos que impulsan el perfil comercial de una compañía (por ej., un mayor nivel de flexibilidad financiera) y, en última instancia, su resiliencia ante los riesgos.

La rentabilidad es un indicador de la capacidad de una empresa de mantener una posición comercial competitiva, incluso un nivel suficiente de reinversión para respaldar las operaciones y el crecimiento comercial. El apalancamiento y cobertura proporcionan información adicional sobre la flexibilidad financiera de la compañía y la viabilidad a largo plazo. El nivel relativo de capitalización de una compañía proporciona una indicación de su apetito de financiamiento de sus inversiones u operaciones diarias con deuda en lugar de con capital. Por lo tanto, los altos niveles de deuda en comparación con la capitalización pueden indicar obligaciones de intereses más elevadas, limitar la capacidad de obtener financiamiento adicional si fuera necesario y llevar a violaciones de compromisos asumidos con respecto a líneas de crédito bancarias u otros acuerdos de financiación.

Método de Evaluación

TAMAÑO

Ingresos: Ingresos totales en millones de euros.

RENTABILIDAD

Rentabilidad del capital empleado (ROCE = Utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) / Deuda financiera neta + Capital): La rentabilidad del capital empleado proporciona una indicación de cuán bien una empresa genera utilidades en relación con el capital que ha invertido en su actividad comercial.

APALANCAMIENTO

Pasivo / Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA): Esta métrica es un indicador de la medida en la que una empresa ha tomado créditos contra sus utilidades.

Fondos de Operaciones (FFO) / Pasivos es un indicador de la capacidad de una empresa para reembolsar al principal sus pasivos pendientes/ Es una estimación para la generación de flujo de efectivo sin incluir cualquier ganancia (o pérdida) en la venta de los activos fijos ya que estos no se consideran ganancias recurrentes.

CAPITALIZACIÓN

El **índice de capital** es un indicador tradicional del apalancamiento del balance. El numerador es el capital y el denominador es la capitalización total.

Índice de apalancamiento: El numerador es la deuda financiera y el denominador es la suma de deuda financiera y el capital.

COBERTURA

Utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT) / Gastos Financieros es una métrica de cobertura que proporciona cierta indicación de la cantidad "límite" que permiten las ganancias del emisor al atender su carga de deuda.

Perfil Financiero (70%)

Subfactor	Medida	Ponderación	AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o Inferior
Tamaño	Ingresos (Millones de EUR)*	5%	> 155	155 - 120	120 - 50	50 - 20	20 - 10	≤ 10
Rentabilidad	Rentabilidad del Capital Empleado (%)*	10%	> 55	55 - 18	18 - 14	14 - 10	10 - 5	≤ 5
Apalancamiento	Pasivo/EBITDA (x)**	15%	< 0,75	0,75 - 2	2 - 4	4 - 10	10 - 125	≥ 125
	FFO/Pasivos (%)*	12,5%	> 110	110 - 35	35 - 20	20 - 10	10 - 0	≤ 0
Capitalización	Índice de Capital (%)*	12,5%	> 75	75 - 55	55 - 40	40 - 25	25 - 10	≤ 10
	Índice de Apalancamiento (%)*	10%	< 7,5	7,5 - 15	15 - 30	30 - 55	55 - 90	≥ 90
Cobertura	EBIT/Gastos Financieros (x)*	5%	> 35	35 - 6,5	6,5 - 4	4 - 2	2 - 1	≤ 1

* Para la escala de puntuación lineal, los valores de punto final AA o superior son: ingresos = 200, Rentabilidad del capital del empleado = 100, FFO/Pasivos = 210, Índice del capital = 100, Índice de apalancamiento = 0 and EBIT/Gastos financieros = 75. Un valor igual o superior al punto final más alto equivale a una calificación numérica de 0,5. Los valores de punto final CCC o inferior son: ingresos = 0, Rentabilidad del capital = -100, FFO/Pasivos = -30, Índice del capital = 0, Índice de apalancamiento = 130 and EBIT/Gastos Financieros = -15. Un valor igual o inferior al punto final más bajo equivale a una calificación numérica de 20,5.

** Para simplificar la puntuación en el punto más bajo de la escala, operamos con la relación inversa, EBITDA/Pasivo. Esta operación simplifica la conversión del valor métrico a una puntuación numérica lineal, lo que se realiza mediante una interpolación lineal sobre la base de la ubicación en el rango de la ficha de evaluación. Por ejemplo, el rango equivalente a B (es decir, en términos de EBITDA a Pasivo y en valores porcentuales) es 0,8% - 10% (es decir $1/125 \cdot 100 = 0,8\%$ y $1/10 \cdot 100 = 10\%$); el CCC o umbral inferior es $\leq 0,8\%$. Para la escala de puntuación lineal, el valor CCC o punto final más bajo es -40. Un valor para EBITDA/Pasivo de -40 o peor equivale a una puntuación numérica de 20,5. Para la escala de puntuación lineal, el valor AA o punto final más bajo es 245. Un valor de 245 o mejor equivale a una puntuación numérica de 0,5.

AJUSTES POR PELDAÑOS

Liquidez

La liquidez puede ser extremadamente crítica para las calificaciones, en particular para las PyME, cuyas operaciones normales son más susceptibles a los eventos adversos que las de las compañías de gran envergadura, mientras que su acceso al financiamiento sigue siendo más limitado. Por el contrario, la liquidez puede no tener un valor sustancial al discriminar entre dos entidades con un perfil crediticio sólido y similar. Por lo tanto, es más apropiado justificar la solidez en cuanto a la liquidez mediante ajustes por peldaños.

Sin embargo, independientemente del acceso a las fuentes de financiamiento, una posición de liquidez débil, ya sea como consecuencia de la política financiera de una empresa o un evento inesperado, aumenta el riesgo de cesación de pagos. Por ejemplo, algunos sectores como el de las ventas minoristas pueden enfrentar grandes oscilaciones en las cuentas comerciales por cobrar y por pagar en relación con productos estacionales. Esto puede generar presiones de liquidez con efectos secundarios que van desde el acceso restringido al crédito a interrupciones en la cadena de suministro dado que los proveedores pueden preocuparse por las perspectivas de pago. En última instancia, la presión de liquidez por sí sola puede generar migraciones de calificación negativas.

Un paso importante en el análisis de la posición de liquidez de una empresa generalmente consiste en evaluar la capacidad actual de una empresa para amortizar sus pasivos a corto plazo con sus activos a corto plazo. Los índices como el índice actual (Efectivo no restringido y valores negociables/deuda a corto plazo) pueden ser indicadores útiles². También tenemos en cuenta los futuros ciclos de tesorería (al incorporar nuestra previsión para flujos de efectivo operativo y de capital) a fin de medir la existencia y magnitud de alguna brecha de financiación interanual que pueda emerger con el paso del tiempo y afecte nuestra evaluación del riesgo de liquidez de una empresa.

Debido a que los índices tales como índice actual o la cobertura de interés no dan una idea completa de la posición de liquidez de una empresa, complementamos nuestro análisis con una revisión de otras fuentes de financiamiento internas y externas que una empresa puede asegurar si es necesario. Consideramos fuentes tales como instalaciones bancarias comprometidas no utilizadas o activos sin gravámenes que podrían liquidarse en tiempos de dificultades.

Nuestro análisis también se concentra en la relación de una empresa con sus bancos. Las PyME y sus proveedores de crédito en general tienden a tener una relación que va más allá de una simple relación entre acreedor/deudor. El menor grado de sofisticación y el mayor nivel de riesgo percibido de las PyME por parte de las instituciones crediticias lleva a un proceso de evaluación de riesgo y supervisión que generalmente requiere la confianza de una relación establecida y sólida.

La existencia de dicha relación puede respaldar la solvencia de una empresa dado que se espera que una institución financiera evite el deterioro financiero que lleve a un riesgo mayor de falta de pago mediante la prestación de servicios de asesoría adecuados y, en caso de necesidad, la prestación de financiamiento para superar los ciclos a la baja. Al evaluar el acceso de una empresa a la liquidez externa, también tenemos en cuenta las medidas de apalancamiento, dado que un apalancamiento alto en algunos casos puede limitar la capacidad de una empresa de renovar los acuerdos de crédito o recaudar nuevo capital.

Ajuste por Peldaños de Liquidez

	Liquidez Positiva Para el Crédito	Liquidez Neutral para el Crédito	Liquidez Crediticia Negativa	Liquidez Muy Negativa para el Crédito	Liquidez Extremadamente Negativa para el Crédito
Ajuste por Peldaños	+1*	0	-1	-2	-3
Pautas	Las reservas y el efectivo generado internamente cubren las necesidades comerciales (incluso las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses o más. Pueden obtenerse líneas de liquidez externas para financiar las inversiones de capital. Las líneas de liquidez en su mayoría están sin utilizar; y el acceso a más financiamiento externo parece muy probable durante períodos de turbulencia de los mercados de capitales o de dificultad operativa de la empresa; y existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna mediante la venta de activos o líneas de negocios, pero es moderada; y el cumplimiento de los compromisos está prácticamente asegurado y se espera que la compañía soporte fácilmente el impacto de cualquier incumplimiento con un pequeño impacto sobre su posición de liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente generalmente cubren las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Las líneas de liquidez en general se toman para financiar la totalidad o parte de las inversiones de capital y una pequeña parte del capital de trabajo; y hay disponible un colchón moderado de líneas de liquidez no utilizadas; y el acceso a financiamiento externo adicional parece probable y suficiente durante los períodos de turbulencia de los mercados de capital o de dificultad operativa para la empresa; y existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna mediante la venta de activos o líneas de negocios, pero es limitada; y el cumplimiento de los compromisos es muy probable y se espera que la compañía pueda soportar el impacto de cualquier incumplimiento con un impacto moderado sobre su posición de liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente cubren la mayoría pero no todas las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se requieren líneas de liquidez externa para financiar todas o la mayoría de las inversiones de capital, una parte moderada del capital de trabajo y posiblemente algunas operaciones básicas y solo hay disponible un pequeño colchón de líneas de liquidez de manera constante; o el acceso a más financiamiento externo parece probable pero sería de volumen limitado. Existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna, pero es muy limitada; o el cumplimiento de los compromisos es menos seguro y existe la posibilidad de renegociación y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente apenas cubren la mayoría de las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se requieren líneas de liquidez externa para financiar las inversiones de capital, una gran parte del capital de trabajo y una parte moderada de las operaciones básicas; o las líneas de liquidez se utilizan ampliamente de manera constante; o el acceso a más financiamiento externo parece menos probable y puede ser de un volumen muy limitado. La capacidad de obtener efectivo alternativo es insignificante, al estar restringida por los gravámenes sobre los activos, el valor disminuido de las transacciones o el impacto neto negativo a corto plazo de la venta de la línea de negocios; o existe un riesgo significativo de incumplimiento de compromisos con una necesidad esperada de renegociación, y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente no cubren la mayoría de las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se necesitan líneas de liquidez externa para financiar todas las inversiones de capital, una gran parte de capital de trabajo y una gran parte de las operaciones básicas. Las líneas de liquidez están casi completamente agotadas; o el acceso a más financiamiento externo parece improbable y sería muy limitado. En general no existe capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna; o el incumplimiento de los compromisos es muy probable con muy poco margen para la renegociación y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.

* Los ajustes positivos por peldaños mejoran la puntuación asociada con el resultado indicado en la ficha de evaluación (es decir, la bajan), mientras que los ajustes negativos por peldaños empeoran dicha puntuación (es decir, la suben).

Estructura de Deuda

La estructura de deuda tiene una influencia significativa sobre la susceptibilidad de una empresa ante riesgos de eventos como la volatilidad de la moneda, la volatilidad de la tasa de interés o el riesgo de refinanciación. El impacto de nuestra evaluación puede ser negativo, neutro o, rara vez, positivo para la calificación final. En particular, si la deuda de una empresa refleja grandes posiciones sin cobertura (tanto en términos de moneda y tasa fijas versus tasas flotantes) o un perfil de vencimientos desigual con cronogramas de rescate grandes y adelantados, podremos ajustar la calificación en un par de peldaños.

Ajuste por Peldaños Para la Estructura de Deuda³

	Estructura de Deuda Positiva para el Crédito	Estructura de Deuda Neutral para el Crédito	Estructura de Deuda Negativa para el Crédito	Estructura de Deuda Muy Negativa Para el Crédito
Ajuste por Peldaños	+1*	0	-1	-2
Pautas	La composición de deuda está claramente diversificada y no existe o existe un riesgo muy limitado de refinanciación con una estructura de deuda con amortización típica y sin exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados.	La composición de deuda está generalmente concentrada en unas pocas fuentes; y existe un riesgo limitado de refinanciación con una estructura de deuda con amortización típica y sin o con una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados muy limitada.	La deuda está concentrada en una única fuente y/o existe un riesgo moderado de refinanciación con pagos en una sola exhibición; o con una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados moderada.	La deuda está concentrada en una única fuente y/o existe un riesgo alto de refinanciación con pagos en una sola exhibición y adelantados; o la empresa tiene una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, deuda a tasa variable o instrumentos derivados significativa.

* Los ajustes positivos por peldaños mejoran la puntuación asociada con el resultado indicado en la ficha de evaluación (es decir, la bajan), mientras que los ajustes negativos por peldaños empeoran dicha puntuación (es decir, la suben).

Gestión Estratégica y Operativa

La calidad de la gestión estratégica y operativa es un factor importante que respalda la fuerza crediticia de una PyME. Las políticas de gestión de las PyME tienden a someterse a menos controles/exámenes que las de las grandes empresas con influencia de los accionistas independientes. La evaluación de la ejecución de los planes comerciales durante el transcurso del tiempo puede resultar útil para evaluar las estrategias, las políticas y las filosofías comerciales de la gerencia y para evaluar el desempeño de la gerencia en relación con el de los competidores y con nuestras proyecciones. Un historial de coherencia brinda al analista de crédito información adicional sobre el desempeño futuro probable de la gerencia en situaciones de estrés y puede ser un indicador de la tendencia de la administración a desviarse significativamente de sus pautas y planes establecidos.

Las decisiones estratégicas y financieras tienen un impacto significativo sobre la calidad crediticia futura. Creemos que anticiparse o adaptarse a las condiciones comerciales o financieras cambiantes es una manera de respaldar la solidez del perfil comercial de una empresa y, en última instancia, de su robustez financiera. Por ejemplo, la renuencia o incapacidad de invertir en activos de crecimiento o de reposición que tiene el efecto positivo de conservar el efectivo en el corto plazo, puede hacer que una empresa padezca una desventaja competitiva en el largo plazo. Sin embargo, contar simplemente con planes financieros y estratégicos orientados a un mayor beneficio para el acreedor no es suficiente; siempre existe el riesgo de que una vez implementados no generen los resultados deseados. Por lo tanto, nuestra evaluación se concentra en la capacidad y propensión de la gerencia a generar políticas que respalden sus futuras operaciones comerciales que medimos contra los riesgos asociados.

Los elementos que se tienen en cuenta la evaluar las capacidades operativas y estratégicas de una empresa incluyen: los antecedentes de la gerencia al responder ante eventos clave (como cambios en los mercados de crédito y el entorno de liquidez), acciones legales, desafíos competitivos y presiones regulatorias.

Más allá de la visión estratégica de la empresa, la eficiencia operativa sigue siendo esencial dado que en ella se basa la su capacidad de llevar la estrategia a la realidad. En términos generales, la consideramos un motor importante del desempeño operativo y el perfil crediticio cuantitativo de una empresa. Mientras se mantengan las condiciones, una empresa con una sólida eficiencia operativa puede estar mejor posicionada para aprovechar su posición competitiva y ejecutar planes estratégicos para aprovechar oportunidades comerciales o garantizar posiciones de mercado sin poner en

³ La exposición a las divisas sin cobertura en general representa un riesgo mayor que la exposición sin cobertura a la deuda con tasa variable dado que los movimientos de divisas en general presentan, por igual, fluctuaciones más rápidas y relativamente más grandes.

riesgo su solidez financiera. En última instancia, esto también puede mejorar el perfil financiero en comparación con pares con una mejor capacidad de ejecución. Por su envergadura, las PyME en general tienen una capacidad limitada de alcanzar una eficiencia operativa sólida.

Al evaluar la eficiencia operativa, tenemos en cuenta principalmente la información cualitativa que detalla la capacidad de una empresa de ejecutar tareas operativas básicas o planes de negocios de manera rápida así como también los datos cuantitativos que se relacionan con la eficiencia de su administración de capital de trabajo

Basamos nuestra evaluación de la capacidad de ejecución de las PyME principalmente en una revisión histórica de su capacidad, en lo que respecta al cumplimiento de los plazos y exhaustividad, de implementar planes operativos o estratégicos según lo decida la gerencia. Por ejemplo, el éxito operativo alcanzado al lanzar nuevos productos o iniciativas estratégicas (como un cambio en una plataforma de producción) proporciona información adicional acerca de la capacidad de ejecución de una empresa.

También consideramos que la administración del capital de trabajo es un indicador relevante para la evaluación de la eficiencia operativa dado que demuestra la capacidad de mantener la empresa en funcionamiento al equilibrar el efectivo necesario para sus operaciones diarias con sus obligaciones. Generalmente capturamos la calidad de la administración del capital de trabajo a través de una revisión cuantitativa de las cuentas por pagar, las cuentas por cobrar y el inventario. En líneas generales, cuanto más breve el ciclo de conversión y más pequeña la brecha entre los días de cuentas por pagar y los días de cuentas por cobrar pendientes, mejor será la administración del capital de trabajo.

Ajuste por Peldaños para la Gestión Estratégica y Operativa

	Gestión Operativa y Estratégica Positiva para el Crédito	Gestión Operativa y Estratégica Neutral para el Crédito	Gestión Operativa y Estratégica Negativa para el Crédito	Gestión Operativa y Estratégica muy Negativa para el Crédito
Ajuste por Peldaños	+1*	0	-1	-2
Pautas	La visión estratégica y la planificación son de altísima calidad y están respaldadas por una capacidad de funcionamiento muy sólida. La empresa tiene una visión muy clara, holística y articulada de las oportunidades y riesgos que puede enfrentar así como también de las acciones que se requieren para mantener y/o mejorar la sustentabilidad comercial; y la planificación es muy conservadora; y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico son muy sólidos, con el respaldo de un fuerte marco de supervisión y generación de informes y políticas operativas de respuesta bien definidas en caso de desviación del plan.	La empresa tiene planes estratégicos claros y el funcionamiento es de una calidad adecuada. La empresa tiene una visión clara y articulada de las principales oportunidades y riesgos que puede enfrentar así como también de las acciones que se requieren para mantener la sustentabilidad comercial; y la planificación es conservadora; y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico son adecuados; y puede haber desviaciones del plan pero el impacto en general es relativamente limitado y en general se corrige gracias a un marco de supervisión y generación de informes adecuado.	La empresa tiene una visión estratégica o funcionamiento débil, que en última instancia ponen en peligro la capacidad de la empresa de mantener su posición competitiva. La estrategia se basa en una evaluación relativamente limitada de los riesgos y oportunidades comerciales; o la empresa tiene una capacidad débil de implementar de manera ordenada y controlada los cambios necesarios para adaptar la actividad comercial de la empresa; o la planificación es optimista en general y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico a menudo se desvían de los objetivos impuestos como consecuencia de brechas significativas en el marco de la supervisión y la generación de informes; o las acciones correctivas en general no son suficientes para compensar la desviación.	La empresa tiene una visión estratégica o funcionamiento muy débil o inexistente, que en última instancia ponen en peligro la capacidad de la empresa de mantener su posición competitiva. La estrategia, si la hubiere, se basa en una evaluación muy limitada o inexistente de los riesgos y oportunidades comerciales; o una capacidad muy débil para implementar de manera ordenada y controlada los cambios necesarios para adaptar la actividad comercial de la empresa en consecuencia; o la planificación tiende a ser demasiado optimista y la empresa rara vez alcanza sus objetivos; o las desviaciones con respecto al plan no se corrigen o prácticamente no se corrigen como resultado de un marco muy débil de supervisión y generación de informes.

* Los ajustes positivos por peldaños mejoran la puntuación asociada con el resultado indicado en la ficha de evaluación (es decir, la bajan), mientras que los ajustes negativos por peldaños empeoran dicha puntuación (es decir, la suben).

Una alineación de intereses entre los accionistas/titulares (en caso de las compañías empresariales) y la gerencia de la PyME tiende a beneficiar la solvencia de la empresa. Dentro del espectro de las estructuras de tenencia accionaria, una compañía empresarial o familiar probablemente es aquella en la que los intereses financieros estén más alineados y la tendencia de los accionistas a respaldar los intereses de la PyME sea la más alta, dadas las mismas circunstancias. Para estas empresas, en general se espera una toma de decisiones oportuna a fin de respaldar las operaciones comerciales en caso de eventos adversos. La participación pública o una fuerte influencia local de la empresa (por ej.: empleador destacado) también puede brindar un respaldo positivo a la solvencia de una empresa dado que se espera una mayor propensión por parte de los interesados locales a tomar acciones acomodaticias si fuera necesario.

Por otra parte, en general consideramos de manera menos favorable a aquellas políticas que favorecen las distribuciones a los accionistas financiadas con deuda (aun cuando son menos probable en el caso de las PyME); distribuciones del excedente de caja que perjudican la liquidez; o distribuciones del valor de franquicia de manera que se subordinen eficazmente los intereses de los acreedores a los de los accionistas, o nos lleve a esperar una mayor tolerancia al riesgo financiero.

Nuestra evaluación en general incluye el tipo de estructura legal de la entidad para medir el nivel hasta el cual los accionistas o titulares tienen responsabilidad financiera directa para la misma. Los accionistas o titulares cuyos balances están expuestos directamente a los reclamos de los acreedores en caso de liquidación tienen más posibilidades de blindarse al tomar las decisiones necesarias para mantener la empresa a flote.

A fin de capturar el riesgo de alteración gerencial, podemos medir los riesgos de sucesión en particular en el caso de empresas familiares o compañías empresariales en las que la continuidad comercial puede verse amenazada por una pérdida o alteración del conocimiento práctico de la gerencia de la empresa. De hecho, la dependencia gerencial en los principales individuos implica un riesgo para la actividad comercial de la empresa en los casos en los que el riesgo de partida de dichos individuos es significativo y la capacidad de implementar rápidamente soluciones de reemplazo adecuadas es incierta.

El apetito de la administración con respecto a la actividad de fusiones y adquisiciones también se evalúa con atención en el tipo de transacciones (es decir, competencia central o actividad comercial nueva) y las decisiones de financiamiento. La frecuencia y la materialidad de las adquisiciones y las elecciones anteriores de financiación son consideraciones importantes. Por lo general, el historial de adquisiciones financiadas con deuda o que se transforman por el crédito generan un puntaje más bajo para este factor.

Ajuste por Peldaños para el Gobierno Corporativo y la Política Financiera

	Gobierno Corporativo y Política Financiera Positivos para el Crédito	Gobierno Corporativo y Política Financiera Neutrales para el Crédito	Gobierno Corporativo y Política Financiera Negativos para el Crédito	Gobierno Corporativo y Política Financiera muy Negativos para el Crédito
Ajuste por Peldaños	+1*	0	-1	-2
Pautas	La estructura de participación accionaria indica una alineación de intereses muy positiva. La atención de los accionistas está dirigida hacia la viabilidad comercial a largo plazo; y el riesgo de alteraciones en la estructura y estructura de gobierno es inexistente o prácticamente inexistente.	La estructura de participación accionaria no respalda ni pondera la viabilidad a largo plazo de la actividad comercial; y el riesgo de alteración de la estructura de gobierno es poco probable.	La estructura de participación accionaria indica una mala alineación de intereses. La atención de los accionistas está dirigida hacia los beneficios financieros a corto plazo en lugar de la viabilidad comercial a largo plazo; o el riesgo de alteración en la estructura de gobierno es probable.	La estructura de participación accionaria indica una muy mala alineación de intereses. La atención de los accionistas está fuertemente dirigida hacia los beneficios financieros a corto plazo en lugar de la viabilidad comercial a largo plazo; o el riesgo de alteración en la estructura de gobierno es probable.

* Los ajustes positivos por peldaños mejoran la puntuación asociada con el resultado indicado en la ficha de evaluación (es decir, la bajan), mientras que los ajustes negativos por peldaños empeoran dicha puntuación (es decir, la suben).

Supuestos, Limitaciones, y Consideraciones de Calificación Que No Están Incluidas En La Ficha de Evaluación

La ficha de evaluación en esta metodología de calificación representa una decisión de favorecer la simplicidad y mejorar la transparencia. Por lo tanto, los tres factores de calificación generales y los cuatro ajustes por peldaños de la ficha de evaluación no constituyen un tratamiento exhaustivo de todas las consideraciones que son importantes para asignar calificaciones a las PyME.

Además, nuestras calificaciones incluyen las expectativas de desempeño futuro. En algunos casos, nuestras expectativas para el desempeño futuro pueden informarse mediante información confidencial que no podemos revelar. En otros casos, calculamos los resultados futuros según el rendimiento anterior, las tendencias de la industria, las acciones de los competidores u otros factores. De todos modos, siempre existe el riesgo de que el desempeño real termine por desviarse significativamente de nuestras expectativas. Los factores que pueden provocar dichos desvíos incluyen los cambios no esperados en cualquiera de los siguientes factores: el entorno macroeconómico y las condiciones generales del mercado financiero, la tecnología disruptiva, las acciones regulatorias y legales.

La calidad crediticia de los emisores nacionales también se correlaciona significativamente con la del soberano donde opera, lo que puede convertirse en una limitación en determinadas condiciones.

Al seleccionar las métricas para la ficha de evaluación de esta metodología calificación no incluimos explícitamente ciertos factores como la influencia externa o incluso los riesgos para los que un rango por categoría de calificación en un marco de ficha de evaluación podría sugerir demasiada precisión en el rango relativo de algunos emisores en particular en comparación con todos los demás emisores calificados. Además, existen factores que son difíciles de cuantificar o que tienen un impacto significativo sobre la calidad crediticia únicamente en algunos casos que tampoco se reflejan explícitamente en la ficha de evaluación. Sin embargo, los analistas pueden considerar dichos factores adicionales cualitativamente, los que pueden contribuir a generar calificaciones de crédito finales que difieren significativamente del resultado indicado en la ficha de evaluación.

Además, las calificaciones pueden reflejar circunstancias en las que la ponderación de un factor en particular es considerablemente diferente de la ponderación sugerida en la ficha de evaluación. Por ejemplo, cobertura de intereses es un ejemplo de una de las consideraciones que se incluyen en la ficha de evaluación en la ponderación fija, pero en algunos casos puede resultar esencial para una calificación y tiene una ponderación efectiva más alta al asignar la calificación. Por ejemplo, una cobertura de intereses extremadamente débil, junto con una liquidez débil aumenta el riesgo de cesación de pagos.

OTRAS CONSIDERACIONES DE CALIFICACIÓN

Nuestras calificaciones pueden incluir una serie de consideraciones adicionales. Dichas consideraciones incluyen sin limitación: la estructura legal/influencia externa, generación de informes y transparencia, riesgo de eventos y factores limitantes.

Estructura Legal / Influencia Externa

La titularidad puede proporcionar un incremento de la calificación si los titulares tienen una calificación más alta (o se espera que presenten capacidad crediticia más fuerte) y si se la considera de importancia estratégica para dichos titulares. La medida en la que tenemos en cuenta el beneficio crediticio que una empresa puede obtener a partir de su titularidad en última instancia depende de la capacidad y disposición (por ej., sobre la base del valor estratégico que tiene dicha compañía para el grupo) de su casa matriz para brindarle apoyo en momentos de dificultad financiera. Por el contrario, una casa matriz con una calificación más baja (o de la que se espera una capacidad crediticia más débil) puede provocar un ajuste a la baja de la calificación de la subsidiaria.

En algunas instancias, por la titularidad pública total/parcial o la importancia pública de una empresa (por ej.: servicios esenciales) podemos considerar que un gobierno podría prestarle asistencia financiera, fuera de las condiciones comerciales normales, a fin de afrontar una tensión financiera grave. En dichos casos, es probable que proporcionemos un incremento a la calificación para tomar en cuenta dicho respaldo esperado.

Otras formas de influencia externa incluyen, sin limitación, garantías parciales o totales.

Generación de Informes y Transparencia

Estados contables y divulgaciones de información relacionadas constituyen la base del análisis de crédito. Por lo tanto, el panorama más completo de la solidez financiera de una empresa depende de una presentación precisa e integral de sus cuentas financieras (que incluya las cuentas fuera del balance). Las demoras en la publicación de las cuentas financieras o la generación de informes con información incorrecta pueden llevar a un cálculo incorrecto de los riesgos crediticios subyacentes que puede enfrentar una empresa. Esta situación también puede sugerir un colapso de los controles internos. En última instancia, podría llevarnos a realizar un ajuste negativo de nuestra evaluación de la calidad crediticia de una empresa.

Riesgo de Evento

También reconocemos la posibilidad de que un evento inesperado pueda provocar una caída repentina y aguda en la capacidad crediticia fundamental de un emisor. Los eventos especiales en general incluyen fusiones y adquisiciones, ventas de activos, escisiones, programas de reestructuración de capital, litigios y distribuciones de los accionistas.

Los riesgos de evento también incluyen los hechos siniestros. Debido a su envergadura generalmente menor y el perfil más concentrado de sus unidades de producción, las PyME tienden a estar más expuestas que las compañías de gran envergadura a los hechos fortuitos como desastres ambientales, movimientos sociales (por ej., huelgas) u otros eventos que pueden afectar gravemente el desarrollo normal de la actividad comercial (desperfectos en las maquinarias, riesgo de construcción, etc.). Aunque una gran parte de estos riesgos y la capacidad de la empresa de afrontarlos está capturada en nuestra evaluación del perfil comercial, reconocemos la posibilidad de que dichos eventos puedan cristalizarse inesperadamente con una magnitud tal que puedan provocar interrupciones prolongadas en la actividad comercial de una empresa y afectar gravemente su perfil de crédito.

Factores Limitantes

Consideramos que en algunas instancias, algunos factores pueden anular la calificación asignada por la ficha de evaluación e imponer un límite a la calificación que puede obtener una empresa. Dichos factores incluyen, sin limitación, un historial operativo muy breve, un próximo pago en una sola exhibición, junto con una liquidez limitada y una solvencia débil o una falta severa de controles internos.

Apéndice 1: Ficha de Evaluación

	Ponderación de los Subfactores	AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o Inferior
Factor 1: Perfil del Sector (12,5%)							
Volatilidad del Sector	7,5%	Se espera una muy baja volatilidad histórica y un patrón estable a través del tiempo. Se espera que el impacto del deterioro sea extremadamente bajo con una rápida recuperación completa.	Baja volatilidad histórica en el sector y se espera un riesgo limitado de deterioro. Se espera que el impacto del deterioro sea muy bajo con una rápida recuperación completa.	Puede esperarse un nivel de volatilidad histórica bajo a moderado en el sector así como también un cierto riesgo de deterioro con perspectivas de recuperación en el corto plazo y bajo nivel de impacto.	Volatilidad histórica o esperada moderada en un sector con perspectivas de recuperación a mediano plazo y un alto nivel moderado de impacto.	Volatilidad histórica o esperada moderada a elevada en un sector con perspectivas de recuperación prolongada o un alto nivel de impacto.	Volatilidad histórica o esperada muy elevada en un sector con perspectivas de recuperación prolongada o un muy alto nivel de impacto.
Perspectiva del Sector	5%	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector mejoren en forma significativa y constante en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector mejoren sustancialmente en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector mejoren levemente en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector se mantengan estables en términos generales en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector sean levemente negativas en el mediano plazo.	Se espera que las condiciones comerciales fundamentales del sector sean muy negativas en el mediano plazo.
Factor 2: Perfil Comercial (17,5%)							
Posición Competitiva	10%	La participación de mercado refleja una pequeña cantidad de actores sólidos. El tamaño de la empresa está entre los mayores en su segmento comercial; y la empresa presenta dificultad para replicar productos/servicios y se beneficia a partir de una sólida reputación/conocimiento práctico que generan un muy bajo nivel de riesgo, si lo hubiera, de pérdida de mercado ante competidores existentes; y la posibilidad de entrada de nuevos competidores es muy limitada; y un alto nivel de poder de determinación de precios; y una sólida capacidad de adaptación a los patrones de demanda cambiantes.	Participación de mercado líder en el segmento comercial caracterizado por una competencia existente limitada. El tamaño de la empresa es mayor que el promedio de sus competidores y, por lo tanto, genera un bajo nivel de riesgo de futuras pérdidas de mercado que podemos esperar sea limitado; y poder de determinación de precios por encima del promedio; y una fuerte capacidad de adaptación a los cambiantes patrones de demanda.	Entre los líderes en participación en el mercado en los respectivos segmentos y levemente por encima del tamaño promedio de sus competidores; y la oferta de productos/servicios de la empresa presenta ventajas competitivas moderadas en comparación con sus competidores y crea así un riesgo moderado de futuras pérdidas de mercado que esperamos sean limitadas; y el poder de determinación de precios existe pero está limitado por una diferenciación de producto/servicio moderada; y capacidad de adaptación a los patrones de demanda cambiantes superior al promedio.	Participación promedio en mercados clave o tamaño de empresa promedio; o la oferta de productos/servicios presentan una baja ventaja competitiva en comparación con los competidores o ausencia de diferenciación de productos/servicios y los bajos costos de cambio de proveedor alientan a los nuevos competidores y generan un riesgo de competencia futura moderado con posible pérdida de participación en el mercado; o capacidad moderada de adaptación a los cambiantes patrones de demanda; o la empresa es un sólido actor en los nichos de los mercados o segmentos clave.	Participaciones de mercado por debajo del promedio o participaciones promedio de mercado que tienden a ser vulnerables al ingreso de nuevos competidores o competidores existentes dado que la oferta de productos/servicios es fácilmente reemplazable en alguna medida y no existen costos de cambio de proveedor o son muy bajos; o el tamaño de la empresa es menor que el promedio con una baja capacidad de adaptación a los cambiantes patrones de demanda; o la empresa es un actor pequeño local o de nicho en mercados o segmentos clave.	Participaciones de mercado bien por debajo del promedio o participaciones promedio con gran susceptibilidad a bajar o participaciones de mercado en baja; u oferta de productos/servicios reemplazada (o que se espera sea reemplazada) por la oferta de los competidores; o capacidad extremadamente limitada de reorganizar la oferta de productos; o la empresa es un actor de nicho muy pequeño en mercados o segmentos clave.
Riesgo de Concentración	7,5%	Múltiples segmentos comerciales y una amplia gama de productos en la mayoría de los segmentos; y el mercado final está bien diversificado con una concentración de clientes muy limitada; y los contratos en su mayoría son a largo plazo con una muy alta probabilidad de renovación a corto plazo; y la exposición geográfica aporta una amplia diversificación internacional; y sin concentración de proveedores significativa.	Diversos segmentos comerciales con una amplia oferta de productos en muchos segmentos; y el mercado final está bien diversificado con una concentración mínima de clientes; y los contratos son en su mayoría a largo plazo o con una muy alta posibilidad de renovación de contrato a corto plazo; y diversificación internacional moderada; y la concentración de proveedores es limitada.	Diversos segmentos comerciales con amplias ofertas de productos en al menos un segmento clave; y bien diversificado en su mercado principal con posible concentración de clientes; y los contratos a largo plazo pueden ser limitados en volumen y en general se espera que los contratos a corto plazo se renueven; y la exposición geográfica es principalmente a nivel nacional con poca diversificación internacional; y concentración limitada de proveedores.	Opera en pocos segmentos comerciales, con una amplia cartera en al menos un segmento o en un segmento comercial muy amplio. Un poco diversificada en su mercado principal con concentración de clientes moderada; o contratos a largo plazo limitados en volumen y se espera que la mayoría de los contratos a corto plazo se renueven; o la exposición geográfica es principalmente nacional con poca exposición continental; o concentración de proveedores moderada.	Opera en pocos segmentos comerciales aunque depende significativamente de uno o dos segmentos con un alto nivel de concentración de clientes o en un segmento comercial amplio con un riesgo de clientes limitado; o los contratos a largo plazo son muy limitados en volumen y se espera que la mayoría de los contratos a corto plazo se renueven; o alta concentración de proveedores con cierto nivel de riesgo de interrupción.	Opera solamente en un segmento comercial limitado con una alta concentración de clientes; o pocos contratos a largo plazo con incertidumbre de renovación con respecto a más de la mitad de los contratos a corto plazo; o muy alta concentración de proveedores con riesgo material de interrupción.

	Ponderación de los Factores Secundarios	AA o Superior	A	BBB	BB	B	CCC o Inferior
Factor 3: Perfil Financiero (70%)							
Ingresos (Millones de EUR)*	5%	> 155	155 - 120	120 - 50	50 - 20	20 - 10	≤ 10
Rentabilidad del Capital Empleado (%)*	10%	> 55	55 - 18	18 - 14	14 - 10	10 - 5	≤ 5
Pasivos/EBITDA (x)**	15%	< 0,75	0,75 - 2	2 - 4	4 - 10	10 - 125	≥ 125
FFO/Pasivos (%)*	12,5%	> 110	110 - 35	35 - 20	20 - 10	10 - 0	≤ 0
Índice de Capital (%)*	12,5%	> 75	75 - 55	55 - 40	40 - 25	25 - 10	≤ 10
Índice de Apalancamiento (%)*	10%	< 7,5	7,5 - 15	15 - 30	30 - 55	55 - 90	≥ 90
EBIT/Gastos Financieros (x)*	5%	> 35	35 - 6,5	6,5 - 4	4 - 2	2 - 1	≤ 1

** Para la escala de puntuación lineal, los valores de punto final AA o superior son: ingresos = 200, Rentabilidad del capital empleado = 100, FFO/Pasivos = 210, Índice de capital = 100, Índice de apalancamiento = 0 and EBIT/Gastos Financieros = 75. Un valor igual o superior al punto final más alto equivale a una calificación numérica de 0.5. Los valores de punto final CCC o inferior son: ingresos = 0, Rentabilidad del capital empleado = -100, FFO/Pasivos = -30, Índice de capital = 0, Índice de apalancamiento = 130 and EBIT/Gastos Financieros = -15. Un valor igual o inferior al punto final más bajo equivale a una calificación numérica de 20,5.

** Para simplificar la puntuación en el punto más bajo de la escala, operamos con la relación inversa, EBITDA/Pasivo. Esta operación simplifica la conversión del valor métrico a una puntuación numérica lineal, lo que se realiza mediante una interpolación lineal sobre la base de la ubicación en el rango de la ficha de evaluación. Por ejemplo, el rango equivalente a B (es decir, en términos de EBITDA a Pasivo y en valores porcentuales) es 0.8% - 10% (es decir 1/125*100 = 0.8% y 1/10*100 = 10%); el CCC o umbral inferior es <=0.8%. Para la escala de puntuación lineal, el valor CCC o punto final más bajo es -40. Un valor para EBITDA/Pasivos of -40 o peor equivale a una puntuación numérica de 20,5. Para la escala de puntuación lineal, el valor AA o punto final más bajo es 245. Un valor de 245 o mejor equivale a una puntuación numérica de 0,5.

Ajustes por Peldaños

	+1	0	-1	-2	-3
Liquidez	Las reservas y el efectivo generado internamente cubren las necesidades comerciales (incluso las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses o más. Pueden obtenerse líneas de liquidez externas para financiar las inversiones de capital. Las líneas de liquidez en su mayoría están sin utilizar; y el acceso a más financiamiento externo parece muy probable durante períodos de turbulencia de los mercados de capitales o de dificultad operativa de la empresa; y existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna mediante la venta de activos o líneas de negocios, pero es moderada; y el cumplimiento de los compromisos está prácticamente asegurado y se espera que la compañía soporte fácilmente el impacto de cualquier incumplimiento con un pequeño impacto sobre su posición de liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente cubren las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Las líneas de liquidez en general se toman para financiar la totalidad o parte de las inversiones de capital y una pequeña parte del capital de trabajo; y hay disponible un colchón moderado de líneas de liquidez no utilizadas; y el acceso a financiamiento externo adicional parece probable y suficiente durante los períodos de turbulencia de los mercados de capital o de dificultad operativa para la empresa; y existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna mediante la venta de activos o líneas de negocios, pero es limitada; y el cumplimiento de los compromisos es muy probable y se espera que la compañía pueda soportar el impacto de cualquier incumplimiento con un impacto moderado sobre su posición de liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente cubren la mayoría pero no todas las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se requieren líneas de liquidez externa para financiar todas o la mayoría de las inversiones de capital, una parte moderada del capital de trabajo y posiblemente algunas operaciones básicas y solo hay disponible un pequeño colchón de líneas de liquidez de manera constante; o el acceso a más financiamiento externo parece probable pero sería de volumen limitado. Existe la capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna, pero es muy limitada; o el cumplimiento de los compromisos es menos seguro y existe la posibilidad de renegociación y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente apenas cubren la mayoría de las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se requieren líneas de liquidez externa para financiar las inversiones de capital, una gran parte del capital de trabajo y una parte moderada de las operaciones básicas; o las líneas de liquidez se utilizan ampliamente de manera constante; o el acceso a más financiamiento externo parece menos probable y puede ser de un volumen muy limitado. La capacidad de obtener efectivo alternativo es insignificante, al estar restringida por los gravámenes sobre los activos, el valor disminuido de las transacciones o el impacto neto negativo a corto plazo de la venta de la línea de negocios; o existe un riesgo significativo de incumplimiento de compromisos con una necesidad esperada de renegociación, y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.	Las reservas y el efectivo generado internamente no cubren la mayoría de las necesidades comerciales (sin incluir las inversiones de capital) y de obligaciones de deuda durante 12 meses. Se necesitan líneas de liquidez externas para financiar todas las inversiones de capital, una gran parte de capital de trabajo y una gran parte de las operaciones básicas. Las líneas de liquidez están casi completamente agotadas; o el acceso a más financiamiento externo parece improbable y sería muy limitado. En general no existe capacidad de recaudar efectivo alternativo de manera oportuna; o el incumplimiento de los compromisos es muy probable con muy poco margen para la renegociación y cualquier incumplimiento puede tener un gran impacto sobre la liquidez.

Ajustes por Peldaños

	+1	0	-1	-2
Estructura de Deuda	La composición de deuda está claramente diversificada y no existe o existe un riesgo muy limitado de refinanciación con una estructura de deuda con amortización típica y sin exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados.	La composición de deuda está generalmente concentrada en unas pocas fuentes; y existe un riesgo limitado de refinanciación con una estructura de deuda con amortización típica y sin o con una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados muy limitada.	La deuda está concentrada en una única fuente y/o existe un riesgo moderado de refinanciación con pagos en una sola exhibición o con una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, la deuda a tasa variable o los instrumentos derivados moderada.	La deuda está concentrada en una única fuente y/o existe un riesgo alto de refinanciación con pagos en una sola exhibición y adelantados; o la empresa tiene una exposición sin cobertura a las divisas extranjeras, deuda a tasa variable o instrumentos derivados significativa.
Gestión Estratégica y Operativa	La visión estratégica y la planificación son de altísima calidad y están respaldadas por una capacidad de funcionamiento muy sólida. La empresa tiene una visión muy clara, holística y articulada de las oportunidades y riesgos que puede enfrentar así como también de las acciones que se requieren para mantener y/o mejorar la sustentabilidad comercial; y la planificación es muy conservadora; y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico son muy sólidos, con el respaldo de un fuerte marco de supervisión y generación de informes y políticas operativas de respuesta bien definidas en caso de desviación del plan.	La empresa tiene planes estratégicos claros y el funcionamiento es de una calidad adecuada. La empresa tiene una visión clara y articulada de las principales oportunidades y riesgos que puede enfrentar así como también de las acciones que se requieren para mantener la sustentabilidad comercial; y la planificación es conservadora; y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico son adecuados; y puede haber desviaciones del plan pero el impacto en general es relativamente limitado y en general se corrige gracias a un marco de supervisión y generación de informes adecuado.	La empresa tiene una visión estratégica o funcionamiento débil, que en última instancia ponen en peligro la capacidad de la empresa de mantener su posición competitiva. La estrategia se basa en una evaluación relativamente limitada de los riesgos y oportunidades comerciales; o la empresa tiene una capacidad débil de implementar de manera ordenada y controlada los cambios necesarios para adaptar la actividad comercial de la empresa; o la planificación es optimista en general y el funcionamiento diario y la ejecución del plan estratégico a menudo se desvían de los objetivos impuestos como consecuencia de brechas significativas en el marco de la supervisión y la generación de informes; o las acciones correctivas en general no son suficientes para compensar la desviación.	La empresa tiene una visión estratégica o funcionamiento débil o inexistente, que en última instancia ponen en peligro la capacidad de la empresa de mantener su posición competitiva. La estrategia, si la hubiere, se basa en una evaluación muy limitada o inexistente de los riesgos y oportunidades comerciales; o una capacidad muy débil para implementar de manera ordenada y controlada los cambios necesarios para adaptar la actividad comercial de la empresa en consecuencia; o la planificación tiende a ser demasiado optimista y la empresa rara vez alcanza sus objetivos; o las desviaciones con respecto al plan no se corrigen o prácticamente no se corrigen como resultado de un marco muy débil de supervisión y generación de informes.
Gobierno Corporativo y Política Financiera	La estructura de participación accionaria indica una alineación de intereses muy positiva. La atención de los accionistas está dirigida hacia la viabilidad comercial a largo plazo; y el riesgo de alteraciones en la estructura y estructura de gobierno es inexistente o prácticamente inexistente.	La estructura de participación accionaria no respalda ni pondera la viabilidad a largo plazo de la actividad comercial; y el riesgo de alteración de la estructura de gobierno es poco probable.	La estructura de participación accionaria indica una mala alineación de intereses. La atención de los accionistas está dirigida hacia los beneficios financieros a corto plazo en lugar de la viabilidad comercial a largo plazo; o el riesgo de alteración en la estructura de gobierno es probable.	La estructura de participación accionaria indica una muy mala alineación de intereses. La atención de los accionistas está fuertemente dirigida hacia los beneficios financieros a corto plazo en lugar de la viabilidad comercial a largo plazo; o el riesgo de alteración en la estructura de gobierno es probable.

Apéndice 2: Definiciones de las Métricas

Las métricas crediticias cuantitativas pueden incorporar ajustes contables a las cifras del estado de resultados, el estado de flujo de caja y el balance. Los analistas pueden realizar algunos ajustes adicionales para justificar las especificidades de una PyME.

Tamaño

Ingresos
Ingresos Totales (en millones de EUR)*

Rentabilidad

Rentabilidad del Capital Empleado
Numerador
Resultado Operativo (=EBIT)
Denominador
Deuda Financiera Neta + Capital (=Capital Empleado)

Deuda Financiera
Deuda de Bonos
+ Pasivos a Bancos
+ Otros Pasivos que Devengan Intereses
+ Pasivos por Arrendamientos Operativos
+ Ajustes por Operaciones de ABS / Factorización

Apalancamiento

Pasivo/EBITDA
Numerador
Total Activos - Capital
Denominador
Utilidades antes impuesto, intereses, depreciación y amortización (EBITDA)

FFO / Pasivos
Numerador
Fondos de Operaciones (FFO)
Denominador
Total Activos - Capital

Fondos de Operaciones (FFO)
Ingresos Netos
+ Depreciación y Amortización
+ Impuestos a la Renta Diferidos
+ Intereses Minoritarios
+ Otros Activos No Circulantes

Capitalización

Índice de capital
Numerador
Capital
Denominador
Total de Activos

Índice de Apalancamiento
Numerador
Deuda Financiera
Denominador
Deuda Subordinada + Capital

Cobertura

Utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) / Gastos Financieros
Numerador
Resultados Operativos (=EBIT)
Denominador
Gastos Financieros

Appendix 3: Informes Relacionados

Las calificaciones de emisor asignadas a las PyME españolas se determinan principalmente mediante esta metodología de calificación. Ciertas consideraciones metodológicas amplias también pueden resultar relevantes para determinar calificaciones específicas en este sector.

En nuestra página web puede encontrar otras publicaciones relacionadas incluyendo otras metodologías a las que se hace referencia en este informe.

Para obtener más información consulte Principios Básicos para la Asignación de Calificaciones, que también se encuentra disponible en nuestra página web.

Limitación de Responsabilidad

© 2018 Euler Hermes Rating GmbH ("EHRG") and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY EHRG ARE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND EHRG'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. EHRG DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND, IN THE CASE OF ISSUANCE-LEVEL CREDIT RATINGS, ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S OPINIONS INCLUDED IN EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NEITHER A PROSPECTUS NOR A SUBSTITUTE FOR INFORMATION ASSEMBLED AND PRESENTED BY COMPANIES OR ISSUERS FOR INVESTORS REGARDING THE PURCHASE OF A SECURITY OR FOR ASSESSING THE CREDITWORTHINESS OF A RATED ENTITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR EHRG'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. EHRG ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, CONDUCT ITS OWN INDEPENDENT ANALYSES, CREDIT ASSESSMENTS AND OTHER VERIFICATIONS AND EVALUATIONS OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

EHRG'S CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE EHRG'S CREDIT RATINGS OR EHRG'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT EHRG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by EHRG from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. EHRG adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources EHRG considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, EHRG is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the EHRG publications.

Please note that summaries of contracts, laws and other documents contained in any EHRG publication, rating report or other materials cannot replace careful study of the relevant complete texts.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by EHRG. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, on the part of, or any contingency within or beyond the control of, EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY EHRG IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The dissemination and use of an EHRG rating report may be prohibited by law in certain jurisdictions. Any persons who come into the possession of such information should inquire about and comply with any prohibitions that may be in place. EHRG assumes no liability of any kind with respect to such dissemination and use of any rating in any jurisdiction whatsoever.

Euler Hermes Rating GmbH