



# INFORME DE RENDA FIJA CORPORATIVA

Departamento de Estudios

Diciembre 2024

## Riesgo Corporativo Local: Reducción efectiva en endeudamiento al 3T24 otorga respaldo para enfrentar escenarios de riesgo

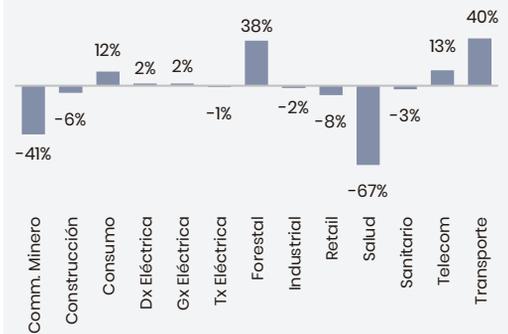
Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

Las expectativas respecto de los resultados del 3T24 apuntaban a ratificar las tendencias de mejora de diversos indicadores operacionales y de solvencia que se observaron en reportes previos del año, a pesar del freno que presentaría el Ebitda del periodo producto del impacto del sector minero. Si bien las estimaciones se cumplieron en gran medida, destacamos particularmente dos aspectos que nos sorprendieron positivamente: liquidez y endeudamiento. Indicadores operacionales lograron contrarrestar el efecto de menores precios de insumos con alzas en industrias como forestal y retail, junto a una hidrología local más favorable. En ese sentido, destaca especialmente el repunte en liquidez, apoyada en una caja que crece 27% a/a, y en el ROE (Return on Equity), volviendo a niveles históricos de 7%. Por el lado de la deuda, destaca el alivio en indicadores, donde esperábamos un menor stock por conversión de tipo de cambio, pero que suma una reducción efectiva de apalancamiento, principalmente de emisores de alto tamaño, junto a una extensión en los plazos de pago.

El Ebitda a 12 meses acumuló un incremento de 6% a/a, manteniendo el nivel logrado en el 2T24, liderado por los sectores forestal, transporte y consumo (gráfico 1). Aquí convergen un mayor volumen de celulosa exportado, con alza en precios, un tráfico de pasajeros que mantiene un ritmo interesante de crecimiento, junto a menores precios por combustibles, y el efecto de menores presiones en materias primas, lo que permite un repunte en márgenes en consumo. Por el lado negativo, los ajustes en commodities minero y salud responden a las importantes bajas que ha anotado el precio del litio y al reconocimiento del pasivo asociado a la devolución en isapres por el ajuste en tabla de factores.

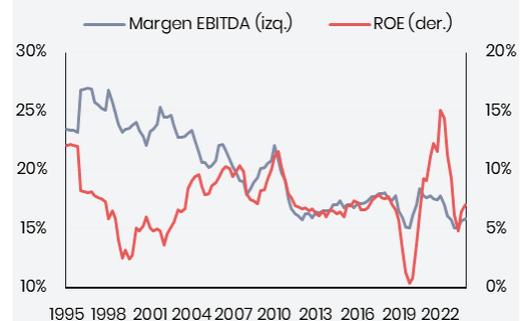
El margen Ebitda se mantiene todavía unos 2,0 puntos por debajo de los niveles observados pre pandemia (gráfico 2). Al cierre de este ejercicio, la muestra alcanzó un margen de 15,8%, subiendo levemente en términos anuales y t/t (+0,1 pp en ambos casos). En el caso del ROE, como consecuencia del peso del sector exportador en la muestra y su reconocimiento de pérdidas tributarias en el 1T24, la utilidad mantiene una caída de -20% a/a. No obstante, dicho impacto ha sido mitigado parcialmente con ganancias extraordinarias por venta de activos, permitiendo que el retroceso sea de sólo 2,2 pp a/a, llegando a una rentabilidad de 7,0% (+0,6 pp t/t), un nivel más alineado a su tendencia histórica (luego de llegar a 4,8% en el 1T24). El descenso en el costo financiero, aunque más lento de lo esperado por la postergación de bajas de tasas por parte del Banco Central, se ha sumado como variable de alivio no sólo en la última línea sino también como parte de la explicación de menores requerimientos de financiamiento de deuda de corto plazo, aunque aún es una variable que compromete a empresas de menor tamaño.

GRÁFICO 1: VAR. A/A EBITDA 12 MESES POR SECTOR



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.

Con todo, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,5x en este trimestre (vs 3,8x al 2T24, y 4,0x al 3T23), recuperando gran parte del deterioro que significó la baja de resultados del año 2023. El stock de deuda anotó un ajuste de -4% a/a (-5% t/t), con un tipo de cambio de conversión que esta vez no muestra variaciones respecto al cierre de 3T23 (~\$900), esto considerando que cerca del 40% de la muestra reporta pasivos en dólares. Mantenemos el foco de cautela en sectores que continúan con un elevado endeudamiento operacional, como construcción, financiero no bancario, retail y entretenimiento.

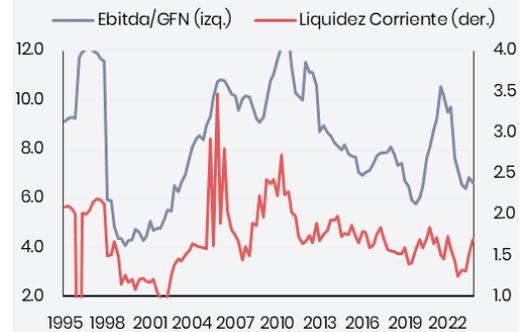
Por su parte, la razón DFN/Patrimonio alcanzó 0,7x, bajando tanto respecto al 0,74x del trimestre previo, como del 0,8x del 3T23, apoyado por la baja en la deuda y una mayor base patrimonial (+5% a/a). No obstante, la cobertura sobre gastos financieros netos cae a/a, consecuencia de un Ebitda más presionado en los últimos 3 meses y gastos financieros que se mantienen elevados (por tasas y stock). En cambio, el incremento ya mencionado en la caja permitió un repunte en la liquidez ajustada (gráfico 4), dando un pequeño alivio en medio de una tendencia predominantemente bajista en los últimos 10 años.

De esta forma, ahondando en los puntos que mencionamos al principio como más destacables de este reporte:

- 1. La Caja nuevamente mejora, apoyando indicadores de solvencia.** El nivel de caja representó en este 3T24 un 11,6% de los ingresos anualizados, porcentaje que conserva la mejora de trimestres anteriores (gráfico 5), 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, salud o retail.
- 2. En términos de deuda, un 38% vence en los próximos 3 años.** De una muestra amplia de compañías, los vencimientos hasta el cierre del 3T27 representan USD 50,3 billones, de los cuales un 51% corresponde a bancos y un 29% a bonos, manteniendo estructura y montos observados a lo largo de 2024 (gráfico 6). Sin embargo, en lo referente a vencimientos, se aprecia un reposicionamiento de deuda hacia plazos mayores a 3 años (en torno a 2 pts), dando un leve respiro a plazos más cercanos, considerando las condiciones aún adversas en tasas y actividad en el mercado local, el cual vino de emisores de mayor envergadura, principalmente de carácter internacional. En un mercado de bonos locales que muestra señales incipientes de reactivación, el monto a vencer en los próximos 12 meses igualmente es relevante (USD 26,3 billones), siendo 8 veces lo emitido en papeles corporativos en el último año. Esto significaría niveles de gastos financieros todavía presionados por los siguientes trimestres para su estándar histórico.

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, habían generado una mayor concentración de pasivos en el corto plazo, aspecto que se tiende a regularizar en esta entrega gracias a los refinanciamientos observados este año.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA\* (ex ESTATALES)

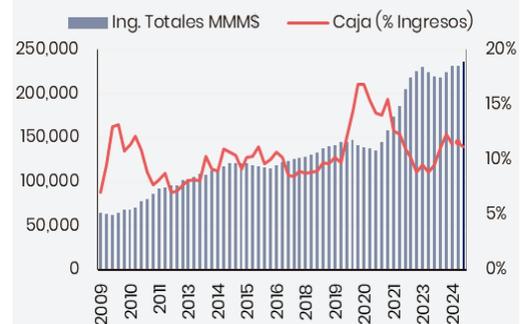


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

\* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

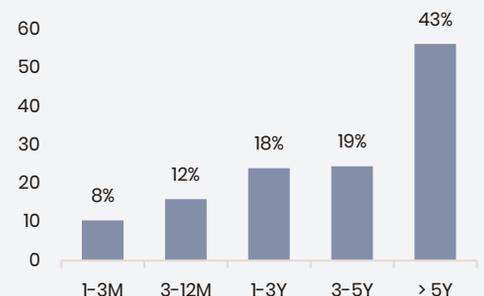
\* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: COMPARACIÓN NIVEL DE CAJA CON INGRESOS 12 MESES



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: PERFIL DE VENCIMIENTOS (MUESTRA EMPRESAS – USD 131 Bill.)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

No obstante, el cambio en el contexto internacional tras el resultado de las elecciones en EE.UU. (tipo de cambio más fortalecido, mayor inflación y menor crecimiento hacia 2025) modificaron nuestras expectativas de ratios financieros para el próximo año. Si bien, consideramos que los avances logrados en diversos indicadores corporativos dejan a las compañías locales mejor posicionadas en términos históricos (incluso mejor de lo que esperábamos a inicios de año), vemos pocas posibilidades de mejoras adicionales en ratios financieros al incorporar un escenario más desafiante para países emergentes y un dólar que se mantendría más o menos en los actuales niveles. Como referencia de sensibilización del stock de deuda de nuestra muestra, esta se eleva 2-2,5% por cada \$50 de depreciación en el peso chileno (gráfico 7). En el caso de la inflación (gráfico 8), el alza estimada sería de 0,5% en el stock de pasivos financieros por cada 1 pto de mayor inflación (considerando que 55% de este monto corresponde a emisión de deuda pública, mayoritariamente en UF). Cabe destacar que la inflación más elevada de 2022 y 2023 ya generó un efecto permanente en el stock, y explica parte del peak alcanzado por los ratios de deuda en 2023.

## DETALLE SECTORIAL (Tablas 1, 2 y 3):

En DFN/Ebitda destacan negativamente algunas de las industrias que mencionamos con bajas de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman un alza en su deuda neta (particularmente commodities minero, y en menor medida construcción y sanitario). La contingencia regulatoria golpea en este indicador al sector salud pese a una reducción en su stock de deuda. Por el lado positivo, resultan destacables las mejoras observadas en forestal y transmisión eléctrica, la primera con un aumento relevante en su Ebitda (como ya comentamos), y la segunda apoyada por un descenso relevante en deuda.

En cuanto a balance, el endeudamiento financiero (medido como DFN/Patrimonio) registró ajustes menores en gran parte de los sectores, destacando la mejora de 0,6 pp en transmisión eléctrica, y de 0,2 pp en generación eléctrica.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, a nivel de muestra se ubicó en 6,6x (-0,5 pto a/a, -0,2 pto t/t). Individualmente, los cambios más negativos en términos históricos se concentran en commodities minero, distribución y transmisión eléctrica. Este indicador es el que presenta más rezago en recuperación debido a una presión que persiste a nivel de tasas de interés y la baja operacional del trimestre.

GRÁFICO 7: RATIO DFN/PATRIMONIO Y SENSIBILIZACIÓN AL TC CIERRE\*



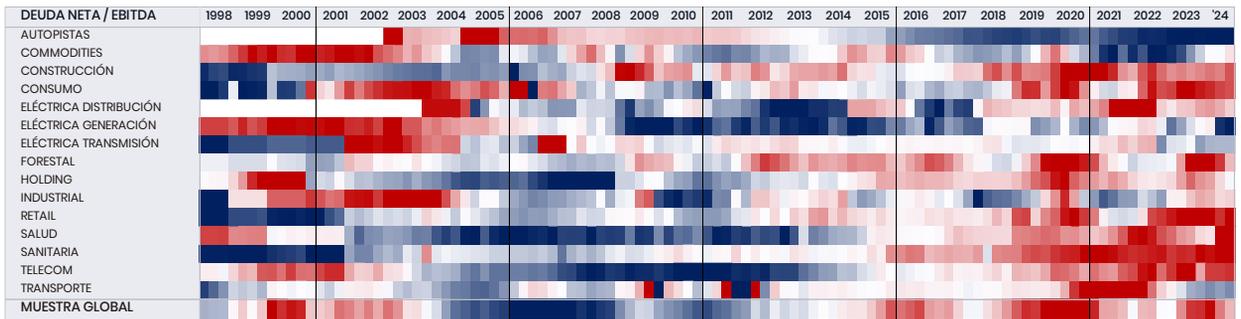
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.  
 (\*) Ejercicio de proyección hacia 2025.

GRÁFICO 8: RATIO DFN/PATRIMONIO Y SENSIBILIZACIÓN A INFLACIÓN\*



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.  
 (\*) Ejercicio de proyección hacia 2025.

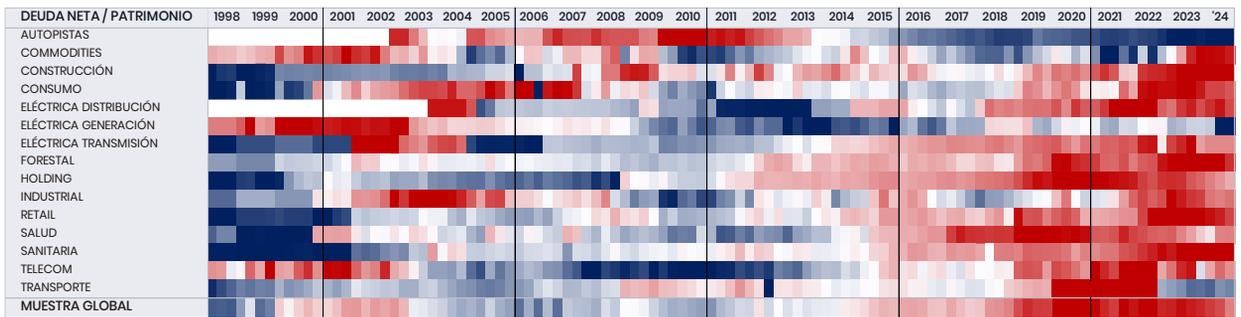
**TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



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



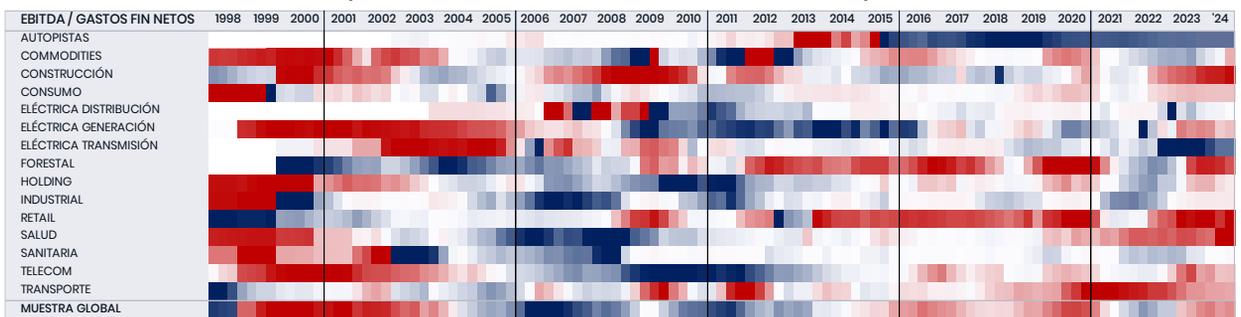
**TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



\*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.