

# Metodología de Clasificación

## Industria de Productos Industriales



---

# Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Productos Industriales

---

## TABLA DE CONTENIDOS

Introducción a las Metodologías de ICR	3
Resumen del Proceso de Rating de ICR	4
Industria de Productos Industriales	6
Clasificación de Riesgo del Negocio de Productos Industriales	8
Factores Primarios en la Clasificación del Riesgo del Negocio	8
Factores Adicionales en la Clasificación del Riesgo del Negocio	10
Clasificación del Riesgo Financiero de Productos Industriales	12
Indicadores Primarios en la Evaluación del Riesgo Financiero	12
Indicadores Adicionales en la Evaluación del Riesgo Financiero	13
Combinando la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Solvencia del Emisor	13
Clasificación de Riesgo del Instrumento	13

---

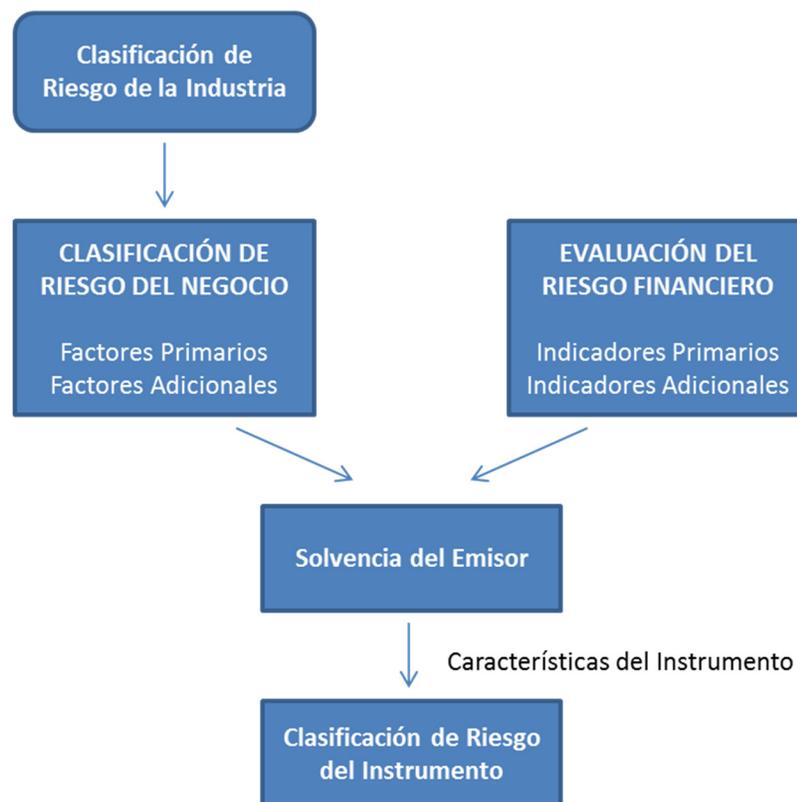
## Introducción a las Metodologías de ICR

---

- ICR publica sus metodologías de clasificación de riesgo con la finalidad de entregar, a emisores e inversionistas, mayor información acerca de los fundamentos detrás de las opiniones de rating.
- En términos generales, las clasificaciones de riesgo son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor, un instrumento financiero o una obligación. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de un emisor, de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal, intereses, obligaciones con asegurados), con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida.
- Las metodologías de clasificación de riesgo de ICR consideran el riesgo del negocio y financiero – tanto histórico como esperado – así como también características específicas de la industria y la posición de la compañía dentro de ésta, factores subjetivos y consideraciones intangibles. Nuestro enfoque incorpora una combinación tanto de factores cuantitativos como cualitativos.
- Las variables descritas en las metodologías de clasificación de riesgo de ICR tratan de considerar la mayor cantidad de escenarios posibles. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el emisor. En algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del emisor en otras áreas.
- ICR opera bajo una filosofía de clasificaciones de riesgo estables; en otras palabras, ICR busca incorporar en sus clasificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de rating a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones del rating cuando cambios estructurales – positivos o negativos – ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano.
- Adicionalmente, ICR publica una serie de criterios de rating, los cuales son parte importante del proceso de clasificación de riesgo. Estos criterios generalmente cubren tópicos que son aplicables a más de una industria. Tanto las metodologías como los criterios se encuentran disponibles en el sitio web de ICR.

## Resumen del Proceso de Rating de ICR

- Generalmente, las clasificaciones de riesgo de ICR están compuestas por 3 elementos: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor; y (3) elementos específicos relacionados con el instrumento evaluado. La figura a continuación muestra cómo se lleva a cabo el proceso.



- ICR determina la clasificación de riesgo de la industria, considerando entre otros factores: (1) rentabilidad y flujo de caja; (2) ambiente competitivo; (3) estabilidad; (4) regulación; y (5) otros factores. A partir de la metodología general de empresas se han creado diferentes metodologías específicas atinentes a distintas industrias. En el caso de estas metodologías específicas, la evaluación del riesgo de la industria sirve como input para la creación de una matriz de riesgo, que permitirá evaluar el riesgo del negocio del emisor. Cabe señalar que aquellas compañías que no cuenten con una metodología específica, serán evaluadas utilizando la metodología general de empresas.

- El rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria, y será determinado por el Comité Metodológico en base al análisis del riesgo de la industria.
- La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual se ve expuesto ésta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los 2 componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solventia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solventia.
- Una vez determinada la solventia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico, dependiendo de las características del instrumento (garantías, covenants, etc.). Mayor información se encuentra en la sección “Clasificación del Instrumento”.

---

## Industria de Productos Industriales

---

ICR define la industria de productos industriales de la forma más amplia posible, de modo tal que puedan clasificarse un gran número de compañías bajo esta metodología. Integran la industria de productos industriales, aquellas empresas cuyos productos son utilizados por otras empresas o consumidores (en el caso de bienes durables).

Esta metodología cubre a compañías de sectores tales como maquinarias y equipos, partes y materiales para uso industrial, aeroespacial, productos químicos, fabricación en general y bienes durables, pero excluye la fabricación de automóviles y partes de automóviles. Los sub-segmentos específicos de esta industria, por tanto, podrían tener un perfil de riesgo muy diferente.

La industria de productos industriales es generalmente:

1. Cíclica, con ganancias que fluctúan en línea con el ciclo económico.
2. Sujeta a altos costos fijos e intensiva en capital, con un alto grado de apalancamiento operativo<sup>1</sup> y una rentabilidad muy ligada a la utilización de la capacidad instalada de las plantas.
3. Sujeta a altos costos de mano de obra, energía, transporte y materias primas, cada uno de los cuales puede ser difícil de gestionar.
4. Sujeta a una regulación enfocada en el medio ambiente y en la seguridad.
5. Sensible a cambios en tecnología, adquiriendo una importancia significativa el gasto en investigación y desarrollo, el que puede impactar en el ciclo de vida del producto, en la sustitución entre productos y en la gestión de costos.

Las barreras de entrada pueden ser altas o bajas, dependiendo del sector que esté siendo analizado. No obstante, se observan niveles de competencia relevantes en los distintos mercados. Generalmente, la competencia está determinada en términos de precios, sin embargo en productos donde la calidad, tecnología y orientación al cliente son factores relevantes dentro de los requerimientos de los clientes, el precio deja de ser la variable más

---

<sup>1</sup> Apalancamiento operativo: Margen bruto / Resultado operacional

determinante. Las fluctuaciones de tipo de cambio – en muchos casos difíciles de gestionar – pueden tener implicancias en la estructura de costos. Los principales diferenciadores de esta industria son las economías de escala, la diversificación geográfica, de productos y de clientes, así como también la eficiencia operacional.

Las compañías pertenecientes a esta industria pueden tener altos índices de rentabilidad durante períodos de tiempo, derivada de un producto específico o de alguna marca. No obstante, en las etapas de madurez del producto, la rentabilidad está correlacionada con el crecimiento de la economía y está basada en la capacidad de la compañía para fijar precios.

En general, una compañía de gran tamaño posee economías de escala, una mayor eficiencia operativa, bajos costos de producción unitarios, recursos para I + D y poder de negociación con proveedores y clientes, entre otros. Empresas de gran tamaño tienen, además, la capacidad para absorber deterioros de goodwill, activos fijos considerados *non core* u otros activos.

La participación de mercado (particularmente cuando una compañía se ubica en el primer o segundo lugar, medido sobre el número de líneas de productos o de marcas) provee influencia en la industria, lo que se refleja en el poder de fijación de precios y en la capacidad para alcanzar mayores eficiencias operativas.

La venta de productos bajo contratos de largo plazo – especialmente cuando se establece la indexación de precios ante cambios en la estructura de costos, tales como costos de energía – puede compensar el carácter cíclico de la industria. Si bien la diversificación por línea de productos puede proveer de cierta estabilidad, un exceso de diversificación puede alejar a la compañía de su enfoque principal o estrategia, resultando en una estructura de costos más alta.

Aquellas compañías que son activas en la adquisición de empresas, deben tener la *expertise* necesaria para valorizar de forma correcta los activos para evitar pagos en excesos. Esto, considerando que muchas líneas de productos del sector industrial entregan su real aporte sólo en las últimas fases de su ciclo de vida.

En esta industria, las relaciones laborales pueden ser difíciles de gestionar, principalmente en aquellas empresas donde existen sindicatos fuertes, y en aquellos mercados donde existe una escasez de mano de obra especializada.

Gestionar la capacidad de producción en períodos de desequilibrio entre oferta y demanda, se vuelve más complejo en compañías que poseen altos costos fijos, una fuerza laboral poco flexible y productos que son difíciles de transportar.

Aquellos productos de mayor complejidad – que necesitan un período de desarrollo más extenso o un testeo previo a la venta, por ejemplo – aumentan la incertidumbre en términos de costos de desarrollo del producto y de la demanda asociada a éste. Retrasos en el lanzamiento de productos debido a complicaciones en el proceso de testeo, pueden incrementar los costos y retrasar los ingresos asociados al producto. Lo anterior puede derivar en mayores necesidades de financiamiento externo y presiones en la liquidez del emisor.

La gestión del capital de trabajo es a menudo un factor importante que puede afectar el flujo de caja libre de las compañías, especialmente aquellas donde el proceso de producción y/o proceso de cobro de las cuentas por cobrar es extenso, el costo de los insumos es volátil o los productos presentan estacionalidad (ejemplo, fertilizantes).

Aquellas compañías que poseen períodos de producción más extensos, normalmente reciben pagos iniciales o intermedios, antes que los productos sean producidos o entregados. Si bien estos pagos significan una fuente de capital de trabajo para el emisor cuando los pedidos son estables o están creciendo, en períodos de recesión este financiamiento puede disminuir y las compañías podrían necesitar fuentes de financiamiento externo.

Las regulaciones del sector industrial en Chile, están relacionadas con ciertos tópicos como seguridad, medio ambiente, legislación de libre competencia y derechos de propiedad intelectual. Aquellos productos que contienen materiales peligrosos en el proceso de fabricación (por ejemplo, materiales inflamables o dañinos para el ambiente) pueden enfrentar mayores riesgos de operación derivados de eventuales reclamos y/o juicios.

## Clasificación de Riesgo del Negocio de Productos Industriales

### FACTORES PRIMARIOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro presentado a continuación, muestra los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación a las características de la industria a la que pertenece. Si bien estos factores se encuentran ordenados por nivel de importancia, este orden podría variar entre emisores de una misma industria. En caso de ser así, esto será especificado en el informe de clasificación correspondiente.

	AA	A	BBB	BB	B
AMBIENTE COMPETITIVO	Liderazgo sustancial por sobre los otros participantes de la industria.	Segundo o tercer actor de mercado, con ventajas en ciertos productos o ubicaciones geográficas.	Emisor se ubica entre los principales actores del mercado. A pesar de producirse cambios graduales en las participaciones de mercado, los márgenes se mantienen relativamente estables y sólidos.	Competencia altamente fragmentada. Existe fluctuación en la participación de mercado y en las utilidades debido a cambios en las preferencias de los consumidores.	Alto riesgo de guerra de precios y consecuentemente con ello, deterioro en los márgenes debido a la inexistencia de una ventaja competitiva clara.
	Limitada o nula amenaza competitiva a causa de la tecnología y/o calidad del servicio. Muy altas barreras de entrada.	Baja amenaza competitiva debido a la tecnología y altas barreras de entrada.	Amenazas competitivas en áreas de negocios donde las especificaciones técnicas no son altas.	Amenazas competitivas altas, debido a la baja diferenciación del producto y bajas barreras de entrada.	Altas presiones competitivas en varias líneas de negocio.
	Muy alto reconocimiento de marca y reputación de calidad establecida en el tiempo.	Alto reconocimiento de marca.	Buen reconocimiento de marca.	Productos commodity o de baja calidad, impactan en una baja lealtad del cliente y percepción de calidad.	Los productos son percibidos como de baja calidad. Es probable que el emisor necesite reconstruir la imagen de marca.
EFICIENCIA EN COSTOS	Materias primas provienen desde varios proveedores, en términos favorables y sin problemas con la fuerza laboral (sindicatos, etc.).	Adquisición de materias primas en general a través de contratos de largo plazo.	Adquisición de materias primas en el mercado spot y a través de contratos de corto-mediano plazo, con lo cual se añade algo de volatilidad al negocio.	La compañía adquiere materias primas principalmente en el mercado spot. Bajo poder de negociación con proveedores.	Proveedores pueden fijar precios, debido a que la compañía depende de ellos para el abastecimiento de materia prima.
	Sin dependencia a proveedores críticos. Existencia de fuentes alternativas de abastecimiento.	Sin dependencia significativa de proveedores críticos. La incapacidad de algún proveedor para realizar entregas puede dar como resultado una desorganización operacional o incremento en costos acotado.	Incapacidad de proveedores relevantes para realizar entregas puede dar como resultado una desorganización operacional o un incremento en costos puntual, que podría tomar semanas en corregir.	Incapacidad de proveedores relevantes para realizar entregas puede dar como resultado una desorganización operacional relevante o un incremento en costos que podría tomar meses en corregir.	Incapacidad de proveedores relevantes para realizar entregas puede dar como resultado una severa desorganización operacional o incrementos importantes en costos.

	<p>Porcentaje de utilización de la capacidad instalada cercana a 100%. La compañía es capaz de cambiar su producción hacia artículos de mayores márgenes.</p> <p>Costos de mano de obra, energía y distribución estables y bien gestionados, asegurando altos márgenes operacionales.</p>	<p>Alto porcentaje de utilización de la capacidad instalada, al igual que su eficiencia operacional.</p> <p>Costos de mano de obra, energía y distribución se incrementan en línea con la inflación. La compañía es capaz de traspasar a sus clientes el aumento en los costos.</p>	<p>Porcentaje de utilización de la capacidad instalada promedio/alta, pero sujeta a moderados ciclos estacionales, al igual que su eficiencia en costos.</p> <p>Costos de mano de obra, energía y distribución generalmente se incrementan en línea con la inflación, pudiendo enfrentar ocasionalmente una mayor volatilidad. La compañía es capaz de traspasar a sus clientes una porción del aumento de costos.</p>	<p>Porcentaje de utilización de la capacidad instalada sub-óptima y sujeta a ciclos estacionales, al igual que su eficiencia operativa.</p> <p>Costos de mano de obra, energía y distribución relativamente altos y volátiles. Capacidad de la compañía para traspasar el aumento en costos a los clientes se limita a períodos de alta demanda.</p>	<p>Bajo porcentaje de utilización de la capacidad instalada. Frecuentemente sujeta a oscilaciones estacionales al igual que la eficiencia operacional.</p> <p>Costos de mano de obra, energía y distribución altamente volátiles. Clientes poseen un alto poder para fijar precios y calidad del producto.</p>
PARTICIPACIÓN DE MERCADO	<p>Posición de mercado dominante en todos sus productos.</p>	<p>Segundo o tercer actor de mercado en sus líneas de productos, con pocos cambios año a año.</p>	<p>Sólida posición de mercado en algunas líneas de productos.</p>	<p>Baja participación de mercado.</p>	<p>Sin participación de mercado relevante, y limitado reconocimiento de marca.</p>
	<p>Posición de mercado establecida por varios años, sin deterioro o riesgo de cambiar al corto o mediano plazo.</p>	<p>Posición de mercado bien establecida (o que ha sido mejorada sustancialmente durante los últimos años). Algo de competencia emergente pero no significa una amenaza en el corto plazo.</p>	<p>Participación de mercado puede fluctuar año a año, pero está dentro de un rango acotado.</p>	<p>Participación de mercado está en riesgo de deteriorarse al corto-mediano plazo debido a uno o más competidores relevantes y emergentes.</p>	<p>Participación de mercado con tendencia a la baja. El emisor podría necesitar recursos financieros adicionales o bien mejorar la capacidad de desarrollo de productos para contrarrestar esta baja de participación de mercado.</p>
	<p>Posición en el mercado permite liderazgo de precios a pesar de las condiciones de demanda del mercado.</p>	<p>Cierto poder de fijación de precios. No obstante, ofertas y descuentos son necesarias en períodos de baja actividad económica.</p>	<p>Acotado poder de fijación de precios, normalmente el emisor es un seguidor de precios.</p>	<p>Tomador de precio. Existencia de productos de nicho añade un grado de soporte pero no lo suficiente como para influir en los precios.</p>	<p>Tomador de precios. Habilidad limitada para influir significativamente en los precios.</p>
	<p>Liderazgo en tecnología. Limitada amenaza de tecnologías emergentes en el mediano plazo.</p>	<p>Alto nivel en tecnología, lo que le permite al emisor mantener una ventaja, al menos en el corto plazo.</p>	<p>Tecnología promedio, la que requiere gasto en I + D significativo para hacer frente a los cambios de la industria.</p>	<p>Nivel tecnológico inferior al promedio de la industria. Para alcanzar a la industria, se requieren gastos sustanciales en I + D.</p>	<p>Riesgo real de sustitución de productos como resultado de obsolescencia tecnológica, falta de recursos para dar soporte a las líneas de productos, etc.</p>
DIVERSIFICACIÓN (PRODUCTO / MERCADO)	<p>Ventas muy diversificadas por producto y con alta presencia en muchas de estas líneas de negocios.</p>	<p>Bien diversificado por producto, con presencia significativa en líneas de productos claves.</p>	<p>Sólida diversificación de productos, con al menos dos o tres líneas de productos significativas.</p>	<p>Es probable que de los ingresos del emisor, una proporción significativa se derive de un rango limitado de productos.</p>	<p>Focalizado en un limitado número de productos.</p>
	<p>Presencia significativa en varios países/regiones.</p>	<p>Presencia significativa en dos o tres países/regiones.</p>	<p>Ventas significativas fuera del mercado doméstico core.</p>	<p>Ventas moderadas fuera del mercado doméstico, pero la compañía podría tener una sólida posición en el mercado local/regional.</p>	<p>El emisor mantiene ventas sólo en el mercado local, con bajas perspectivas de expansión geográfica.</p>

	Ventas a un gran número de segmentos de industrias. Estas industrias están sujetas a riesgos muy diferentes entre sí.	Ventas a un número variado de segmentos de industrias. Estas industrias están sujetas a riesgos diferentes entre sí.	Una proporción relevante de las ventas deriva de ciertos segmentos de industrias. Estas industrias están sujetas a riesgos similares entre sí.	Las ventas derivan principalmente de dos o tres segmentos de industrias, con lo cual la demanda es altamente volátil.	Las ventas están concentradas en uno o dos segmentos de industrias, con lo cual la empresa se ve fuertemente expuesta a las condiciones particulares de la industria de sus clientes.
	Cartera de clientes altamente diversificada. Ningún cliente representa una porción relevante de los ingresos.	Cartera de clientes medianamente diversificada. Alrededor de 10 clientes representan 25% o menos de las ventas de la compañía.	Cartera de clientes concentrada en unos pocos clientes relevantes para el emisor. Alrededor de 10 clientes representan menos del 50% de las ventas de la compañía.	Cartera de clientes muy poco diversificada. Alrededor de 10 clientes representan gran parte de las ventas de la compañía.	Alto grado de concentración de los clientes. Uno o dos clientes contribuyen significativamente a los ingresos de la compañía.
<b>TAMAÑO RELATIVO / MASA CRÍTICA</b>	Muy poderosas economías de escala y flexibilidad operacional	Poderosas economías de escala y flexibilidad operacional	Buenas economías de escala.	Moderadas economías de escala.	Limitadas economías de escala provocan que la compañía sea vulnerable a las presiones en precios.

Los siguientes factores de la clasificación del riesgo del negocio son relevantes para emisores en todas las industrias:

- **Riesgo soberano:** La clasificación de riesgo de solvencia del emisor podría, en algunos casos, ser ajustada por el riesgo de crédito de los países en los que opera.
- **Gobierno corporativo:** Favor referirse a **Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos** para mayor información sobre cómo ICR evalúa la administración y gobierno corporativo de una compañía.

## **FACTORES ADICIONALES EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO**

Los siguientes factores secundarios para determinar la clasificación de riesgo de la compañía – en relación a las características de la industria en la que participa – si bien podrían ser muy importantes para ciertas empresas, no son necesariamente aplicados a todos los emisores de la industria de productos industriales.

- **Canales de distribución**

Para la venta de sus productos, las firmas pueden usar un modelo de ventas en forma directa, a través de un distribuidor o por medio de una combinación de ambos modelos. Una red de distribución eficiente puede ser una importante ventaja competitiva.

- **Factores ambientales**

Los temas ambientales pueden ser un factor relevante para ciertas empresas de esta industria, debido al costo que puede llegar a implicar. Ciertos segmentos de la industria, tales como fabricación de productos químicos, pueden tener un mayor riesgo en temas de medio ambiente.

- **Filial financiera**

La existencia de una filial financiera permite aumentar las ventas de productos fabricados por la matriz, a través de préstamos a los clientes y/o a través de capital de trabajo para financiar inventario de la matriz. Una filial financiera podría además, financiar a clientes para la eventual adquisición de productos de terceros. Si la filial financiera tiende a entregar una gran cantidad de financiamiento para la adquisición de productos de terceros, ICR considerará este hecho como un factor adicional de riesgo.

La filial financiera generalmente mejora la lealtad del cliente y si ésta es capaz de mantener una reducida tasa de colocaciones o niveles de morosidad bajos, la filial podría ayudar a disminuir la volatilidad de los ingresos de la matriz.

## Clasificación del Riesgo Financiero de Productos Industriales

### INDICADORES PRIMARIOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro de abajo muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero. La nomenclatura utilizada en esta tabla será definida en cada informe de clasificación.

Indicadores primarios (N° de veces)	Nomenclatura				
Deuda sobre EBITDA	Excepcional	Superior	Adecuado	Débil	Bajo
Cobertura de Gastos Financieros					
Deuda sobre Patrimonio					
Otros Indicadores					

Las clasificaciones de riesgo ICR están basadas en expectativas del rendimiento futuro. Los indicadores pasados y su tendencia en el tiempo son importantes, no obstante la clasificación final incorporará la opinión de esta Clasificadora respecto a los indicadores futuros, lo que corresponde a una consideración subjetiva pero crítica.

Los indicadores financieros dependen de los datos contables cuyos principios varían para cada emisor clasificado y, en algunos casos, por industria. ICR podría ajustar los indicadores financieros para permitir comparaciones con emisores usando diferentes principios contables.

Favor referirse a **Criterio: Ratios Financieros**, para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.

La liquidez puede ser un factor de riesgo significativo, especialmente para aquellos emisores con baja clasificación o sin grado de inversión. ICR considerará las fuentes disponibles de liquidez, incluyendo caja y flujo de caja, acceso a líneas bancarias, etc., así como el uso de estos fondos (operaciones, gasto de capital, recompra de acciones, dividendos para cada emisor, etc.).

ICR, en conjunto con todos los factores financieros mencionados, considerará las políticas financieras de la compañía (tales como el leverage objetivo, dividendos y políticas corporativas en general que pudiesen situar a los accionistas por sobre los bonistas).

Cuando el análisis de la situación financiera del emisor – a través de los indicadores anteriormente mencionados u otros que serán detallados caso a caso en los informes de clasificación correspondientes – sugiera que la compañía

podría tener dificultades en el levantamiento de capital, será de interés de ICR, la revisión de información de mercado (tales como valor de mercado de la empresa o spreads de crédito).

### **INDICADORES ADICIONALES EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO**

Mientras los indicadores primarios anteriormente mencionados serán los más importantes utilizados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero de un emisor, otros indicadores podrían ser usados, tales como los detallados en los párrafos siguientes.

La rentabilidad, particularmente en el corto plazo, podría ser un importante diferenciador de riesgo de crédito, donde la generación de buenos resultados correspondería a una aproximación de la capacidad de la compañía para dar cumplimiento a las obligaciones inmediatas. ICR evalúa la rentabilidad de un emisor a través de varios indicadores, incluyendo el retorno del capital.

Mientras el flujo de caja libre (por ejemplo, neto de cambios en el capital de trabajo, dividendos y gasto de capital, etc.) puede ser volátil y en ocasiones negativo, ICR utiliza, dependiendo del caso, este u otros indicadores de flujo de caja para evaluar la habilidad de la compañía para generar caja y pagar sus obligaciones.

---

## **Combinación entre la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Clasificación de Riesgo del Emisor**

---

La clasificación final del emisor es una combinación del riesgo del negocio y financiero. En algunos casos, el riesgo del negocio tendrá mayor peso relativo que el riesgo financiero para determinar el riesgo del emisor, situación que será detallada en cada informe de clasificación.

En las escalas más baja de clasificación del negocio, el riesgo financiero y los indicadores de liquidez juegan un rol mucho más importante, y el riesgo del negocio debería recibir un menor peso respecto al que tendría en niveles de clasificación superiores.

---

## Clasificación de Riesgo del Instrumento

---

- Para mayor información acerca de las etapas del proceso de clasificación y las variables utilizadas para la determinación de un rating corporativo, favor referirse a [Metodología General de Clasificación](#).
- Para una discusión acerca de la relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo, y un mayor detalle en factores relacionados con la liquidez del emisor, favor referirse a [Criterio: Relación entre Clasificaciones de Riesgo de Corto y Largo Plazo](#).
- La existencia de conglomerados financieros puede tener un impacto significativo en la clasificación de instrumentos de deuda pública. Para un mayor detalle respecto a este tema, favor referirse a [Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales](#).
- Garantías y otros tipos de soporte se discuten en [Criterio: Garantías y Otras Formas de Apoyo Explícito](#).
- Consideraciones legales son discutidas en [Criterio: Contratos de emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default](#).
- Para mayor información de cómo evalúa ICR el gobierno corporativo de una compañía, favor referirse a [Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos](#).
- Favor referirse a [Criterio: Ratios Financieros](#), para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.