



INFORME DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Departamento de Estudios
Septiembre 2024

Riesgo Corporativo Local: Segundo trimestre ratifica mejoras en liquidez, márgenes y endeudamiento, con rezago en utilidad

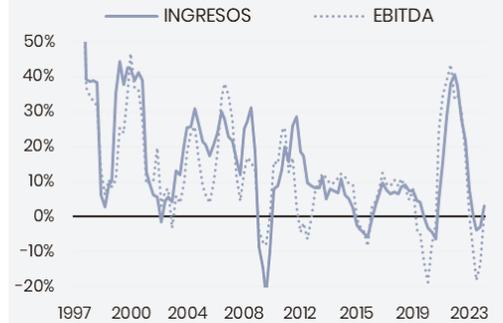
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Los resultados del 2T24 confirmaron un nuevo trimestre con mejor desempeño operacional y repunte en liquidez y deuda, aunque mantuvo signos de presión en utilidad y cobertura. En el aspecto operacional, aún se observan mejoras incipientes en consumo, que debieran ser ratificadas en el segundo semestre, las que se vieron apoyadas 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 anterior, junto a exigencias de financiamiento de capital de trabajo que han cedido, han permitido que la liquidez siga recuperando terreno, quedando sólo algunos sectores rezagados, que igualmente son de especial preocupación frente a la necesidad de cubrir compromisos relevantes de deuda en los siguientes meses. La deuda como monto, si bien continúa influenciada por conversión cambiaria, ya denota procesos de desapalancamiento en ciertas compañías, y una relativa optimización en plazos de vencimiento. La contraparte se mantiene en la utilidad, consecuencia de cargos tributarios en minería y telecomunicaciones (especialmente los USD 1,1 billones en SQM al 1T24), que implicarán un lastre en la recuperación de la última línea de la muestra, sumándose condiciones de tasas que seguirán afectando gastos financieros.

Pese al arrastre de los trimestres previos, el Ebitda a 12 meses logró acumular un avance de 1% a/a, liderado por sectores como transporte, retail y salud (gráfico 2). Aquí convergen un tráfico de pasajeros que mantiene un ritmo interesante de crecimiento, junto a menores precios por combustibles, además de un mayor control en inventarios y un consumo discrecional recuperando, potenciando márgenes, apoyados también por filiales regionales y, por último, altos niveles de demanda por atención médica. Por el lado negativo, se mantienen deprimidos commodities minero, forestal e industrial, consecuencia de las importantes bajas que han anotado precios de litio y celulosa en términos anuales, junto a una demanda que sigue ajustada en ciertos sectores productivos, tanto a nivel local como internacional.

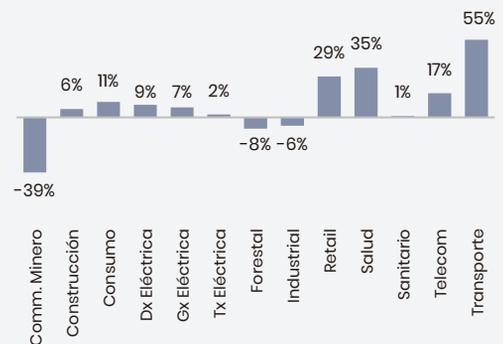
Si bien, el margen Ebitda sube levemente t/t, mantiene un descenso en términos anuales, quedando todavía unos 2,0 puntos por debajo de los niveles observados pre pandemia (gráfico 3). Al cierre de esta entrega, la muestra alcanzó un margen de 15,7%, lo que implica -0,3 pp a/a y +0,7 pp t/t. En el caso del ROE (Return on Equity), como consecuencia del peso del sector exportador en la muestra y el reconocimiento de pérdidas tributarias en el 1T24, su utilidad mantiene una importante caída de -35% a/a. Con ello, el ROE anualizado retrocede -4,8 pp a/a, llegando a 6,5%, aunque mejora 1,7 pp t/t. Además de efectos operacionales y de impuestos, estos datos continúan con un fuerte aumento en el costo financiero (+21% 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)



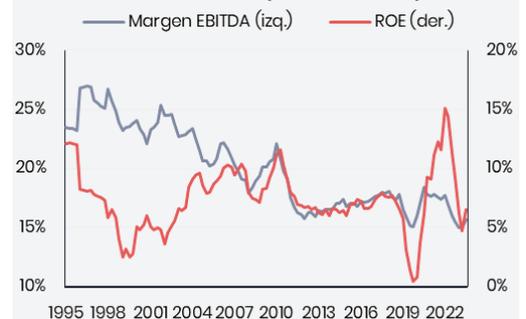
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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.

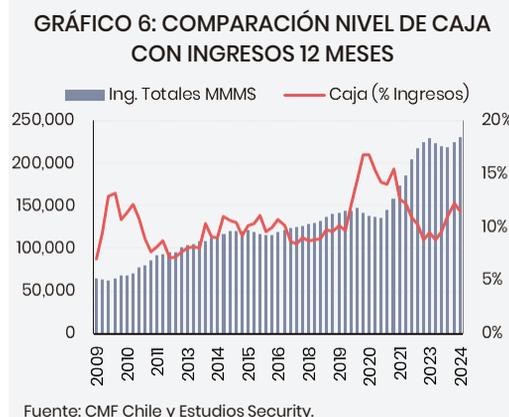
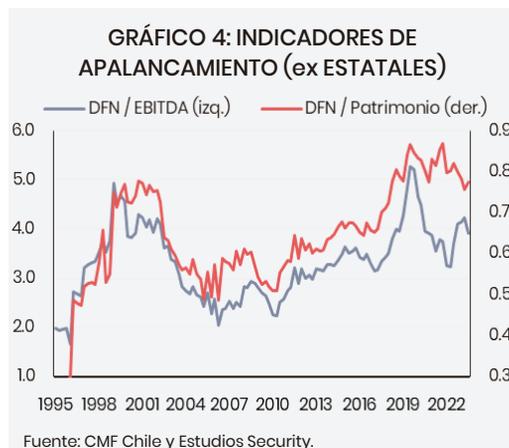
Con todo, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,9x en este trimestre (vs 4,2x al 1T24, y 3,7x al 2T23), recuperándose en parte del deterioro que significaron los resultados del año 2023. En este sentido, el stock de deuda anotó un aumento de 11% a/a, donde impacta fuertemente la depreciación de 18% del peso chileno respecto al 2T23. A tipo de cambio estable, la variación sería más contenida, en torno a 4% a/a. No obstante, mantenemos el foco de cautela en sectores que continúan con un elevado endeudamiento operacional, como construcción, financiero no bancario, retail y entretenimiento, 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 0,77x, subiendo respecto al 0,76x del trimestre previo, pero mejora el 0,82x del 2T23, apoyado por una mayor base patrimonial (+14% a/a). No obstante, la cobertura sobre gastos financieros netos cae a/a, consecuencia de un Ebitda que arrastra cifras golpeadas y gastos financieros que se mantienen elevados (por tasas y stock). En cambio, el incremento de 34% a/a en la caja permitió un repunte en la liquidez ajustada (gráfico 5), dando un pequeño alivio en medio de un panorama que, pese a mejoras, continúa estresado en términos históricos.

A nuestro juicio, los puntos más destacables del reporte del 2T24 son:

- 1. La Caja mejora, apoyando indicadores de liquidez.** El nivel de caja representó en este 2T24 un 11,5% de los ingresos anualizados, porcentaje que conserva la mejora de trimestres anteriores (gráfico 6), superando el promedio histórico de 10%. No obstante, su uso alternativo debido a restricciones de financiamiento ha hecho que se mantenga estresada en sectores como construcción, distribución eléctrica o retail.
- 2. En términos de deuda, un 39% vence en los próximos 3 años.** De una muestra amplia de compañías, los vencimientos hasta el cierre del 2T27 representan USD 51,2 billones, de los cuales un 51% corresponde a bancos y un 29% a bonos, manteniendo estructura y montos observados en el 1T24 (gráfico 7). Sin embargo, en lo referente a vencimientos, se aprecia una mayor concentración en la deuda que vence en 3 a 5 años (que sube de 16% a 19%), dando un leve respiro al plazo más inmediato (próximos 3 meses), considerando las condiciones aún adversas en tasas y actividad en el mercado local. Sin embargo, en un mercado de bonos que sigue deprimido, el monto a vencer en los próximos meses igualmente es relevante (USD 10 billones), siendo 15 veces lo emitido en papeles corporativos en los últimos 12 meses. Esto significaría niveles de gastos financieros todavía presionados por los siguientes trimestres para su estándar histórico. Algún alivio eso sí podría venir de emisiones internacionales de parte de emisores de mayor tamaño, con la posibilidad de ir recogiendo un escenario de menores tasas.

La mayor presencia bancaria y de efectos de comercio en los últimos años (consecuencia de tasas elevadas y un mercado de bonos reducido), junto al vencimiento de bonos en emisores importantes, han explicado una mayor concentración en el corto plazo, 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, minería servicios e industrial.



3. Ratios financieros mejoran gradualmente, lo que se consolidaría 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 ha recuperado 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, sanitario y distribución eléctrica). Un sector expuesto recientemente por temas regulatorios, como es salud, logra mejorar este indicador gracias a un repunte en márgenes y estabilidad en términos de deuda financiera. También resultan destacables las mejoras observadas en retail y transporte (con fuertes repuntes en su Ebitda).

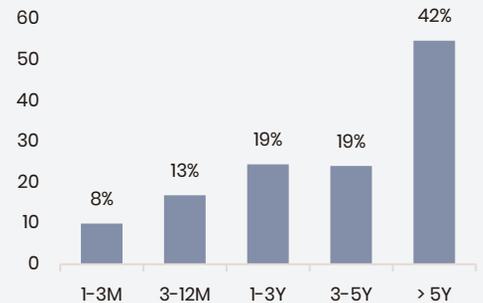
En cuanto a balance, el endeudamiento financiero (medido como DFN/Patrimonio) sólo registró cambios menores respecto al 2T23, destacando la mejora de 0,3 pp en transmisión eléctrica, y de 0,2 pp en salud y generación eléctrica.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, a nivel de muestra se ubicó en 6,4x (-1,2 ptos a/a, estable 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.

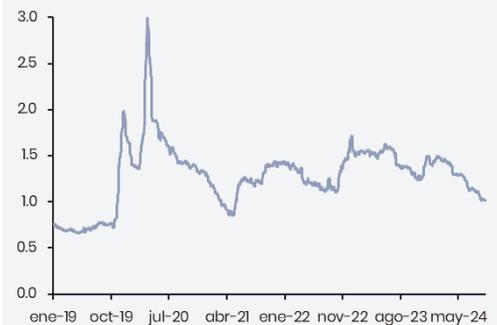
No descartamos que hacia la segunda mitad del año estas mismas compañías (de mayor riesgo) concentren mayor interés por parte del mercado, en particular frente a un reinicio de emisiones para optimizar sus condiciones de deuda, situación que estará condicionada a cómo se consoliden sus repuntes en resultados y apalancamiento, y el escenario de tasas locales.

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



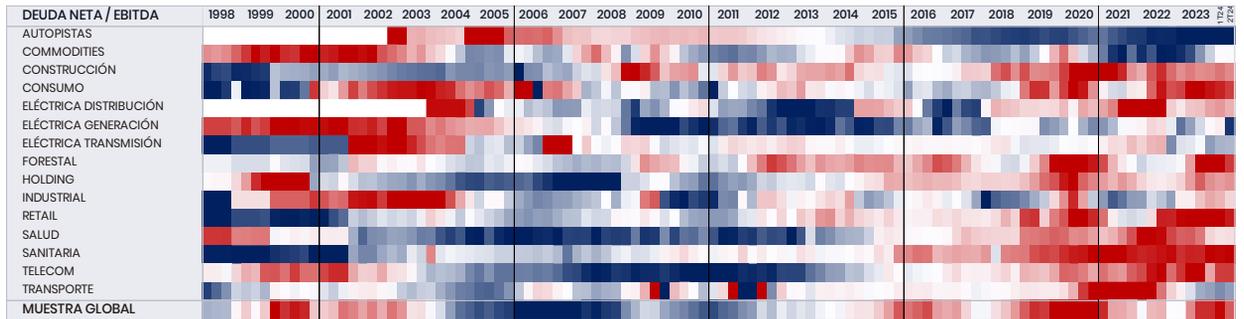
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



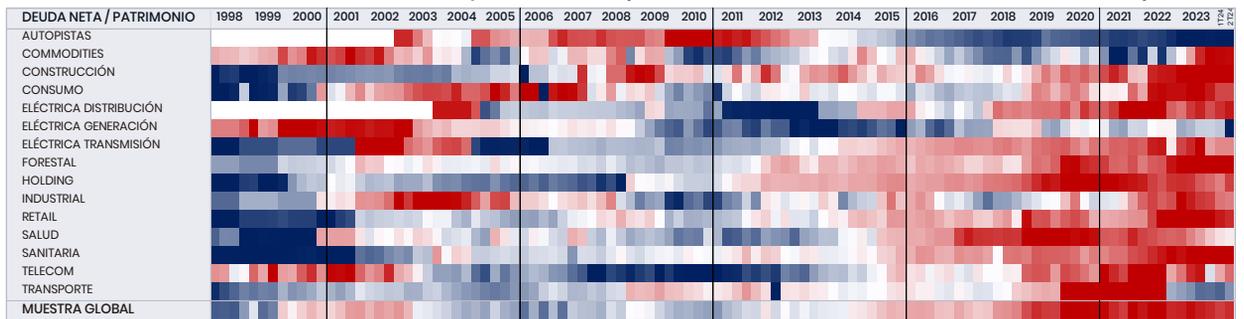
Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

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



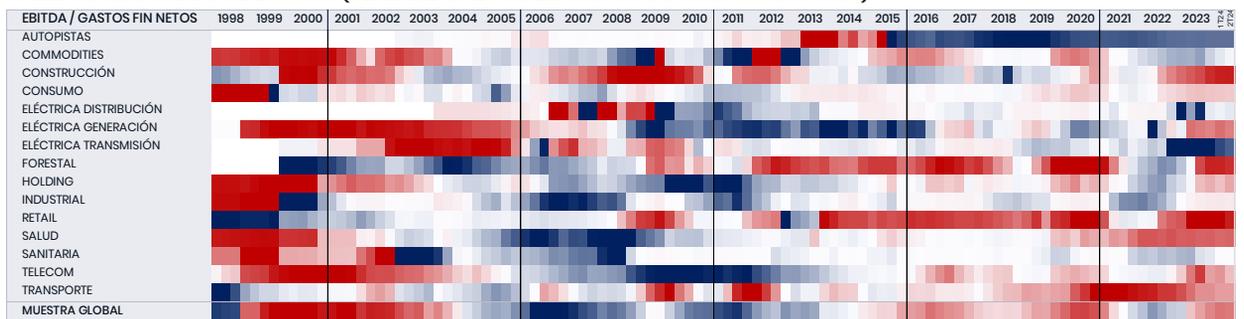
*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

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.

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

Juan Manuel Mira C.

Analista de Inversiones

juanmanuel.mira@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.