



# INFORME DE RENDA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Abril 2021

## Riesgo Corporativo Local: Resultados al 4T20 darían inicio a ciclo de recuperación, apoyados en mayor liquidez

Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**La mayor liberación de restricciones de movilidad y la aprobación de retiros de fondos de las AFPs permitieron una nueva mejora de resultados al cierre del último trimestre de 2020.** Frente a una economía que sigue condicionada por la pandemia, los diversos indicadores ligados a Ebitda o Utilidad continúan en mínimos, pero se debe destacar la normalización de leverage (volviendo a niveles de 2019) y la mejor posición de liquidez con que habrían cerrado el año la mayoría de las empresas bajo monitoreo.

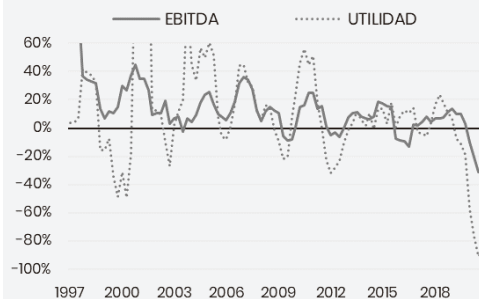
**El Ebitda a 12 meses presentó un descenso de -28% a/a, siendo transporte (que incluye a Latam Airlines, acogida a capítulo 11), construcción y retail los sectores que lideraron las bajas.** Lo destacable es que, en el caso de retail, el ajuste fue menor a lo esperado gracias al fuerte impulso en la demanda y la normalización en la morosidad que generó la mayor liquidez en los consumidores (vía retiros de fondos de pensiones o planes de ayuda estatal). Mientras, en el caso de las constructoras, el principal impacto se sintió mientras no fueron declaradas una industria de primera necesidad, aspecto que se revierte en ago-20. Aunque industrias ligadas a servicios o bienes básicos también presentaron algún impacto, este se concentró en el segundo trimestre, destacando sanitario, salud, distribución eléctrica y telecomunicaciones.

**A nivel de márgenes, éstos rebotaron desde mínimos históricos.** Aun cuando las compañías incorporaron medidas de ahorro en costos, la caída en el margen Ebitda fue de 4,0 p.p. en términos anuales. No obstante, mejora 0,4 p.p. respecto al 3T20, llegando a 12,4%. Esperamos que estas cifras muestren repuntes graduales durante 2021, en la medida que avance el proceso de vacunación y se recupere nuevamente la movilidad.

**En tanto, el ROE (Return on Equity) también se mantuvo en mínimos,** bastante lejos del nivel de 6%-7% que exhibía la muestra hace 2 años, y más lejos aún de los dos dígitos de hace 10 años. Si bien hay aspectos que vienen presionando este ítem hace tiempo, algunos de ellos estructurales, nuestra expectativa es que este retorno se recupere hacia 2021-2022, pero mantenga un gap entre 1,0-1,5 p.p. respecto a su historia reciente (5% 2021e).

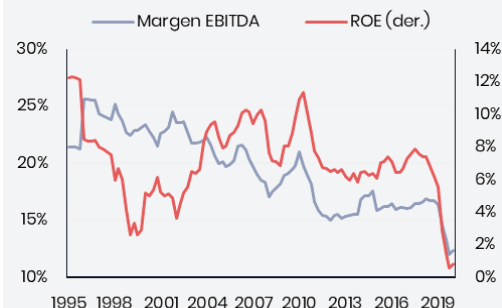
**En términos de apalancamiento, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 4,6x en este trimestre, lo que permite aminorar presión ante máximos de 5,0x al 3T20, superando los altos niveles alcanzados durante la crisis asiática.** El stock de deuda financiera mostró un descenso de -3% a/a, un cambio radical en la tendencia que observamos en los últimos años (donde se aprovecharon condiciones de mercado) y que apunta a la búsqueda de una mayor flexibilidad financiera. Además, la caja de la muestra se mantuvo elevada, creciendo 19% a/a, con lo que la deuda neta cae -7% a/a. Por lo tanto, en la medida que el Ebitda retome su ritmo de expansión, y las firmas mantengan este perfil más conservador, podríamos volver a niveles de DFN/Ebitda más cercanos a 4,1x-4,3x hacia fines de año.

GRÁFICO 4: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD 12 MESES (ex ESTATALES)



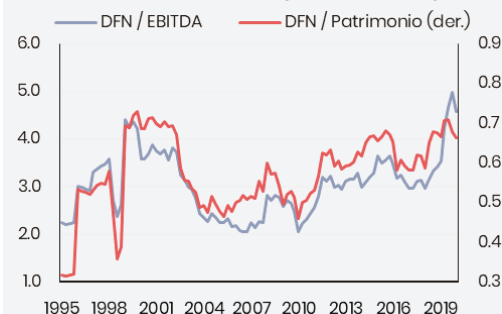
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES DE RENTABILIDAD (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

De hecho, el ratio **DFN/Patrimonio se redujo este trimestre hasta 0,66x**, nivel similar a lo registrado en el 4T19, dando cuenta que el principal impacto de la crisis sanitaria se ha sentido en los flujos y no en el balance de las compañías. De la misma forma, **destaca la solvencia en las métricas de cobertura y liquidez**, que pese a la caída en Ebitda se mantuvieron por sobre los mínimos de la crisis asiática, y ya reflejan un repunte en el 4T20, más notorio en el caso de la liquidez.

**Más allá de los altos indicadores de deuda, los compromisos de pago se han mantenido concentrados en el largo plazo.** Trabajos previos de refinanciamiento, junto a renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos Fogape, permitirían que sólo un 20% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo al 4T20. Aquellas firmas que se han visto más presionadas financieramente han acudido al mercado o a sus acreedores, negociando *waivers* o refinanciamientos con relativo éxito, lo que permitió que los spreads corporativos se normalizaran bastante rápido tras los máximos alcanzados en marzo de 2020, en algunos casos incluso mejorando niveles pre pandemia.

En **términos sectoriales**, las industrias que presentaron las mayores caídas en Ebitda fueron las que lideraron los incrementos en el ratio DFN/Ebitda, sumándose sanitario y distribución eléctrica. En el lado positivo, destaca el favorable desempeño de salud (por una baja importante en sus pasivos y un Ebitda estable), junto a *commodities* minero y forestal, favorecidos por mayores precios de venta de materias primas.

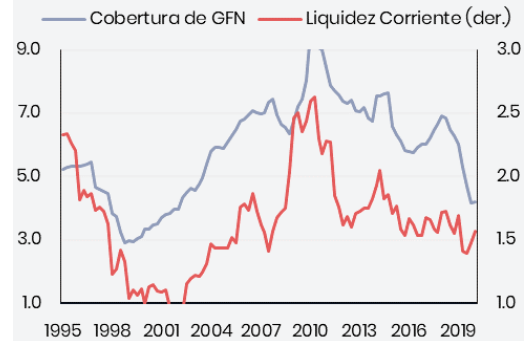
A nivel de balance, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) se mantuvo estable en la mayoría de las industrias y su caída se asocia básicamente a las mejoras en salud y transmisión eléctrica. El único que se deteriora es transporte, debido a la situación de Latam Airlines.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, cuyo cálculo depende fuertemente del Ebitda, vemos que se mantuvo en niveles de 4,2x en la muestra (versus el 6,0x al 4T19 y el 4,7x al 2T20). Pese a ello, no todos los sectores mostraron descensos. Los segmentos de generación y transmisión, junto a *commodities*, registraron repuntes entre 0,2 y 0,7 pts, alcanzando niveles que superan el promedio de la muestra. Los más presionados fueron transporte, consumo, industrial y *retail*, por nombrar los principales.

**Si bien, el deterioro de las métricas financieras estaría siendo de carácter transitorio y mayormente ligado al flujo operacional, lo que justificaría la reducción en los niveles de spreads locales desde sus máximos de hace un año para parte importante de la muestra, creemos que los argumentos de mejora ya estarían incorporados en los valores actuales.**

**Cabe señalar que, posterior al estallido social, la mayoría de los sectores se normalizaron en un nivel de spreads algo superior a lo que se observaba en sep-19, reflejando un castigo local frente a un escenario político y social más incierto. Actualmente, la mayoría de los emisores volvieron a esos niveles, salvo algunos de categorías A y BBB, lo que por el momento entrega poco espacio para reversiones adicionales, a menos que veamos una recuperación más acelerada en resultados.**

GRÁFICO 7: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

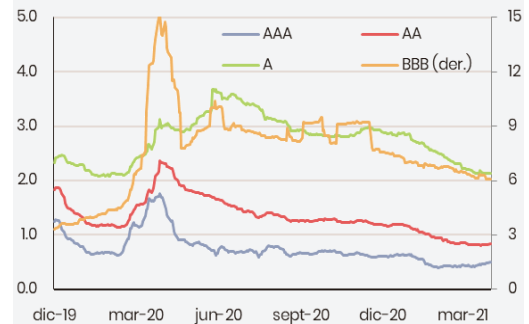


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

\* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

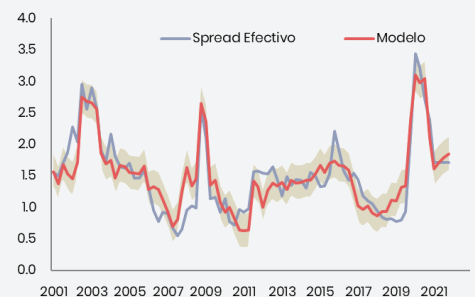
\* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 8: SPREADS BANCARIOS Y CORPORATIVOS POR CLASIFICACIÓN (P.P.)



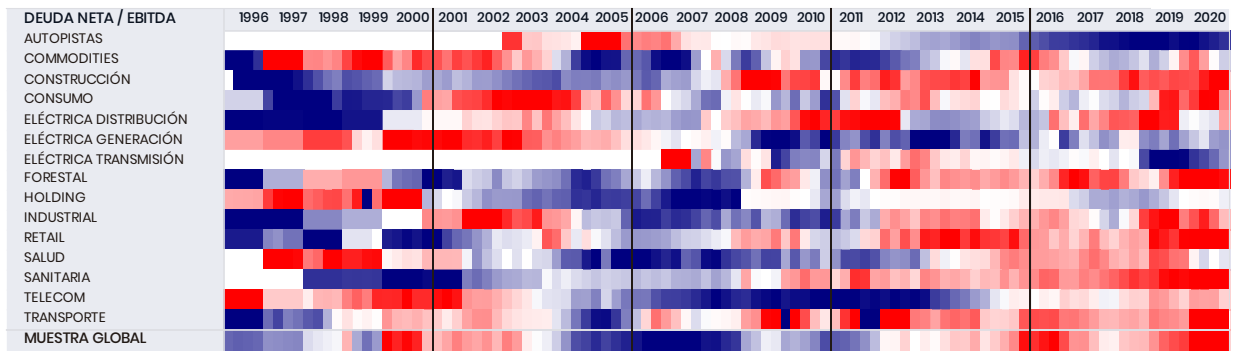
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 9: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, Bloomberg y Estudios Security.

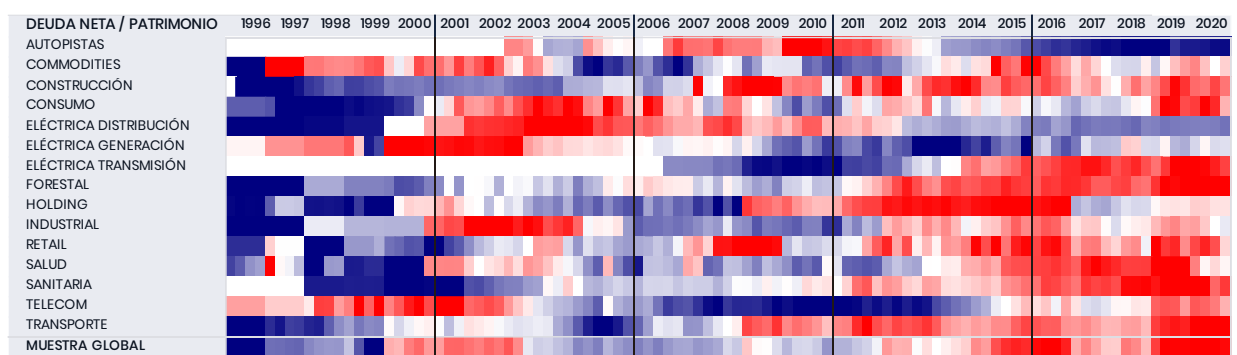
**TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



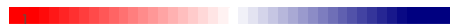
\*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)



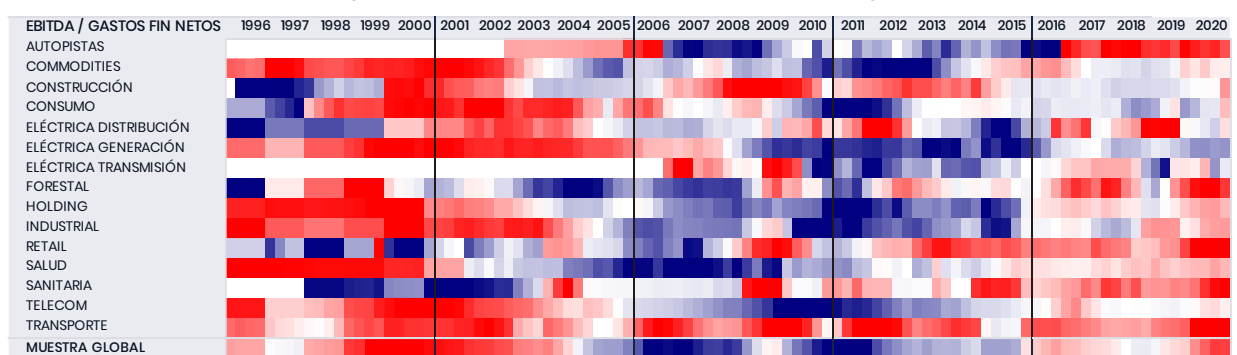
**TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



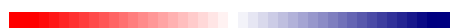
\*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)



**TABLA 3: MAPA DE COBERTURA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



\*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es alta cobertura y rojo baja)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

**Felipe Jaque S.**

Economista Jefe

*felipe.jaque@security.cl*

**Paulina Barahona N.**

Subgerente Renta Fija Corporativa

*paulina.barahona@security.cl*

**Étienne Célèry P.**

Analista de Inversiones

*etienne.celery@security.cl*

**Paulina Feliú Q.**

Analista de Inversiones

*paulina.feliu@security.cl*

**César Guzmán B.**

Gerente Macroeconomía

*cesar.guzman@security.cl*

**Jorge Cariola G.**

Subgerente Estrategia Global

*jorge.cariola@security.cl*

**Nicolás Libuy**

Analista de Inversiones

*nicolas.libuy@security.cl*

**Roberto Valladares R.**

Analista de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*