



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Agosto 2023

Riesgo Corporativo Local: Tensión en métricas financieras comenzaría a ceder

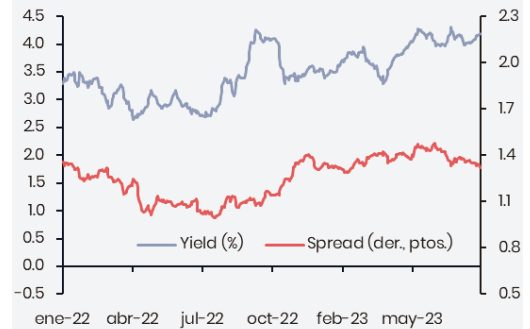
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

El inicio del ciclo de bajas de tasas por parte del Banco Central y su impacto inicial en el mercado se ha visto desdibujado por el fuerte incremento que han presentado las tasas en EEUU, consecuencia de un crecimiento que continúa robusto. Afectada mayormente por esta alza en las tasas base, la renta fija corporativa muestra un desempeño negativo, aunque con spreads que han presentado leves correcciones en agosto, más allá de algunas revalorizaciones puntuales de ciertos papeles. En un contexto de un año que se mantuvo con presiones por el deterioro que fueron presentando las perspectivas internas y su impacto sobre sectores más vinculados a demanda interna, creemos que este ajuste y el comienzo de un proceso más expansivo en la economía serían las primeras señales de un ambiente más favorable para este activo, muy mermado en términos de flujos, que se iría consolidando en la medida que la solvencia y liquidez de las compañías comience a normalizarse.

En este sentido, la entrega de resultados del segundo trimestre (que finaliza el próximo mes) será clave no sólo para evaluar el endeudamiento de las firmas locales, en particular en sectores más expuestos en términos de refinanciamientos, sino además para verificar medidas de mitigación frente a tasas que (aunque comienzan a bajar) se mantendrían elevadas. Las variables de mayor preocupación han sido (1) la relativa incapacidad de traspaso a precios de la presión en costos consecuencia del escenario más inflacionario, reduciendo márgenes operacionales, (2) el aumento en gastos financieros, ya sea por tasas o stock de deuda (algunas de ellas por estar denominadas en UF), afectando la última línea de resultados, y consecuentemente, el ROE de diversos sectores, y (3) las mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo como consecuencia de inventarios a precios elevados y/o costos financieros en casos específicos, en condiciones de tasas poco favorables. Todo lo anterior se ha traducido en niveles de endeudamiento que se ubican dentro de los máximos en términos históricos (gráfico 2), y una reducción en el nivel de caja (gráfico 3), como uso alternativo al acceso de recursos de terceros.

A lo anterior debemos sumar la exposición a vencimientos de corto plazo. Como vimos al cierre del reporte del 1Q23, de un total de 100 compañías del mercado local, un 21% de sus pasivos concentraban sus vencimientos en los próximos 12 meses, mientras que otro 19% vencería hacia el 1Q26 (3 años más). Si bien, esto podría reflejar una relativa holgura financiera, existe disparidad intrasectorial, no sólo por las características propias de cada negocio, sino además por el alto peso que tienen ciertos emisores puntuales en la muestra.

GRÁFICO 1: RENDIMIENTO CORPORATIVOS UF*



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

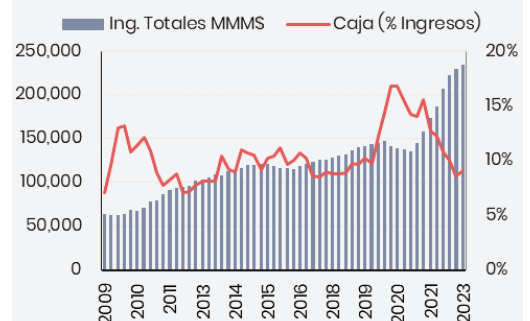
(*) Muestra de bonos corporativos entre 3 y 8 años en UF.

GRÁFICO 2: DEUDA FINANCIERA/PATRIMONIO (MUESTRA EMPRESAS)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: % CAJA VS INGRESOS



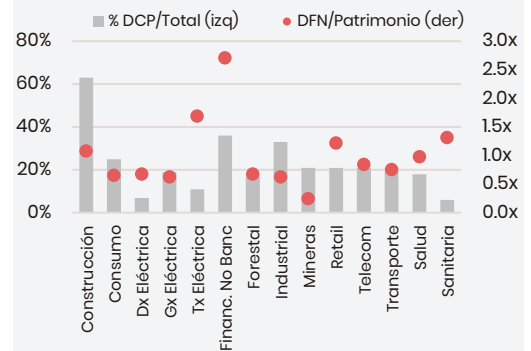
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Sumando entonces nivel de apalancamiento y vencimientos (gráfico 4), los sectores que creemos requerirán especial interés son **Construcción** (con un ratio DFN/Patrimonio de 1,08x, y 64% de su deuda venciendo en el corto plazo), **Financiero no bancario** (con un ratio de 2,71x, vencimiento del 57% en un año), **Retail de menor tamaño** (con un ratio de 2,0x, vs 1,22x en el total de la industria), **Consumo** (muy holgado en general, pero con un par de firmas pequeñas con mayor stress) y **Telecom** (con un ratio de 0,85x, y 28% de pasivos financieros a 12 meses).

Nuestras perspectivas apuntan a una moderación de esta presión con la entrega de resultados de la segunda mitad de año, particularmente en las industrias o empresas antes destacadas. No sólo porque la base de ingresos y actividad estarían más normalizadas, sino por el ajuste en los precios de materias primas y tasas de interés (aliviando costos y capital de trabajo), con consecuentes menores necesidades de financiamiento. No obstante, esto se daría de manera gradual, manteniendo una relativa sensibilidad en las métricas durante este y el próximo año. **Pero también hay que considerar que la baja en resultados de industrias ligadas a materias primas se convertirá en un importante contrapeso.** Por último, las altas tasas de interés han implicado el uso de su liquidez corriente o la necesidad de créditos bancarios cortos, en medio de una industria bancaria más restrictiva en sus colocaciones y como resultado de un mercado de bonos aún con bajas transacciones.

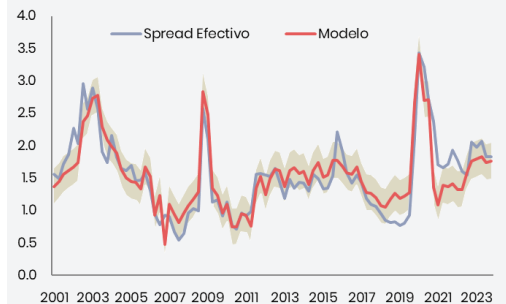
De esta forma, en nuestro modelo de valorización de spreads corporativos, incorporamos un leve deterioro de los indicadores de liquidez ajustada (ver gráfico 5) y en las condiciones financieras del mercado accionario y bancario hacia el cierre de este año, buscando plasmar los riesgos que aún podrían prevalecer en este activo. Aun así, **ello nos indica que los actuales valores de mercado se alinean a estas perspectivas.** En este sentido, nuestra recomendación (que en el último portafolio de agosto se modificó a una visión neutral), privilegia emisores de mejor calidad crediticia, basado en (1) creemos que capturarán de manera más inmediata cambios que resulten favorables en las perspectivas locales y/o en el ámbito externo, y (2) sus spreads se encuentran en niveles de percentil más elevados (en torno a 70%-75% en plazos mayores a un año).

GRÁFICO 4: ENDEUDAMIENTO Y VENCIMIENTOS DE CORTO PLAZO POR SECTOR (1T23)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MODELO SPREADS CORPORATIVOS*



Fuente: CMF Chile, Riskamerica, SP, Bolsa de Comercio y Estudios Security.

* Incluye medición de Liquidez Ajustada como $(Ebitda + Efectivo) / (GFN + Deuda Corriente)$

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl