



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Diciembre 2023



Riesgo Corporativo Local: Resultados del 3T23 confirman tensión más permanente en métricas financieras

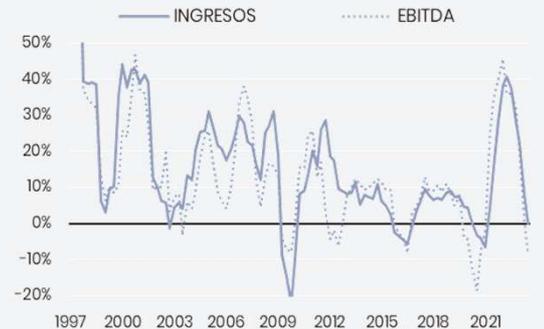
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Los resultados del 3T23 dejaron atrás quizás el último resquicio de cifras influenciadas por elevadas condiciones de liquidez, mostrando un estancamiento en términos de ingresos (a pesar de mantenerse altos niveles de inflación y tasas), que particularmente se resiente en sectores ligados a demanda interna y a materias primas. Esto vino acompañado de una relativa incapacidad de traspaso de mayores costos a precios, consecuencia de una demanda debilitada. Producto de lo anterior, el Ebitda acumulado a 12 meses anotó un descenso de -9% a/a (-4% t/t), mientras que la deuda financiera presentó un incremento de 8% a/a (10% t/t), con un fuerte componente de capital de trabajo, lo que trajo consigo un deterioro no menor en ratios de endeudamiento y solvencia. Este estancamiento operacional, junto a un contexto de tasas que continúan elevadas, sigue incidiendo en un acceso todavía limitado a financiamiento vía bonos, presionando (como veremos) pasivos de corto plazo, gastos financieros y el uso de caja.

El desglose sectorial del Ebitda refleja que a 12 meses las industrias con mayor caída fueron Forestal, Retail, Commodities minero y Telecom, compensados con las recuperaciones de los tres segmentos Eléctricos y Latam Airlines en transporte. En el primer grupo, reconocen altos valores en insumos, logística, aumentos de inventarios y provisiones por un peor comportamiento de pago de sus clientes, sumándose en algunos casos la baja en precios ante una demanda desacelerada, particularmente en celulosa y litio, junto a liquidaciones importantes en el comercio minorista. En la parte positiva, las intensas lluvias desde fines de junio aliviaron la presión por combustibles que mantenía elevado el costo de energía, reflejándose particularmente en este tercer trimestre, dando soporte a las industrias eléctricas. De la misma forma, la normalización del tráfico aéreo, en especial en mercados domésticos de la región, continuaría apoyando los resultados del sector transporte.

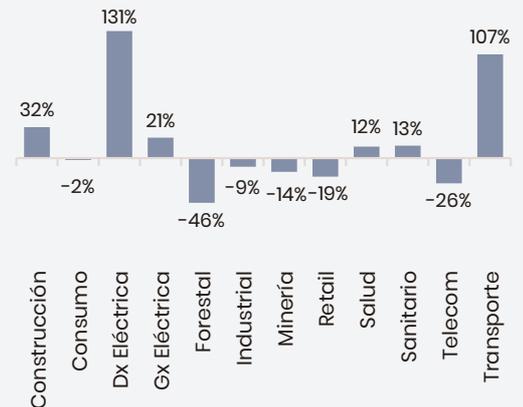
Con todo, el margen Ebitda nuevamente se resiente en esta entrega, a pesar de seguir incluyendo los efectos extraordinarios de fines de 2022. Al 3T23, el margen alcanzó 15,9%, lo que se traduce en una caída de -1,7 pp a/a y de -0,4 pp t/t. En la misma línea, el ROE (Return on Equity) muestra un descenso de -1,6 pp anual, llegando a 9,9%, incorporando también un aumento relevante en el costo financiero (+20% a/a a 12 meses). Si lo limpiamos de dichos resultados sobresalientes que se observaron en ciertas compañías en el último año (como SQM, Latam o Enelchile), actualmente tendríamos un ROE más cercano a 5-6%, 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 desaceleró rápidamente.

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



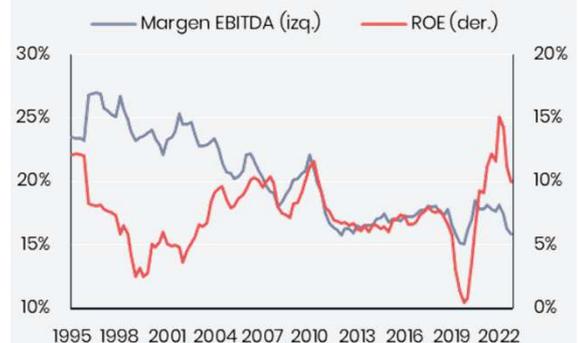
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 2: VAR. A/A EBITDA 12 MESES POR SECTOR



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE RENTABILIDAD (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Con todo, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 4,15x en este trimestre (vs 3,6x al 2T23, y 3,7x al 3T22), aún lejos del peak de 5,3x de mediados de 2020, pero con un repunte relevante durante este año. En este sentido, vemos con más preocupación el mayor endeudamiento operacional que han presentado sectores como Financiero no Bancario, Forestal, Industrial, Retail y Telecom, entre otros, consecuencia principalmente de la caída en la generación de Ebitda.

Por su parte, la razón DFN/Patrimonio alcanzó 0,83x, subiendo respecto al 2T23, pero cediendo en relación al 0,87x del 3T22. Más notorio es el deterioro de métricas de solvencia (como cobertura y liquidez) respecto al 2T23, al depender más del Ebitda, consecuencia además de gastos financieros que continúan presionados por tasas y efecto de mayor capital de trabajo, junto a una menor caja. Si bien, no se desvían de valores históricos, los movimientos t/t fueron bastante relevantes (ver gráfico 5).

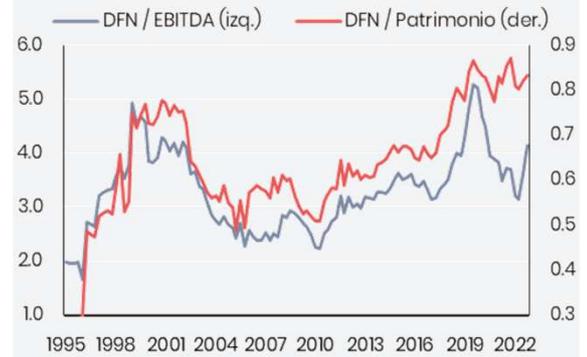
Así, en este contexto de ingresos estabilizados e históricos, pero de reducción de rentabilidades, hay tres aspectos relevantes que nos gustaría resaltar:

- 1. La Caja ha disminuido como uso alternativo a la deuda.** El nivel de caja representó este 3T23 un 9,7% de los ingresos anualizados, porcentaje que ha caído abruptamente en los últimos 3 años (gráfico 6), lo que a nuestro juicio se ha asociado a las condiciones poco atractivas de tasas y liquidez en el mercado de deuda que han derivado en buscar financiamiento alternativo para no encarecer aún más el costo financiero, pero que estaría limitando la liquidez de ciertas industrias.
- 2. Un 40% de los pasivos vencen en los próximos 3 años.** De una muestra amplia de compañías, los vencimientos hasta sep-26 representan unos USD 53,6 billones (gráfico 7), de los cuales un 53% corresponde a bancos y un 29% a bonos (equivalente a USD 15,6 millones), cifra bastante superior (casi 6 veces) a lo que se ha emitido anualmente desde 2021, lo que imaginamos generaría nuevas presiones en el mercado de bonos asumiendo que serían refinanciados.

En este sentido, el porcentaje de pasivos con vencimiento en el corto plazo también ha venido subiendo (+4 pp respecto a 2020), hasta 19,8% del total, con mayor presencia bancaria y de efectos de comercio, lo que exacerba el punto anterior respecto a la necesidad de refinanciamiento que están enfrentando algunos actores para extender así el perfil de vencimientos de la deuda. Especial atención requerirán sectores como Construcción, Financiero no Bancario e Industrial, más expuestos a este ítem.

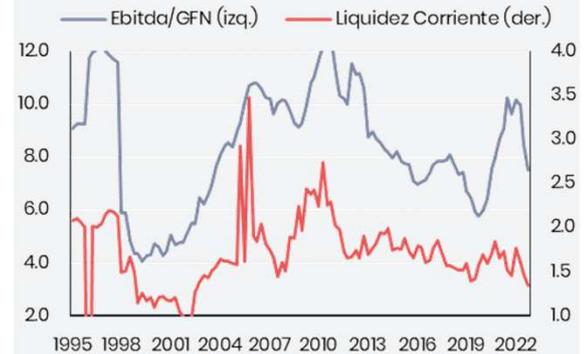
- 3. Ratios financieros seguirán presionados por un tiempo, mientras que normalización de tasas se incorporaría gradualmente.** Dado que, de aquí a un año, unos USD 29 billones (según nuestra muestra) debiera ser refinanciada, esto todavía se daría en una economía debilitada, lo que podría mantener presionados costos financieros y afectar la última línea e indicadores de cobertura de las compañías. Por ende, vemos que la presión en deuda podría hacer demorar la absorción de la recuperación operacional, dejando a 2024 como un año de transición.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES DE COBERTURA* (ex ESTATALES)

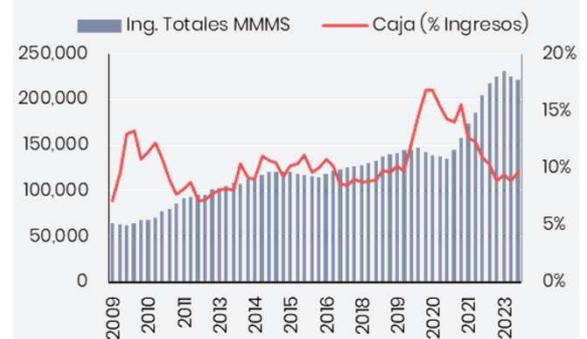


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

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

GRÁFICO 6: COMPARACIÓN NIVEL DE CAJA CON INGRESOS 12 MESES



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

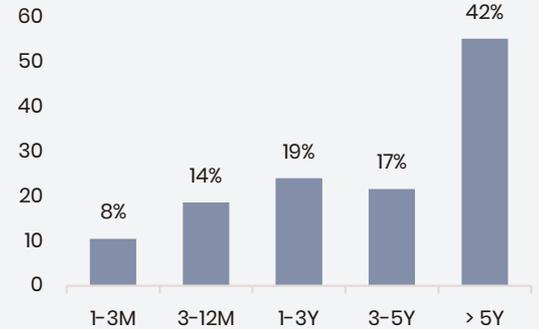
Finalmente, si nos vamos al **detalle sectorial**, en DFN/Ebitda destacan negativamente las industrias que mencionamos con menor generación de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman un alza en su deuda neta (como Forestal y Commodites minero). Pero, por otro lado, otros con menor endeudamiento, igualmente mostraron deterioros año contra año en su indicador debido a la caída aún mayor en su Ebitda, como son Retail y Telecom. Algunos de estos casos han debido enfrentar reducciones en su clasificación de deuda ante perspectivas de una lenta recuperación en sus resultados. En cambio, casos como Construcción y Sanitario compensaron mayor deuda con el incremento en Ebitda, mostrando un ratio incluso menor a/a. Mención especial merece Construcción, puesto que ante un freno en el backlog y expectativas de márgenes más normalizados para el próximo año, junto a un mercado inmobiliario que se mantiene deprimido, podría implicar una reacción rezagada al actual escenario económico.

A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sólo registró cambios menores respecto al 3T22, salvo la mejora de 0,5 pp en Distribución eléctrica, y la normalización del ratio de Transporte en 0,5x, tras sellarse la reestructuración de Latam Airlines a fines de 2022.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 7,5x en la muestra (-2,1 pts a/a, -1,0 pts t/t). Individualmente, los cambios más negativos en términos históricos se concentran en Forestal, Telecom, Industrial, Consumo, Construcción y Retail. Este indicador, de hecho, ha sido especialmente sensible en ciertos emisores, gatillando solicitudes de *waiver* a sus bonistas debido mayormente a su retroceso operacional.

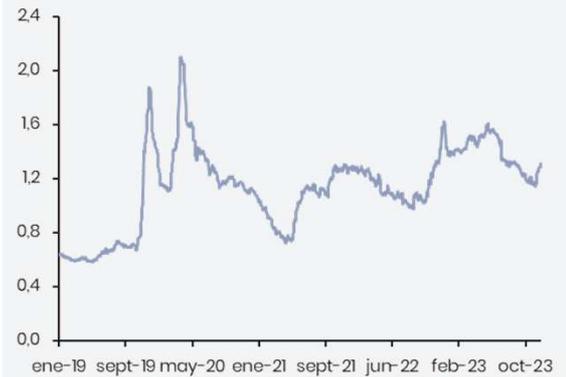
Frente a un escenario global aún estresado, y particularmente a nivel local, esperamos que la rentabilidad y endeudamiento de la muestra continúen presionados en el corto plazo, en especial en empresas mayormente vinculadas al ciclo, para comenzar a ceder a partir de la segunda mitad de 2024. A lo anterior se podría sumar una contingencia regulatoria que, no descartamos, aún pueda golpear de manera adicional a mediano plazo a ciertas industrias (ej: situación isapres, reforma tributaria). Dado que este último aspecto no se encontraría incorporado en los actuales niveles de spreads, nuestra recomendación apunta a mantenerse neutral en la renta fija corporativa, pero privilegiando activos de mejor calidad crediticia, como medida de resguardo a focos de incertidumbre que todavía prevalecen.

GRÁFICO 7: PERFIL DE VENCIMIENTOS (MUESTRA EMPRESAS – USD 130 Bill.)



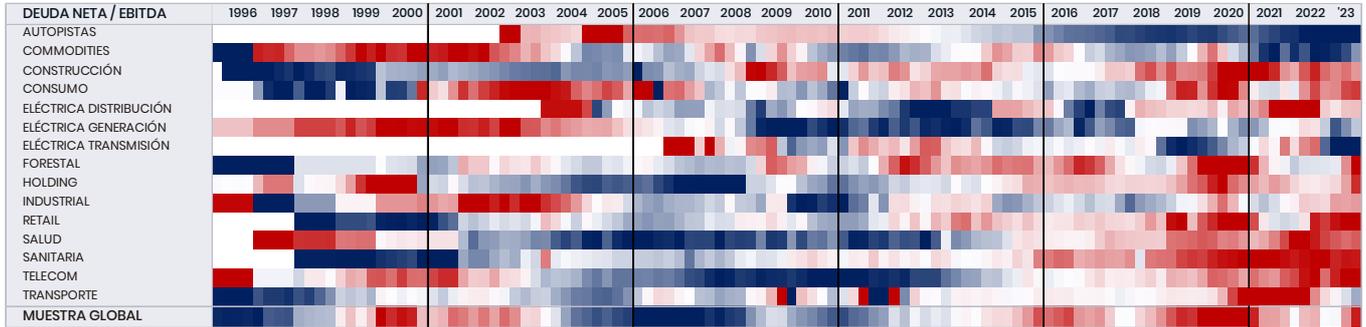
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

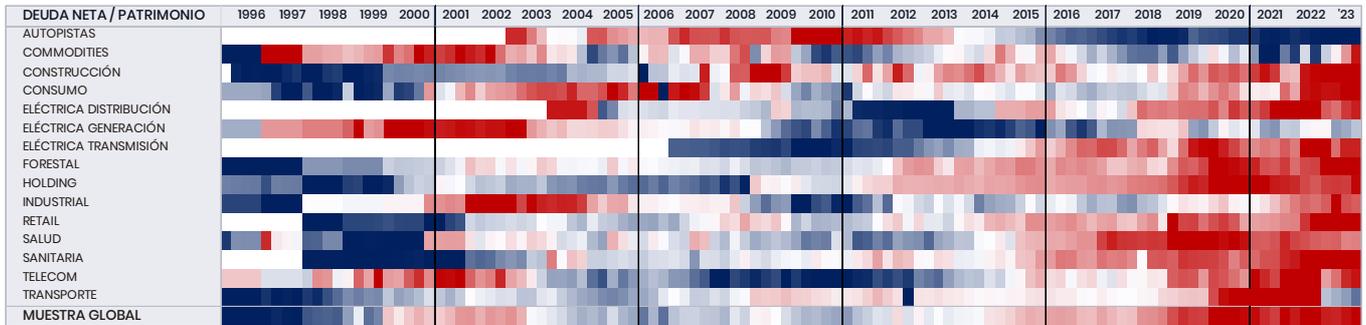
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



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



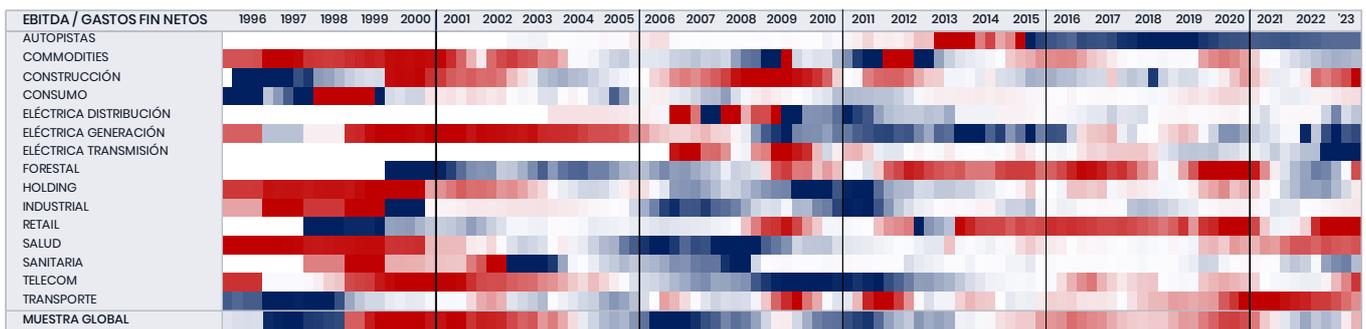
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*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

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente de 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