

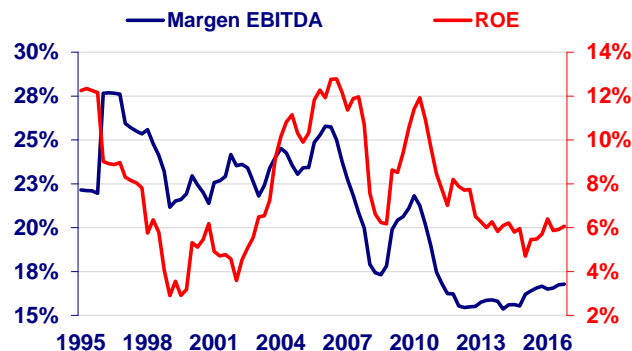
9 de Enero de 2018

Deuda Corporativa Local: Riesgo de Crédito Contenido Justifica Bajos Spreads

Juan José Ayestarán N.

Una vez terminada la crisis financiera, y luego del fin del súper ciclo de los *commodities*, las compañías locales han tenido dificultades para recuperar sus márgenes operacionales. En efecto, el margen Ebitda de nuestra muestra de empresas chilenas* se ha mantenido deprimido y al cierre del tercer trimestre alcanza un 16,8%. **Si bien ha presentado una recuperación desde sus mínimos de 2014 (donde llegó a un 15%), se ubica muy por debajo de los niveles promedio de la década pasada (gráfico 1).**

GRÁFICO 1: INDICADORES DE RENTABILIDAD
(MUESTRA DE COMPAÑÍAS LOCALES)



Fuente: Capital IQ y Estudios Security.

* Para fines de nuestro análisis, tomamos un universo de las 134 mayores compañías locales no bancarias con información pública disponible en la SVS. Para calcular márgenes e indicadores agregados se realiza una suma lineal de cada variable.

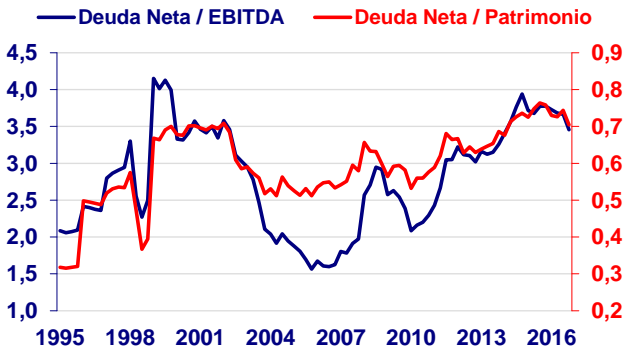
Dentro de los elementos que explican los débiles resultados de los últimos años destacan el retroceso en el precio de los *commodities* (en 2016 el cobre acumulaba una caída de 40% frente a sus valores promedio de 2011), la depreciación sufrida por el peso chileno frente a la canasta de monedas desarrolladas y la internacionalización de las empresas chilenas en Latinoamérica, en el contexto de una importante debilidad regional (esto último acentuado en los casos de Brasil y Argentina). Adicionalmente, el alza gradual hasta 27% en el impuesto de segunda categoría golpeó las utilidades y el retorno sobre patrimonio (que hoy alcanza un 6%).

En este contexto, el mayor acceso a los mercados internacionales y tasas de interés en niveles históricamente bajos, han permitido a las compañías locales aumentar la participación de la deuda dentro de sus hojas de balance. Como consecuencia de lo anterior, los indicadores de apalancamiento se ubican en niveles altos desde una perspectiva histórica (Deuda Neta/Patrimonio en 0,7x y Deuda Neta/Ebitda en 3,4x, Gráfico 2). **Sin embargo, para analizar la solvencia de las empresas es más relevante estudiar su capacidad para servir los intereses de sus obligaciones financieras, y dichos indicadores se mantienen en niveles saludables** (Cobertura de Gastos Financieros en 6x y Liquidez Corriente en 2,8x, Gráfico 3).

Asimismo, durante los últimos años el grueso de las compañías chilenas enfocaron sus esfuerzos en desarrollar programas de reducción de costos y mejoras de eficiencia, en el contexto de una inversión contenida a nivel local (la inversión privada en Chile presentó contracciones durante los últimos 4 años). Así, buena parte de las emisiones de bonos corporativos se han destinado a refinanciar vencimientos o alargar la duración de los pasivos (aprovechando el bajo nivel de las tasas de interés, gráfico 4).

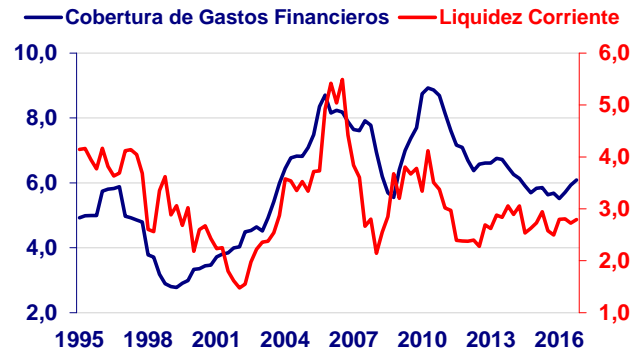
9 de Enero de 2018

GRÁFICO 2: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (MUESTRA DE COMPAÑÍAS LOCALES)



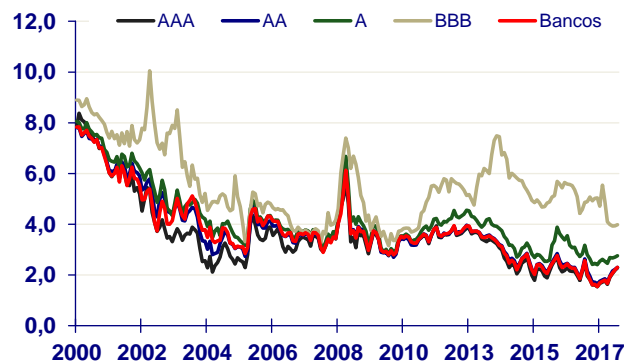
Fuente: Economática y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE COBERTURA (MUESTRA DE COMPAÑÍAS LOCALES)



Fuente: Riskamérica y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: TIR DE BONOS LOCALES (PAPELES CON DURACIÓN 3-8 AÑOS)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

En efecto, el monto total de emisiones de deuda al público se mantiene en niveles similares desde fines de 2009 (gráfico 5, de acuerdo a información de la SVS), aunque desde comienzos de 2016 se ha visto un repunte. Mientras, la composición de los acreedores se ha mantenido también estable, siendo compañías de seguros y AFP los tenedores del 85% de las emisiones de este tipo de instrumento en UF y CLP.

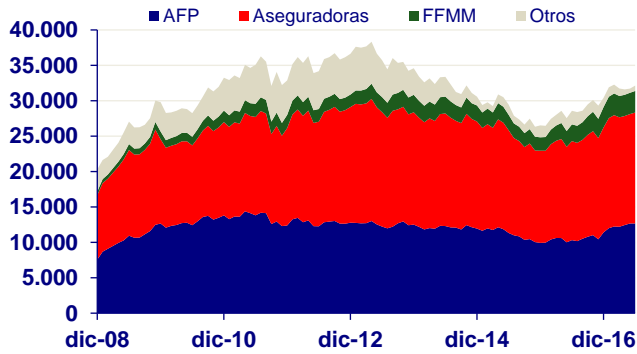
Hacia delante, es probable que nuevas colocaciones de deuda vengan asociadas a nuevos proyectos, en el marco de una reactivación de la inversión. **Adicionalmente, una recuperación de la actividad local (ver [Chile 2018: Recuperación de la Inversión Impulsaría al PIB](#)) y el buen escenario externo permitiría a las empresas potenciar sus ingresos y aprovechar holguras productivas (principalmente por medidas de contención de gastos implementadas en los últimos años), lo que les permitiría mejorar sus márgenes operacionales e indicadores de endeudamiento, aunque difícilmente volvamos a los niveles vistos en la década pasada.**

En tanto, los *spreads* de los bonos corporativos locales se ubican por debajo de sus promedios de 10 años (tanto para los bancos como para compañías no financieras, Gráfico 6). Esta menor percepción de riesgo, se enmarca en un escenario de retroceso generalizado de *spreads* para economías emergentes, que comenzó a inicios de 2016 y que sólo se ha visto interrumpida por eventos puntuales (como los resultados de las elecciones en EE.UU. el año pasado). En efecto, los CEMBI de América Latina (*Corporate Emerging Markets Bond Index*) acumulan un retroceso de casi 320 pb desde enero de 2016 (-40 pb durante 2017).

9 de Enero de 2018

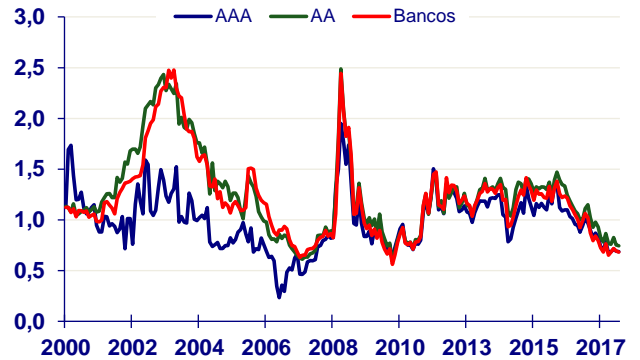
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 5: MONTO INVERTIDO EN BONOS CORPORATIVOS LOCALES (EN US\$ MILLONES)



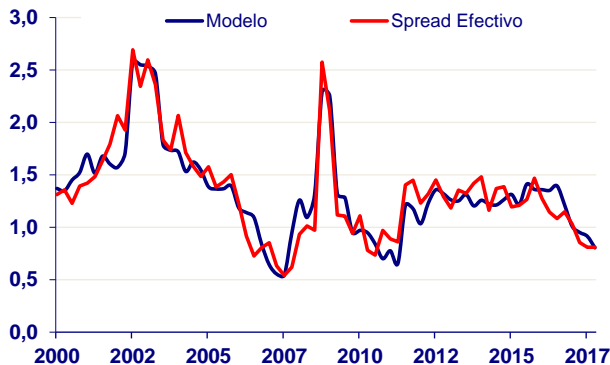
Fuente: SVS, SAFP y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SERIE DE SPREADS LOCALES (PAPELES CON DURACIÓN 3-8 AÑOS)



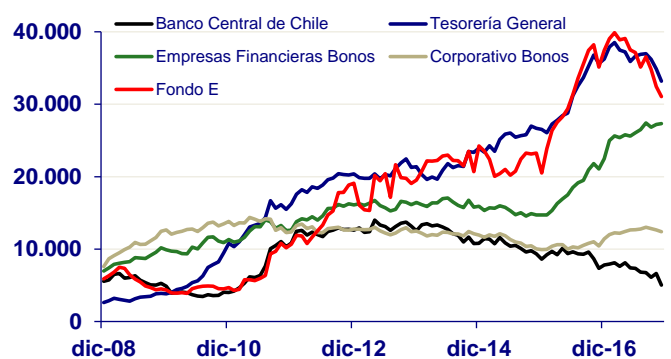
Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

GRÁFICO 7: MODELO SPREADS LOCALES (SPREAD EFECTIVO VS VALOR JUSTO)



Fuente: Riskamérica, Económica, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TRAYECTORIA DE INVERSIONES AFP (EN MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

En este contexto, de acuerdo a nuestro modelo de valorización (que considera fundamentos de las compañías, indicadores de tasas base y perspectivas capturadas a través del IPSA), los precios actuales se encuentran en torno a su valor justo (Gráfico 7). **Hacia delante, una recuperación en los indicadores de actividad permitiría contener los riesgos de crédito y darían espacio a las compañías para mejorar sus indicadores de endeudamiento, lo que justificaría una mantención de spreads en niveles bajos.**

En tanto, por el lado de los flujos de las AFP, el aumento de los traspasos hacia el fondo E generaron una mayor demanda por renta fija desde comienzos de 2016, que dada su mayor liquidez fue cubierta principalmente por la compra de bonos estatales y bancarios (gráfico 8). Mientras, su inversión total en bonos corporativos se mantuvo prácticamente sin variación. Esto último como consecuencia del acotado número de nuevas emisiones y la preferencia de las compañías de seguros por devengar estos instrumentos hasta su vencimiento.

Con todo, el retroceso que ha experimentado el Fondo E en los últimos meses no se ha traducido en una salida de papeles con *spread* (ya sea bancario o corporativo), sino que se ha concentrado principalmente en la venta de base (papeles del Banco Central y Tesorería). **Lo anterior, revela en algún grado la preferencia de los institucionales por posiciones con riesgo de crédito y permitiría a esta clase de activo verse menos afectado en un escenario donde el Fondo E disminuye su tamaño.**

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Nicolás Libuy I.	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Augusto Leguía Sur 70,
Piso 7.

INVERSIONES | security

Santiago de Chile

Teléfono (562) 5844700

Fax (562) 5844807

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Webwww.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security