



INFORME DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Departamento de Estudios

Junio 2024

Riesgo Corporativo Local: IT24 confirma punto de inflexión operacional, pero mantenemos cautela en vencimientos de deuda

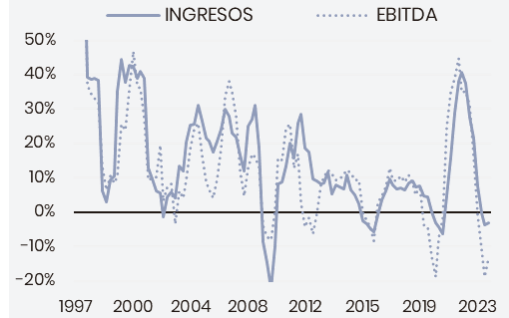
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Los resultados del IT24 confirmaron un desempeño más favorable a nivel de cifras operacionales y liquidez, aunque mantienen signos de presión en deuda y utilidad. En el aspecto operacional, se observaron mejoras incipientes en consumo que debieran ser ratificadas en los próximos reportes, viéndose apoyadas además por una favorable conversión cambiaria en empresas con operaciones en la región, y algún respiro adicional en términos de costos, particularmente en inventarios y logística, lo que explica el aumento en torno a 12% en el Ebitda del trimestre, frenando variaciones negativas en los últimos 4 ejercicios. Lo anterior, junto a exigencias de financiamiento de capital de trabajo que han cedido, han permitido que la liquidez recupere terreno, aunque aún no de manera transversal, variable de especial preocupación frente a la necesidad de cubrir compromisos relevantes de deuda en los siguientes meses. La contraparte sigue siendo la deuda, aunque también influenciada por aspectos cambiarios, escondiendo procesos reales de desapalancamiento en ciertas compañías. Sí resultaron más inesperados algunos cargos tributarios importantes en sectores como minería (especialmente los USD 1,1 billones en SQM) y telecomunicaciones, que probablemente implicarán un cierto lastre en la recuperación de la última línea de la muestra.

Ante el arrastre de los trimestres previos, el Ebitda a 12 meses todavía acumula un descenso de -13% a/a, liderado por sectores como commodities minero, forestal, industrial y retail (gráfico 2). En particular, estas industrias suman la baja importante que han manifestado el litio y la celulosa en términos anuales, una demanda desacelerada en diversos sectores productivos, tanto a nivel local como internacional, y un consumo discrecional que recién comienza a compensar un comportamiento de pago de clientes que sí se ha visto deteriorado. Por el lado positivo, en tanto, destacaron transporte, salud y consumo. Aquí convergen un tráfico de pasajeros que mantiene un ritmo interesante de crecimiento, junto a menores precios por combustibles, además de caídas en indicadores de siniestralidad en la atención médica y alzas tarifarias en bebestibles apoyadas por la evolución de las monedas regionales.

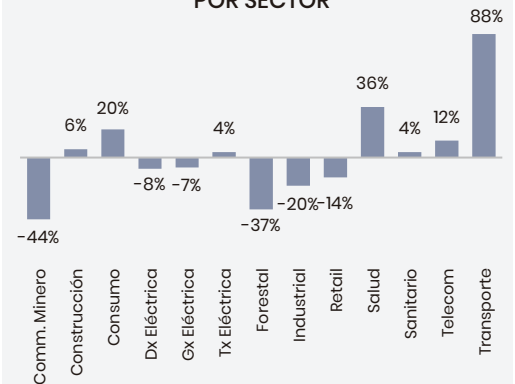
Si bien, el margen Ebitda sube levemente t/t, mantiene un descenso en términos anuales, quedando unos 2,0-2,5 puntos por debajo de los niveles observados pre pandemia (gráfico 3). Al cierre de esta entrega, la muestra alcanzó un margen de 15,1%, lo que implica -1,9 pp a/a y +0,1 pp t/t. Mayor fue el descenso en el ROE (Return on Equity), consecuencia del peso del sector exportador en la utilidad de la muestra, la que cae -57% a/a. Con ello, el ROE anualizado retrocede -9,2 pp a/a, llegando a 5,1%, por debajo del rango entre 6-7% que presentó entre 2014 y 2017. Además del retroceso operacional e impactos tributarios, estos datos incorporan un fuerte aumento en el costo financiero (+23% a/a), que mantendrá su presión mientras no se concreten mayores bajas en las tasas de interés del mercado.

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



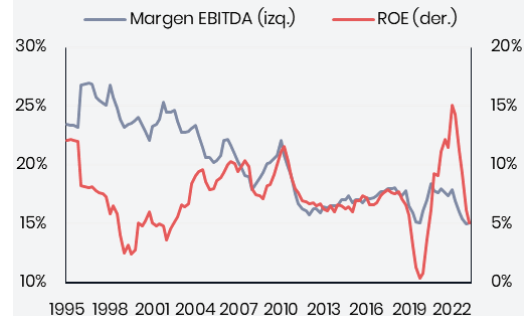
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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.

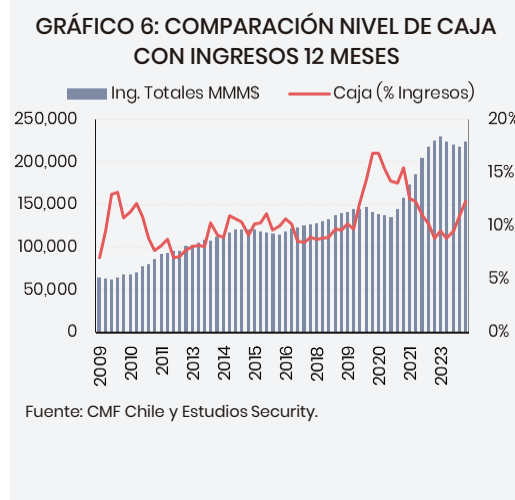
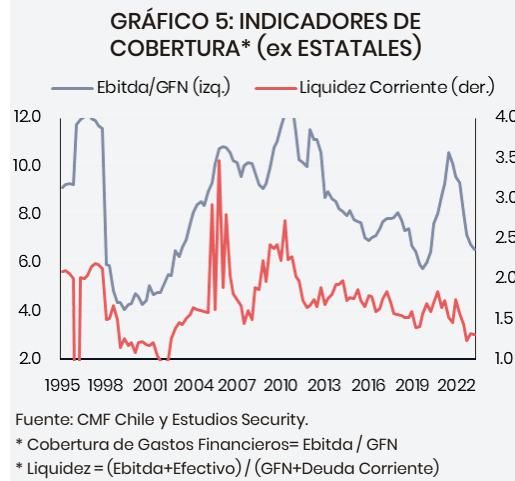
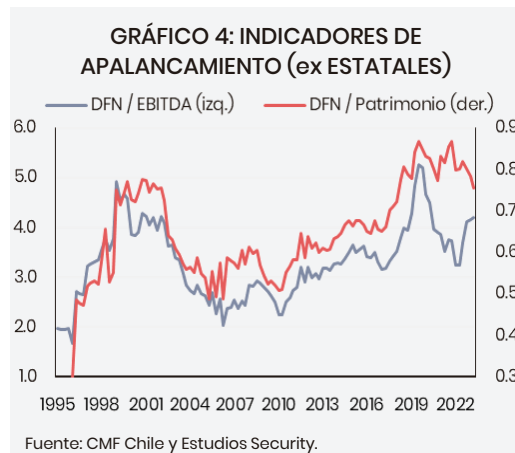
Con todo, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 4,2x en este trimestre (vs 4,1x al 4T23, y 3,3x al 1T23), manteniendo el deterioro que significaron los resultados del año 2023. En este sentido, el stock de deuda anotó un aumento de 14% a/a, donde impacta fuertemente la depreciación de 24% del peso chileno respecto al 1T23. A tipo de cambio estable, la variación sería más contenida, en torno a 5% a/a. No obstante, mantenemos el foco de cautela en sectores que continúan con un mayor endeudamiento operacional, como construcción, financiero no bancario, distribución eléctrica y forestal, los que debieran presentar mayor alivio en este indicador en la medida que se concrete una mayor actividad, principalmente local.

Por su parte, la razón DFN/Patrimonio alcanzó 0,76x, cayendo respecto al 0,78x del trimestre previo y el 0,8x del 1T23, apoyado por una mejora relevante en la base patrimonial (+19% a/a). No obstante, la cobertura sobre gastos financieros netos vuelve a caer, consecuencia de un Ebitda que arrastra cifras golpeadas y gastos financieros que se mantienen elevados (por tasas y stock). En cambio, el incremento de 27% a/a en la caja permitió un repunte en la liquidez ajustada, dando un pequeño alivio en medio de un panorama que, pese a mejoras, continúa estresado en términos históricos.

En resumen, queremos recalcar los siguientes aspectos:

- 1. La Caja mejora, apoyando indicadores de liquidez.** El nivel de caja representó en este 1T24 un 12% de los ingresos anualizados, porcentaje que ratifica la mejora de trimestres anteriores (gráfico 6), superando el promedio histórico de 10%. Las condiciones poco atractivas de tasas y actividad en el mercado de deuda habían derivado en su uso alternativo como financiamiento, lo que si bien cede a nivel de muestra, se mantiene estresado en sectores como construcción o distribución eléctrica.
- 2. En términos de deuda, un 41% vence en los próximos 3 años.** De una muestra amplia de compañías, los vencimientos hasta el 1T27 representan USD 53,3 billones, de los cuales un 51% corresponde a bancos y un 30% a bonos, manteniendo estructura y montos observados en el 4T23 (gráfico 7). Sin embargo, en lo referente al corto plazo, se aprecia una mayor concentración en la deuda que vence en los 3 meses más inmediatos (que sube de 6% a 9%), sumando USD 11,3 billones, equivalente a 5 o 6 veces lo que se ha emitido en bonos corporativos locales en los últimos 12 meses. Como esta medición es de marzo, estos refinanciamientos se habrían ejecutado en este trimestre en curso, por lo que aún no esperamos cambios importantes en las tasas que incorporarían estos nuevos créditos, en medio de un mercado de bonos que se activa muy lentamente.

La mayor presencia bancaria y de efectos de comercio como alternativa de financiamiento (consecuencia de tasas elevadas y un mercado de bonos reducido), junto al vencimiento de bonos en emisores importantes, explican esta mayor concentración, siendo por ello importante la cobertura a través de la caja en caso que se postergue algún refinanciamiento. Especial atención la centramos en construcción, financiero no bancario, industrial y distribución eléctrica.



3. Ratios financieros mixtos, pero esperamos que consolidación de mejora se concrete en la segunda mitad del año. Si bien, la presión en Ebitda y márgenes podría aún condicionar la evolución en los principales indicadores de endeudamiento, esperamos que sectores cíclicos lideren este cambio de tendencia gracias a un consumo que se consolida y una base de comparación menos adversa.

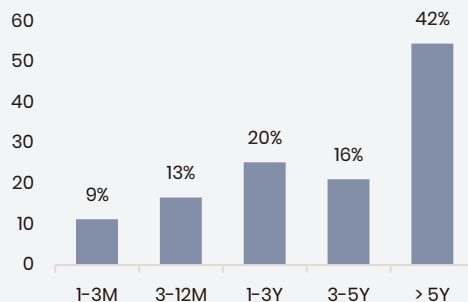
En este contexto de ratios, si nos vamos al **detalle sectorial**, en DFN/Ebitda destacan negativamente algunas de las industrias que mencionamos con menor generación de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman un alza en su deuda neta (particularmente forestal y commodities minero y, en menor medida, retail y distribución eléctrica). 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 es el caso de industrial. Un sector expuesto recientemente por temas regulatorios, como es salud, logra mejorar este indicador gracias a un repunte en márgenes y alivios a nivel financiero. También resultan destacables las mejoras observadas en transmisión eléctrica y transporte (con fuertes caídas en su stock de deuda neta).

En cuanto a balance, el endeudamiento financiero (medido como DFN/Patrimonio) sólo registró cambios menores respecto al 1T23, destacando la mejora de 0,2 pp en salud y transmisión eléctrica, y los consistentes repuntes en el ratio de transporte, 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 6,6x en la muestra (-2,8 pts a/a, -0,2 pts t/t). Individualmente, los cambios más negativos en términos históricos se concentran en commodities minero, forestal y distribución eléctrica. Este indicador, de hecho, ha sido especialmente sensible en ciertos emisores, gatillando solicitudes de *waiver* a sus bonistas durante 2023 debido mayormente a su retroceso operacional.

Dado que esperamos que la recuperación de indicadores de solvencia y deuda se presente de manera gradual a lo largo del año, liderada por los segmentos más cíclicos de la economía, por el momento privilegiamos emisores de mejor calidad crediticia en un contexto neutral para esta clase de activos en nuestro portafolio recomendado. No descartamos que hacia la segunda mitad del año estas mismas compañías (de mayor riesgo) concentren mayor interés por parte del mercado, en particular frente a un reinicio de emisiones para optimizar sus condiciones de deuda, situación que estará condicionada a cómo se consoliden sus repuntes en resultados y apalancamiento, y el escenario de tasas locales.

GRÁFICO 7: PERFIL DE VENCIMIENTOS (MUESTRA EMPRESAS – USD 129 Bill.)



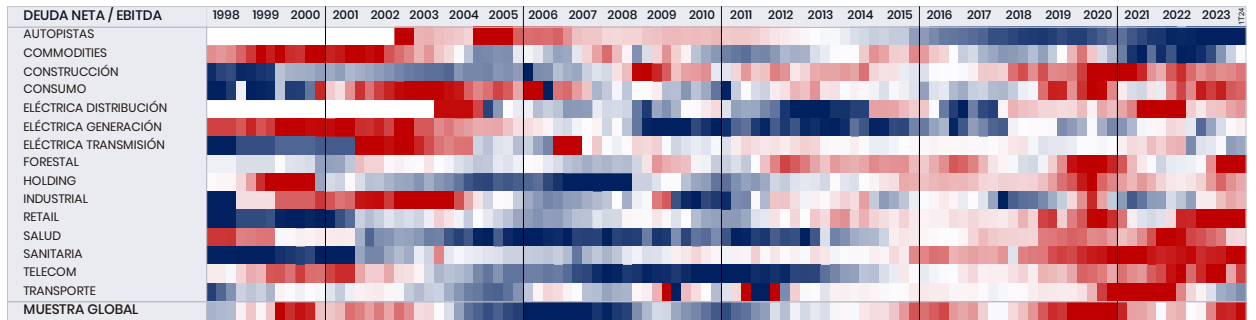
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



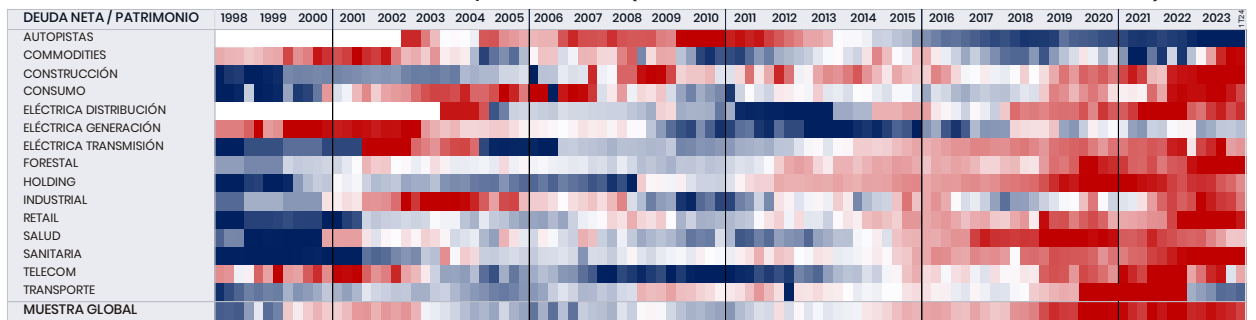
Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

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



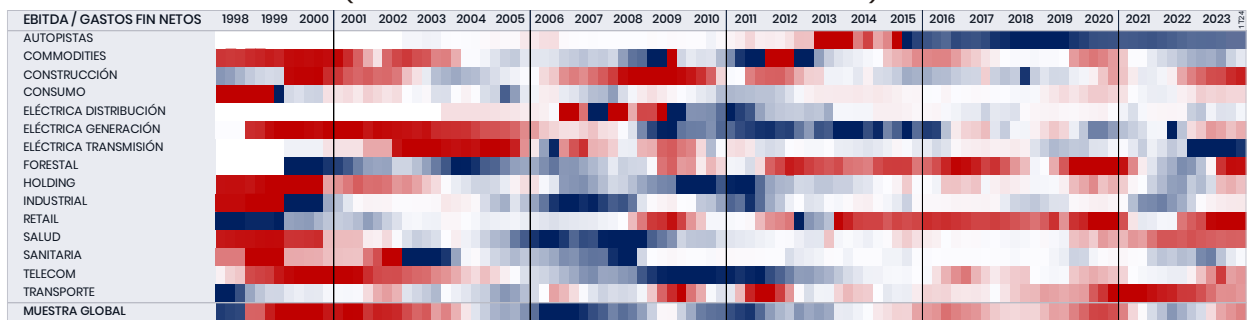
*Escala de colores representa el percentil del indicador
(azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

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.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl

VALORES SECURITY S.A. CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.

Gerente de Renta Fija Nacional

(56-2) 2584 4646 - 2901 6239

viviana.neira@security.cl

Manuel González G.

Subgerente Intermediación Renta Fija

(56-2) 2581 5626

manuel.gonzalez@security.cl

INFORME DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviere actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.