



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Octubre 2023

Riesgo Corporativo Local: Tensión en indicadores al 3T23 se mantendría elevada

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

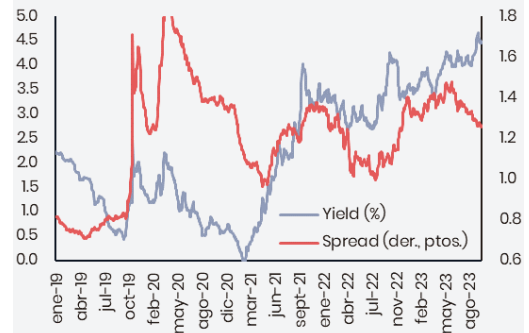
La presión en tasas base que ha dominado los retornos de la renta fija corporativa en las últimas semanas ha sido parcialmente compensada con spreads cediendo terreno, ante la sensación de estar enfrentando un punto de inflexión en el ámbito local. En lo que va del año, los spreads corporativos anotan un ajuste entre 15 a 40 puntos según categoría de riesgo, atribuyéndose al inicio de bajas de tasas del Banco Central (tras menores cifras de inflación) y un proceso constituyente menos disruptivo en términos regulatorios, como factores que han arrastrado estos índices desde junio pasado, volviendo a valores similares a la primera mitad de 2022, a la espera de un nuevo reporte de resultados que será relevante para evaluar solvencia y soporte de márgenes en ciertas industrias.

En este sentido, los resultados de este tercer trimestre (cuyo proceso termina a fines de noviembre) aún reflejarían una demanda deprimida en sectores vinculados al ciclo, sumándose una fuerte baja en precios de materias primas a nivel internacional, lo cual no logrará ser compensado por la mejora en el panorama hídrico local y la descomprensión que ya se observa a nivel de inflación y tasas. De hecho, sectores ligados a commodities podrían ver caídas en torno a 50% a/a en su Ebitda trimestral, con retail ajustando otro -10% a/a, lo que continuaría repercutiendo en indicadores de endeudamiento deteriorados en términos históricos. Se suma a esto el rezago en el reconocimiento de menores tasas a nivel de gastos financieros y una caja contenida como uso alternativo a financiamiento con terceros. Este último punto ha sido uno de nuestros focos de alerta, entendiendo que es una herramienta de flexibilidad para acceso a liquidez, pero cuyo espacio de uso ya está bastante más limitado en caso de mantenerse las restricciones de acceso al crédito, un mercado de emisiones de deuda poco atractivo y/o de desaceleración económica. De hecho, aunque los han crecido a tasas de dos dígitos a/a desde 2021, el porcentaje de caja sobre ventas ha venido a la baja, alcanzando 8,7% en el 2T23, cifra inferior al 10% histórico, excluyendo pandemia (ver gráfico 3).

Un aspecto que podría aliviar este estrés es una baja en la cuenta de inventarios, en parte derivada de la propia reducción en precios de insumos y tasas de interés a nivel global. Esto permitiría disminuir los requerimientos de capital de trabajo y, con ello, la deuda de corto plazo. Sin embargo, creemos que esto más bien permitiría aliviar el perfil de vencimientos menor a un año, que al 2T23 concentra el 20% de los pasivos financieros, más que reducir de manera relevante el stock de deuda. Lo positivo es que esto se concretaría en empresas como consumo, construcción y retail, entre otros, más expuestas por las características propias de sus negocios.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

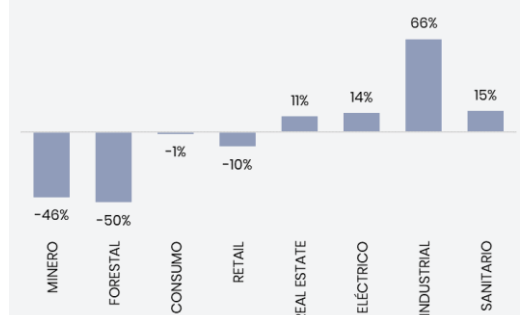
GRÁFICO 1: RENDIMIENTO CORPORATIVOS UF*



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

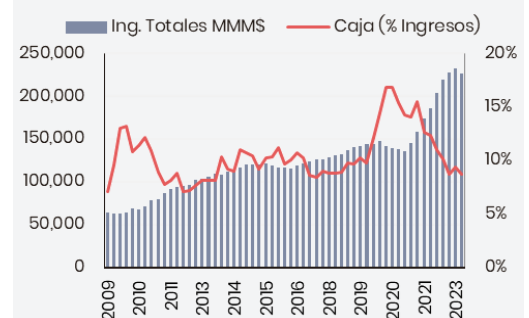
(*) Muestra de bonos corporativos entre 3 y 8 años en UF.

GRÁFICO 2: VAR. A/A EBITDA AL 3T23 POR SECTOR (MUESTRA EMPRESAS IPSA)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: % CAJA VS INGRESOS



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

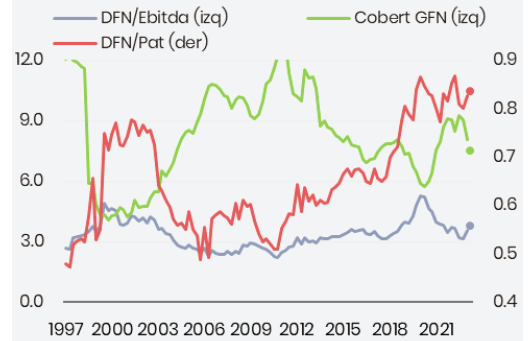
En lo concreto, si extrapolamos nuestras estimaciones de resultados publicadas para empresas del Ipsa para una muestra más amplia de 130 compañías, esto es, un ajuste cercano a -20% a/a en el Ebitda del 3T23 (ver Informe), obtenemos un Ebitda a 12 meses que ajustaría -5% a/a, lo que sumamos a un stock de deuda neta estable respecto al 2T23.

Incorporando estas cifras, esperamos que el ratio Deuda Financiera Neta (DFN)/Ebitda de la muestra bajo monitoreo, que al 2T23 cerró en 3,6x, se podría elevar hasta 3,8x al cierre del 3T23 (comparable con un 3,7x un año atrás y un máximo de 5,3x en pandemia). En la misma línea, el ratio DFN/Patrimonio podría alcanzar 0,84x desde el 0,83x del 2T23 (versus 0,87x en 3T22 y 2T20, peak de la serie histórica). Respecto al ratio de Cobertura de gastos financieros netos (GFN), estimamos un descenso hasta 7,5x luego de alcanzar un nivel de 8,1x en el 2T23. La cifra mínima en pandemia fue de 5,8x (ver gráfico 4).

Así, nuestras perspectivas apuntan a un deterioro, pero contenido, en las métricas financieras con la entrega de resultados del tercer trimestre, manteniéndose aún lejos de lo alcanzado en pandemia. No obstante, aunque serían movimientos moderados, mantiene a los principales indicadores en rangos que no resultan cómodos en términos de flexibilidad financiera, y de esto se difiere un largo camino para concretar una normalización de márgenes y ratios de deuda, en la medida que los resultados vayan en dirección esperada.

En nuestro modelo de valoración de spreads corporativos, efectivamente 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 octubre se mantuvo en 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 respecto a otras categorías (en torno a 50%-60% en un plazo de 4 años, pre estallido social y pandemia).

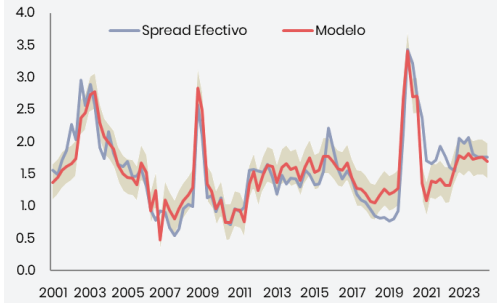
GRÁFICO 4: RATIOS FINANCIEROS MUESTRA*



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

(* Puntos proyectan cifras al 3T23 para la muestra extrapolando estimaciones para empresas del Ipsa.

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

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl