



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Septiembre 2023

Riesgo Corporativo Local: Resultados del 2T23 confirman tensión en métricas financieras, pero esperamos que sea el peak

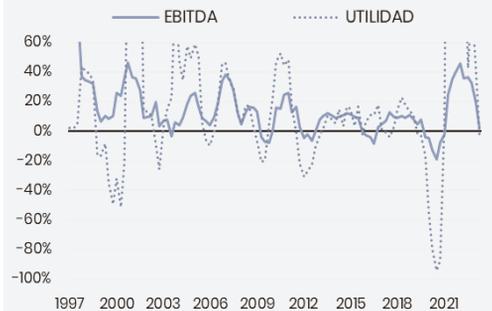
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

El freno que presentó la generación de Ebitda al segundo trimestre de 2023 confirmó no sólo una desaceleración en términos de ingresos para gran parte de la muestra (pese a que se fueron incorporando en los precios los mayores niveles de inflación y tasas), sino además una presión que persiste a nivel de costos. Si bien, el Ebitda acumulado a 12 meses subió 2% a/a (-7% t/t), esconde un dato trimestral (-31% a/a) muy golpeado para industrias como Consumo, Generación eléctrica, Industrial y Telecom, presionados principalmente en costos y la situación interna, pero también sufren sectores dependientes del escenario externo (y con fuerza de China), que han ido incorporando menores precios en sus productos, en particular Forestal y Minería. Este estancamiento operacional, junto a un contexto de tasas que continúan elevadas, sigue incidiendo en un nivel de endeudamiento mayor en términos históricos y un acceso todavía limitado a financiamiento vía bonos, presionando sus pasivos de corto plazo, sus gastos financieros y el uso de caja.

El desglose del Ebitda refleja que a 12 meses los sectores con mayor caída son Forestal, Retail, Consumo y Telecom, compensados con las recuperaciones de los tres segmentos Eléctricos y Latam Airlines en transporte. En el primer grupo, incorporan el reconocimiento de costos indexados a inflación (principalmente mano de obra e insumos), logística, aumentos de inventarios y provisiones por un peor comportamiento de pago de sus clientes, sumándose en algunos la baja en precios ante una demanda desacelerada, particularmente en celulosa y retail. En consumo se incluyen también efectos sanitarios y climáticos en firmas de menor tamaño. **En la parte positiva, pese a llegar de manera tardía, las lluvias de fines de junio aliviaron en parte la presión en costos que mantenía elevado el costo de energía,** lo que se reflejaría de mejor manera en el próximo trimestre, dando soporte a las industrias señaladas previamente. De la misma forma, la normalización del tráfico aéreo, en especial en mercados domésticos, continuaría apoyando los resultados de este sector.

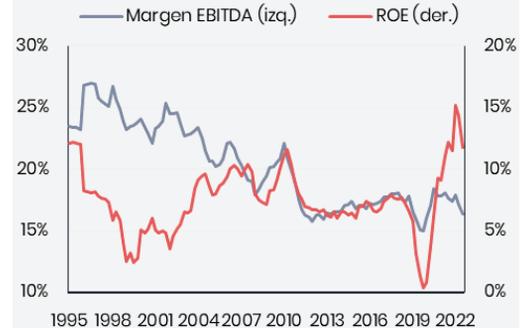
Con todo, el margen Ebitda se resiente en esta entrega, a pesar de seguir incluyendo los efectos extraordinarios que explicamos en detalle para el 4T22 (ver informe). Al 2T23, el margen alcanzó 16,4%, lo que se traduce en una caída de -1,4 pp a/a y de -0,8 pp t/t. **En la misma línea, el ROE (Return on Equity) muestra un descenso de -0,4 pp a 11,8%, incorporando también un aumento en el costo financiero.** Si lo limpiamos de dichos resultados sobresalientes que se han observado en ciertas compañías en el último año (como SQM, Latam o Enelchile), actualmente tendríamos un ROE más cercano a 6-7%, incluso algo por debajo de sus valores históricos. Si bien, costos vinculados a transporte (combustibles y tarifas navieras), materiales, mano de obra y energía han consolidado mejoras, su impacto se está incorporando de manera muy gradual, mientras que el consumo se ha desacelerado rápidamente.

GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD* 12 MESES (ex ESTATALES)



* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad, excluyendo entre 2T21 y 2T22 y 4T22 (+92% a/a).
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INDICADORES DE RENTABILIDAD (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

En cuanto a deuda, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,6x en este trimestre (vs 3,2x al 1T23, y algo inferior al 2T22), tras haber alcanzado un **peak de 5,3x a mediados de 2020**, con un stock de deuda financiera neta que bajó **-2% a/a (+6% t/t)**. Considerando que pocos emisores han dominado el Ebitda y la Deuda de la muestra en las últimas entregas, se debe tener en cuenta que no es reflejo de la generalidad de los sectores. En este sentido, vemos con más preocupación el mayor endeudamiento que mantienen sectores como Construcción, Industrial, Retail, Salud, Sanitario, Telecom y Financiero no Bancario.

Por su parte, la razón **DFN/Patrimonio alcanzó 0,83x**, subiendo respecto al 1T23, pero cediendo en relación al 0,85x del 2T22. Más notorio es el deterioro de **métricas de solvencia (como cobertura y liquidez) respecto al 1T23, al depender más del Ebitda**, consecuencia además de mayores gastos financieros y menor caja, pero que igualmente no se desvían de valores históricos.

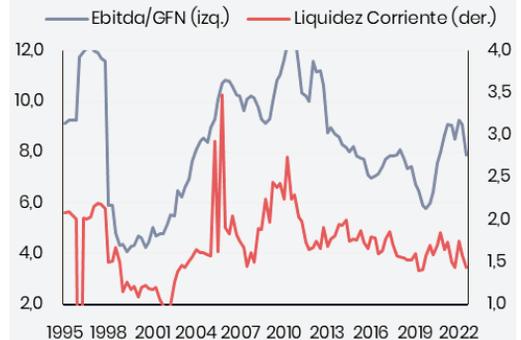
En relación a los compromisos de pago, estos se mantienen concentrados en el largo plazo. Refinanciamientos (eso sí, algunos a tasas más elevadas) y renovación de líneas bancarias (en lo posible a mayores plazos) permiten que un 20% de sus pasivos financieros concentren sus vencimientos en menos de un año (subiendo 4 pp respecto a 2 años atrás). Al respecto, **más allá de las expectativas de deterioro en las condiciones de crédito que hemos comentado y algunos casos particulares a monitorear, más vinculados a demanda interna, descartamos por el momento algún riesgo de insolvencia o incapacidad de pago relevante para la muestra evaluada.**

En **términos sectoriales**, se observa un desempeño mixto. En DFN/Ebitda destacan negativamente las industrias que mencionamos con menor generación de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman un alza en su deuda neta (como Forestal y Retail). Pero, por otro lado, otros con repuntes en Ebitda y menor endeudamiento, como Distribución y Generación eléctrica, junto a Transporte, presentaron mejoras a/a relevantes. Casos como Minería, Construcción y Sanitario compensaron mayor deuda con el incremento en Ebitda, manteniendo un ratio estable a/a. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sólo registró cambios mínimos, salvo la mejora de 0,4 pp en Distribución eléctrica.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 7,9x en la muestra (-1,0 pts t/t y a/a), a pesar del aporte relevante de los sectores líderes en Ebitda en el último año (Eléctricos, Minería y Transporte). Individualmente, los cambios más negativos en términos históricos se concentran en Construcción, Retail, Salud y Telecom.

Frente a un escenario de desaceleración global, y particularmente local, esperamos que la rentabilidad y endeudamiento de la muestra continúen presionados en el corto plazo, particularmente en empresas mayormente vinculadas al ciclo, para comenzar a ceder a partir de 2024. A esto se podría sumar una contingencia regulatoria que, no descartamos, aún pueda golpear de manera adicional a mediano plazo. Sin embargo, creemos que estos aspectos se encuentran mayormente incorporados en los actuales niveles de spreads, por lo cual mantenemos neutral a la renta fija corporativa en nuestros portafolios recomendados.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

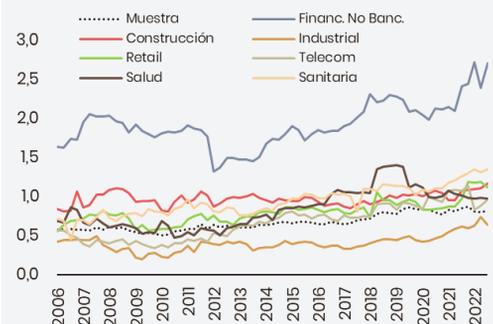


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

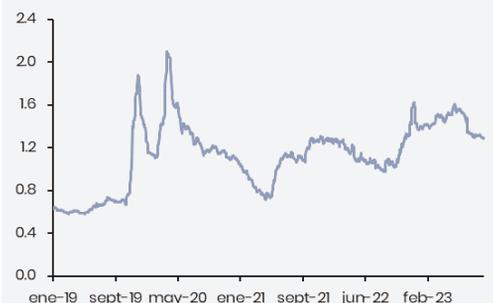
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: RATIO ENDEUDAMIENTO FINANCIERO POR SECTOR



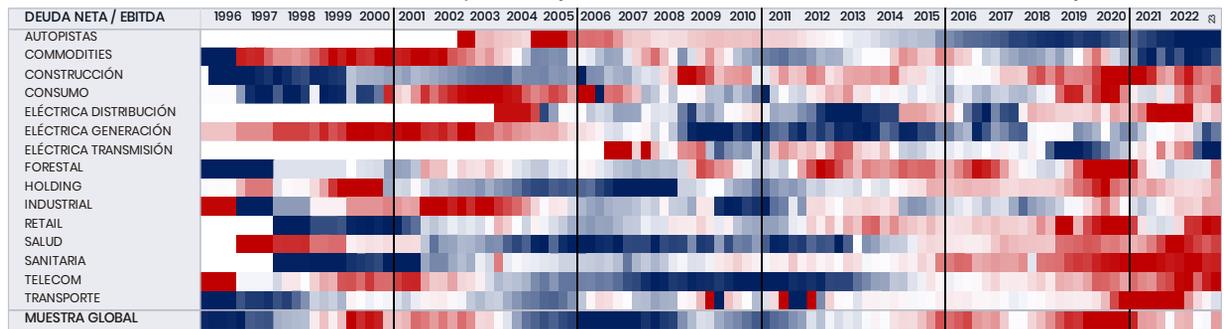
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

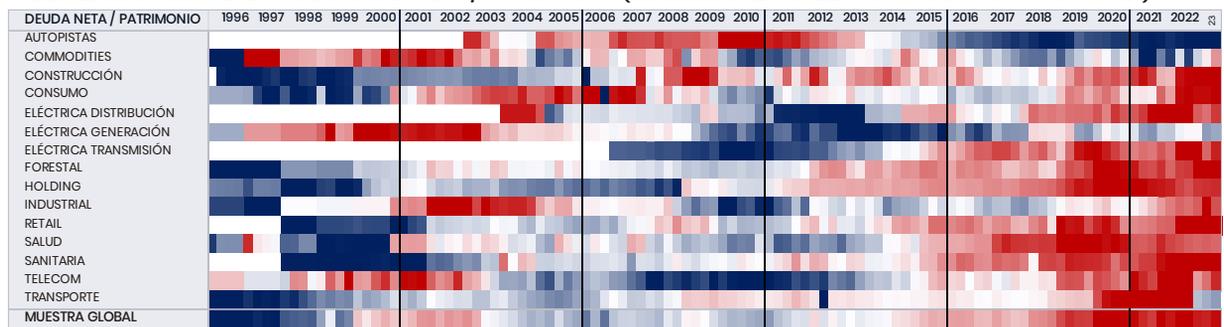
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



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



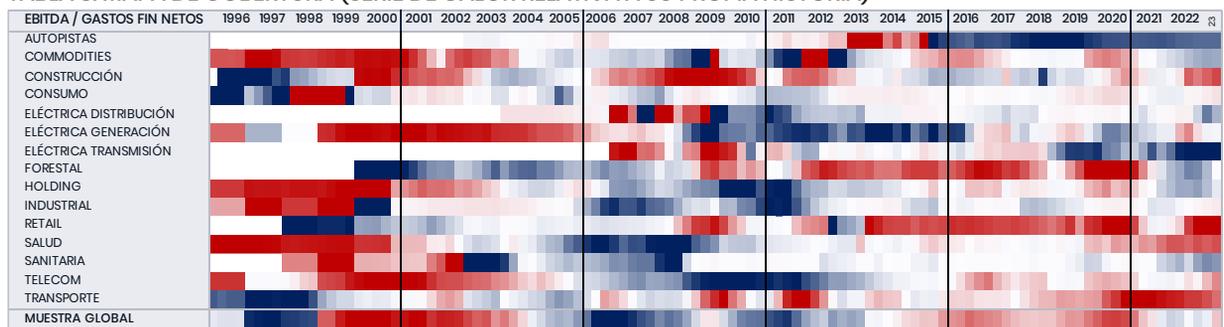
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*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

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 de 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