

I. ASPECTOS BÁSICOS

La presente metodología de Feller Rate Clasificadora de Riesgo referente a la Opinión de Riesgo Crediticio de las empresas y sus emisiones comprende dos partes principales: la opinión de riesgo de la compañía y la opinión de riesgo de sus instrumentos.

La Opinión de Riesgo Crediticio corresponde a una medida, dentro de una escala relativa, de evaluación de la situación financiera de una compañía, considerando aspectos cuantitativos y cualitativos de ella, así como de la industria donde opera. Esta opinión no es, en ningún caso, una clasificación de riesgo, por medio de la cual se evalúa la solvencia de la entidad, es decir, la capacidad y voluntad para responder por sus obligaciones en tiempo y forma.

La Opinión de Riesgo Crediticio se realiza sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. También incluye reuniones con la administración superior. De tal manera, es esencial que la empresa proporcione a la clasificadora todos los antecedentes solicitados de manera completa y fidedigna, no siendo responsabilidad de Feller Rate verificar la autenticidad de éstos.

En este sentido, la evaluación de Feller Rate no constituye ni es el resultado de una auditoría. El análisis de la Opinión de Riesgo Crediticio no tiene por objeto ni posee los alcances ni la profundidad necesaria para este propósito.

Para otorgar la Opinión de Riesgo Crediticio de una compañía, Feller Rate analiza el Perfil de Negocios, considerando especialmente aspectos cualitativos respecto al riesgo de la empresa e industria donde opera. Complementariamente, se evalúa la Posición Financiera, que considera aspectos cuantitativos asociados a su situación financiera. Para ambos componentes se asignará una calificación, cuya combinación determinará la opinión de riesgo de la empresa según una escala ascendente que considera cinco niveles de riesgo: riesgo bajo, riesgo medio bajo, riesgo medio, riesgo medio alto y riesgo alto.

La Opinión de Riesgo Crediticio de los instrumentos de oferta pública o privada se basa tanto en la opinión de riesgo de la empresa como en las características de los títulos. En el caso de títulos de deuda -bonos o papeles comerciales-, Feller Rate estudia los resguardos y garantías del instrumento, que pueden determinar un mayor o menor riesgo con respecto a la compañía.

Debe enfatizarse que las opiniones de riesgo crediticio son fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Esto incluye, pero no se limita a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos. Asimismo,

el análisis no se basa solo en la información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo.

II. PROCEDIMIENTO DE EVALUACIÓN

Una vez solicitada la Opinión de Riesgo por parte del emisor del título a evaluar, éste deberá otorgar toda la información que sea relevante para la evaluación. Toda la información entregada y/o solicitada será manejada con la debida discreción, evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por la empresa.

El equipo analítico y el analista responsable realizarán un estudio preliminar del emisor y el título a evaluar, que considera la información recibida y otra información disponible. Posteriormente, se coordinará una reunión de trabajo con el emisor para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y negocios del emisor y títulos a evaluar. Esta reunión podrá efectuarse de forma telemática.

Posteriormente, el analista responsable evaluará, junto con el equipo analítico, el Perfil de Negocios y la Posición Financiera de la compañía, según lo cual determinarán la Opinión del Riesgo Crediticio del emisor y/o título.

Luego, la decisión adoptada será comunicada al emisor. La compañía podrá apelar a esa decisión, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la opinión asignada por Feller Rate.

Una vez obtenida la opinión final, Feller Rate preparará un informe privado con los fundamentos respectivos, entregándoselos a la compañía.

De acuerdo con lo establecido por el Art. 2° Sección 2 Capítulo 5 de la Res. CNV CG 30/21 del 09 de septiembre de 2021, la Opinión de Crédito se trata de un producto de información exclusiva, y será de carácter privado, a excepción de aquellas emitidas para la oferta pública de títulos. Asimismo, en el Art. 1° Sección 1 Capítulo 5 de la misma Resolución se establecen las emisiones sujetas a la Opinión de Riesgo Crediticio.

Feller Rate monitoreará la calificación durante la vigencia del contrato entre la clasificadora y la empresa, revisando aspectos financieros o hechos esenciales durante este periodo, con una actualización de la opinión de, a lo menos, una vez al año, conforme lo establece la normativa vigente.

III. OPINIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LA EMPRESA

El punto inicial del análisis para obtener la Opinión de Riesgo Crediticio de la empresa es la evaluación de su Perfil de Negocios, determinante de la capacidad de la compañía para gestionar los riesgos dentro de la industria donde opera, así como de la potencial estabilidad y/o volatilidad de los flujos operacionales. Posteriormente, se realiza el análisis de la Posición Financiera de la compañía, donde se analizan diversos indicadores financieros. Tanto para el Perfil de Negocios como para la Posición Financiera se asigna una calificación específica.

Es importante destacar que Feller Rate evaluará la calidad de la información contenida en los estados financieros entregados por la compañía y determinará si son suficientes o adecuados para la realización del análisis. En caso de que la evaluación de los estados financieros sea negativa, la opinión de riesgo caerá en la categoría de "Sin Información Suficiente".

III.1. ANÁLISIS DEL PERFIL DE NEGOCIOS

El análisis del Perfil de Negocios está definido, fundamentalmente, por el riesgo de la industria, la posición competitiva de la empresa y los mercados de operación, considerando sus fortalezas y debilidades, junto con las oportunidades y amenazas de su entorno.

La evaluación lleva a establecer una de las siguientes calificaciones dentro de su categoría: **FUERTE, SATISFACTORIO, ADECUADO, VULNERABLE Y DÉBIL.**

■ 1. RIESGO DE LA INDUSTRIA

Cada industria posee condiciones estructurales que resultan determinantes en la opinión del riesgo crediticio de una empresa.

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

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

— FACTORES DE OFERTA

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

— FACTORES DE DEMANDA

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

— DURACIÓN DEL CICLO PRODUCTIVO

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

— INTENSIDAD EN EL USO DE CAPITAL

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

— FACTORES OPERACIONALES

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

— INFLUENCIA DEL MARCO REGULATORIO

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

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

■ 2. POSICIÓN COMPETITIVA

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

Mientras más fuerte sea la posición competitiva de una empresa, mayor será su capacidad para obtener niveles de rentabilidad consistentemente superiores al promedio de su industria y mitigar los riesgos inherentes a esta.

— ESTRATEGIA COMPETITIVA

Feller Rate considera la importancia y el peso específico en la evaluación de variables tales como el tamaño; la antigüedad; la estructura de costos; la participación de mercado; el reconocimiento de marcas; las políticas de comercialización; su infraestructura, capacidad y tecnología; sus redes de distribución y logística; las características de sus productos; la escala de operaciones; la exposición a *commodities* o productos de mayor valor agregado; y la capacidad de traspasar alzas de costos a precios, entre muchas otras. Todo lo anterior dependerá de la industria específica en que participe la empresa y se estudiará caso a caso.

— POLÍTICAS Y GESTIÓN DEL RIESGO

Feller Rate considera la existencia de políticas y gestión del riesgo en cuanto a la evolución crediticia para las ventas, políticas de cobranza, manejo de provisiones, gestión del riesgo de liquidez y cobertura de monedas y tasas. También, dentro de este punto, se realiza un análisis de la calidad de cartera, con su evolución e indicadores operacionales clásicos de mora.

Asimismo, se analizan políticas de calidad de operaciones, calidad de productos y servicios, junto con la existencia de medidas control interno, auditoría interna y/o externa, entre otros.

■ 3. MERCADOS DE OPERACIÓN

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

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

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

■ 4. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Se evalúan los administradores en relación con su influencia en la gestión y la posición financiera de la empresa. De la misma manera, se analizan el esquema de propiedad y las características de los propietarios, cuyo compromiso con el fortalecimiento de la empresa es esencial para su estabilidad en el largo plazo. Asimismo, se considera si son empresas profesionales o familiares, o bien, si pertenecen a grandes grupos económicos o se desarrollan *stand alone*, entre otros aspectos.

— INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN

Se busca evaluar la influencia que ha tenido la administración en la gestión y posición financiera de la empresa. Para esto se consideran las características de los principales ejecutivos y recursos humanos, las políticas de organización y las comunicaciones internas, entre otros.

— INDICADORES DE PROPIEDAD

Para el análisis de las características de los propietarios se toman en consideración la dispersión de la propiedad, la influencia en la toma de decisiones, las transacciones con personas relacionadas y las características de los miembros del directorio, entre otros.

— EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES DE ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

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

III.2. ANÁLISIS DE LA POSICIÓN FINANCIERA

El análisis de la Posición Financiera corresponde a la opinión de la situación financiera de la compañía en base a una serie de indicadores financieros históricos y actuales. Para esto, Feller Rate estudia (i) la rentabilidad y capacidad de generación de flujos operativos; (ii) la estructura de capital y coberturas de deuda; y (iii) la liquidez.

Dependiendo de los elementos recién señalados, Feller Rate califica la estructura financiera de la compañía en alguna de las siguientes categorías: **SÓLIDA, SATISFACTORIA, INTERMEDIA, AJUSTADA Y DÉBIL.**

■ 1. RENTABILIDAD Y CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS OPERATIVOS

El punto inicial para evaluar la posición financiera de la empresa es el análisis de su capacidad para generar retornos. Se analiza, por tanto, el nivel, la variabilidad y la tendencia de los ingresos, utilidades y rentabilidad de la empresa en el corto y mediano plazo.

Como indicadores de rentabilidad se estudian márgenes, índices de eficiencia de gastos, retornos sobre activos y el capital. Adicionalmente, dentro de los resultados operativos, se analizan indicadores relacionados a la rotación de cuentas por cobrar y pagar, e inventario, junto con índices de apalancamiento operacional de la estructura de costos e indicadores de eficiencia operacional, entre otros.

■ 2. ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS DE DEUDA

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

— COBERTURAS Y ENDEUDAMIENTO

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

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

■ 3. LIQUIDEZ

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

Como principales fuentes destacan la generación operacional de 12 meses de la compañía junto con la posición de caja y líneas de crédito comprometidas a todo evento.

Como principales usos sobresalen el capex para los próximos 12 meses, los vencimientos financieros de corto plazo y el reparto de dividendos.

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

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

III.3. RESULTADO FINAL DE LA EVALUACIÓN DE LA OPINIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LA EMPRESA

La combinación de las clasificaciones asignadas al Perfil de Negocios y a la Posición Financiera determina la Opinión de Riesgo Crediticio de la empresa. Esto se realiza a través del uso de herramientas de procesamiento de datos, criterios metodológicos y reuniones de trabajo, entre otras instancias. De esta forma, cada factor considerado dentro del Perfil de Negocios y de la Posición Financiera tiene una determinada nota en una escala relativa, donde, además, tiene un asignado peso específico, para obtener un promedio ponderado cuyo resultado esté ligado a las categorías de riesgo que se señalan en esta metodología.

Los pesos específicos o ponderadores, así como la importancia que pueden cobrar determinados riesgos, pueden cambiar en el tiempo sobre la base de la experiencia de la clasificadora, quedando ello a criterio exclusivo de Feller Rate.

IV. OPINIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LOS INSTRUMENTOS

Una vez que Feller Rate califica la Opinión de Riesgo Crediticio de la entidad, se procede a obtener la Opinión de Riesgo Crediticio de los instrumentos que ella emite. Para esto se toma como base la Opinión de Riesgo Crediticio de la empresa y se analizan las características propias del instrumento, a través del contrato de emisión. Para estos efectos se evalúan tanto los resguardos del instrumento y las eventuales garantías, como eventuales subordinaciones legales o estructurales.

La determinación de la Opinión de Riesgo Crediticio del instrumento comprende una ponderación de los elementos mencionados. El criterio que utiliza Feller Rate se basa, principalmente, en la Opinión de Riesgo Crediticio del emisor. Sólo en casos excepcionales se producen cambios no marginales en la evaluación.

V. NOMENCLATURA Y/O CATEGORÍAS DE RIESGO

■ 1. OPINIÓN DE RIESGO DEL EMISOR Y DE
TÍTULOS DE DEUDA DE MEDIANO Y LARGO
PLAZO

Feller Rate emplea las siguientes categorías:

- Riesgo Bajo: Corresponde a entidades con una combinación de Perfil de Negocios y Posición Financiera que permite a la clasificadora opinar que su riesgo crediticio es bajo.
- Riesgo Medio Bajo: Corresponde a entidades con una combinación de Perfil de Negocios y Posición Financiera que permite a la clasificadora opinar que su riesgo crediticio es medio bajo.
- Riesgo Medio: Corresponde a entidades con una combinación de Perfil de Negocios y Posición Financiera que permite a la clasificadora opinar que su riesgo crediticio es medio.
- Riesgo Medio Alto: Corresponde a entidades con una combinación de Perfil de Negocios y Posición Financiera que permite a la clasificadora opinar que su riesgo crediticio es medio alto.
- Riesgo Alto: Corresponde a entidades con una combinación de Perfil de Negocios y Posición Financiera que permite a la clasificadora opinar que su riesgo crediticio es alto.
- Sin Información Suficiente: Esta categoría responde a aquellas entidades donde la información disponible para que la sociedad clasificadora se pronuncie es insuficiente o de mala calidad.

VI. OPINIÓN DE RIESGO CREDITICIO PARA
EMPRESAS QUE PARTICIPAN EN EL NEGOCIO DE
CRÉDITO

Para la evaluación de la Opinión de Riesgo Crediticio de empresas que participan en el negocio de crédito, Feller Rate considera los criterios antes expuestos en esta metodología. Con todo, se incorpora el análisis del Perfil de Riesgo para poder abarcar el riesgo de crédito y la gestión de éste por parte de una institución financiera. Junto con ello, se agregan indicadores en la evaluación de la Posición Financiera antes descrita, para capturar las particularidades de la actividad de préstamos.

VI.1 ANÁLISIS DEL PERFIL DE RIESGO

Este factor incorpora el análisis de los aspectos de riesgo crediticios relacionados a la actividad de una entidad financiera. La evaluación considera: estructura y marco de gestión de riesgo; concentración del riesgo y exposiciones relevantes; crecimiento y calidad de los activos; e historial de pérdidas.

Feller Rate analiza aspectos cualitativos de gestión de riesgo, así como indicadores asociados a exposiciones, pérdidas esperadas e incurridas, y comportamiento de pago, considerando el desempeño histórico de la entidad, así como su situación con respecto a la industria y pares, teniendo en cuenta los ciclos económicos del período considerado.

Los indicadores considerados son: concentración del riesgo de crédito en productos o segmentos de clientes específicos; concentración de riesgo de crédito en clientes, deudores o grupos de clientes y deudores que involucren riesgos conjuntos significativos; ritmo de crecimiento de los créditos; evolución de previsiones y de la morosidad; comportamiento del deterioro, evolución de la deuda reprogramada y en cobranza judicial; cobertura de previsiones para la cartera con problemas; y existencia de garantías sobre el portafolio.

Dependiendo de los elementos señalados, Feller Rate califica el Perfil de Riesgo en una de las siguientes categorías: **SÓLIDO, SATISFACTORIO, INTERMEDIO, AJUSTADO o DÉBIL.**

Complementariamente, para el análisis de la Posición Financiera de una empresa (numeral III.2.) se adiciona en el factor relacionado a la rentabilidad y capacidad de generación, la evaluación del gasto en previsiones por pérdidas de cartera, su estabilidad y tendencia, y la existencia de situaciones o eventos puntuales que generen volatilidad. Se consideran indicadores de gasto en previsiones sobre ingreso operacional y sobre activos totales.

Por su parte, en el factor asociado a estructura de capital, endeudamiento y coberturas de deuda, se agregan mediciones o indicadores de solvencia patrimonial; considerando también la holgura con respecto a requerimientos de capital normativos. Los indicadores más importantes incluyen: capital y patrimonio sobre activos y activos ponderados por riesgo, y pasivos sobre capital y patrimonio. **FR**

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las calificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.