

A background image showing a financial chart with a blue grid and several lines in purple, orange, and yellow. Numerical values like 5.6631, 9.334, and 4.250 are visible on the chart.

INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Octubre 2021

Riesgo Corporativo Local: Resultados al 2T21 consolidan recuperación de márgenes y menor endeudamiento

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

Esta última entrega de resultados estuvo marcada por una fuerte recuperación, dejando atrás el trimestre más golpeado de la pandemia, pero además potenciado por interesantes impulsos en ventas y márgenes. A pesar de las restricciones de movilidad que predominaron en la primera parte del trimestre, la continuidad de una liquidez elevada, tanto por la extensión de medidas de apoyo y un tercer retiro de fondos de las AFP's, junto a un buen desempeño en materias primas, permitieron retomar métricas pre pandemia en algunos sectores, y continuar un proceso generalizado de desapalancamiento, con compromisos de corto plazo bien cubiertos.

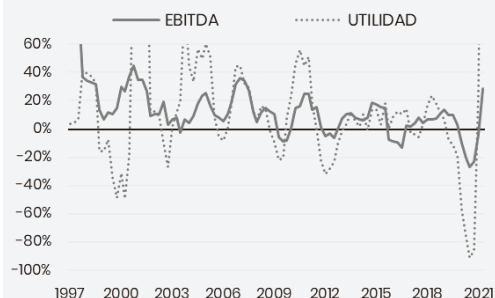
El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 28% a/a, siendo *commodities*, *forestal* y *retail* quienes lideraron los aumentos, desdibujado únicamente por transporte (que incluye a Latam Airlines, acogida a capítulo 11). En los primeros dos casos, destaca el incremento que han presentado las materias primas en el mercado externo frente a las perspectivas de alta demanda que predominaban en ese momento. En *retail*, además de las operaciones más normalizadas en sus tiendas y un *mix* de ventas que vuelve a presentar mayor presencia en vestuario (de mejor margen), se aprecia un nivel de consumo todavía elevado por la liquidez antes mencionada, lo que también ha favorecido con menores condiciones de morosidad.

En cuanto a márgenes, se retoman niveles pre pandemia. No sólo ayudados por el aumento de 3% a/a en Ingresos, sino también por las medidas de ahorro de costos por la que optaron diversas industrias como manera de mitigar los efectos de la crisis sanitaria. El margen Ebitda sube hasta 16,7% en términos anuales, equivalente a +3,3 p.p. respecto al 2T20 y +1,4 p.p. en relación al 1T21. En este punto, no apostamos a mejoras mayores para lo que resta del año, al contar con una alta base de comparación y ahorros que dejan de aplicarse una vez normalizadas las operaciones.

En la misma línea, el ROE (Return on Equity) también mejora, llegando a 6,1%, acercándose bastante al nivel observado hace 3 años. En este sentido, cabe resaltar que los cambios más estructurales a los que apuntan el actual proceso constituyente y la campaña presidencial (ya sea a nivel regulatorio o tributario) implicarían necesariamente un impacto en el ROE de largo plazo, lo que a nuestro juicio podría ascender a un gap de 2,0-3,0 p.p. respecto a su historia reciente (quedando en 4%-5% en régimen).

En términos de apalancamiento, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,3x en este trimestre, consolidando una mejora desde el peak de 5,0x al 3T20. El stock de deuda financiera neta mostró un descenso de -10% a/a, rompiendo la tendencia al alza de los últimos años, lo que buscaría una mayor flexibilidad financiera. En la medida que el Ebitda mantenga un buen nivel, y las firmas continúen con este perfil más conservador, podríamos alcanzar un DFN/Ebitda más cercano a 3,1-3,2x hacia fines de año.

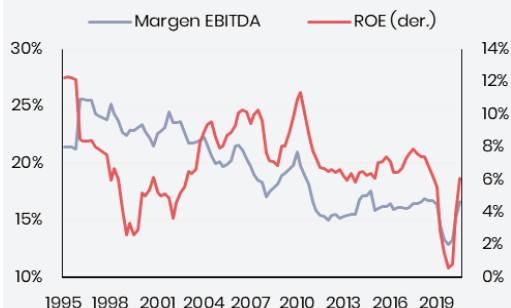
GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD* 12 MESES (ex ESTATALES)



* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+317% a/a al 2T21).

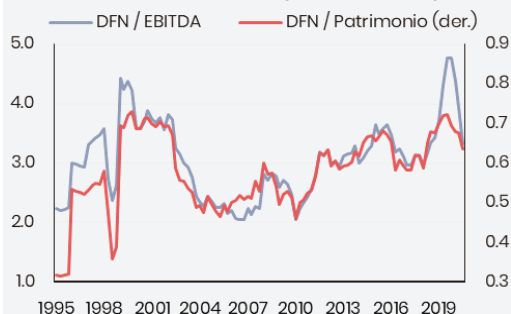
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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.

Por su parte, el ratio **DFN/Patrimonio disminuyó a 0,64x**, nivel que no se registraba desde inicios de 2019, manifestando la baja en el apalancamiento de la muestra. De la misma forma, **destaca la solvencia en las métricas de cobertura y liquidez**, los que también vuelven a niveles pre pandemia de la mano de la recuperación en Ebitda y flujo de caja.

Por el lado de la deuda, los compromisos de pago se han mantenido concentrados en el largo plazo. Trabajos previos de refinanciamiento, junto a renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos Fogape, permitirían que sólo un 21% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo. Aquellas firmas que se han visto más presionadas financieramente han recibido el apoyo de sus acreedores, lo que permitió que los spreads corporativos se normalizaran bastante rápido tras los máximos de 2020, incluso mejorando momentáneamente niveles pre pandemia. **En el marco del actual escenario político y económico, queremos recalcar que no vemos riesgo de deterioro en la solvencia o capacidad de pago actual de las compañías, pues posibles efectos en rentabilidad se recogerían en sus flujos futuros, a los cuales las empresas readecuarían sus nuevos financiamientos.**

En **términos sectoriales**, las industrias que mostraron las principales mejoras en sus ratios son las de mayor recuperación en Ebitda, lo que coincide con reducciones de deuda de dos dígitos. Así, firmas vinculadas a materias primas lideran las mayores bajas en DFN/Ebitda, acompañadas de *retail* e industrial.

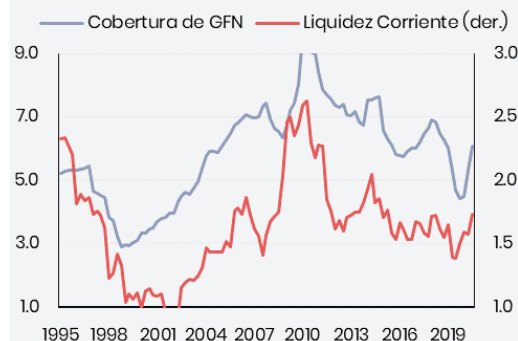
A nivel de balance, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) ajusta de manera generalizada y gradual, destacando generación eléctrica, consumo y *commodities*. El único que se deteriora es transporte, debido a la situación de Latam Airlines.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, vemos que sube a niveles de 6,1x en la muestra, similar a lo registrado en 2019. Pese a ello, no todos los sectores mostraron alzas. Si bien, los segmentos de *commodities* (minero y forestal), junto a *retail*, registraron repuntes entre 1,1 y 1,3 pts, siguen cayendo sectores como transporte, sanitario y consumo.

Consolidando más de un año de pandemia, estas métricas confirman que el deterioro tendría un carácter transitorio en la medida que la movilidad y la demanda se normalizan, lo que justificaría la reducción en los niveles de spreads locales a un escenario pre pandemia. **Sin embargo, ante un escenario político más abierto e incierto en términos de regulaciones y contextos macroeconómicos, es de esperar que se mantenga la presión observada recientemente en sectores regulados o vinculados a recursos naturales, más allá de lo que manifiesten sus indicadores y resultados. La posibilidad de una nueva ola de ventas ante la aprobación de, por ejemplo, un 4to retiro, va en la misma línea.**

Aun así, pese a la mayor incertidumbre local, este activo debiera mostrarse más resiliente dentro de un portafolio diversificado, acotando los impactos adversos. Incluso, aunque esto ha implicado una menor pendiente en la curva de clasificación, en favor de los A y BBB, sus percentiles y las industrias que los componen todavía darían espacio de reversión a dichas categorías.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

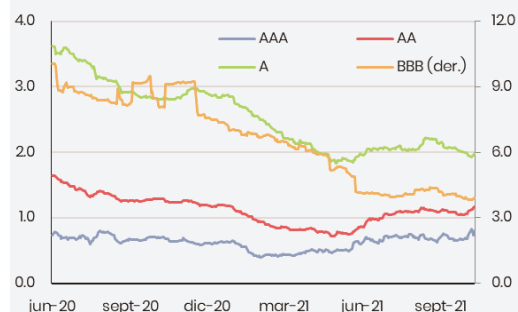


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros = Ebitda / GFN

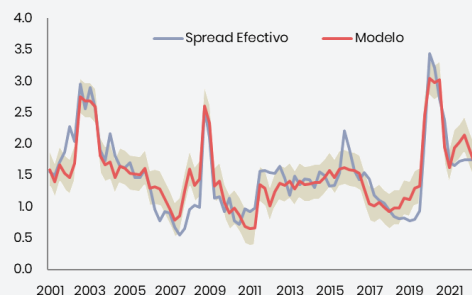
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: SPREADS BANCARIOS Y CORPORATIVOS POR CLASIFICACIÓN (P.P.)



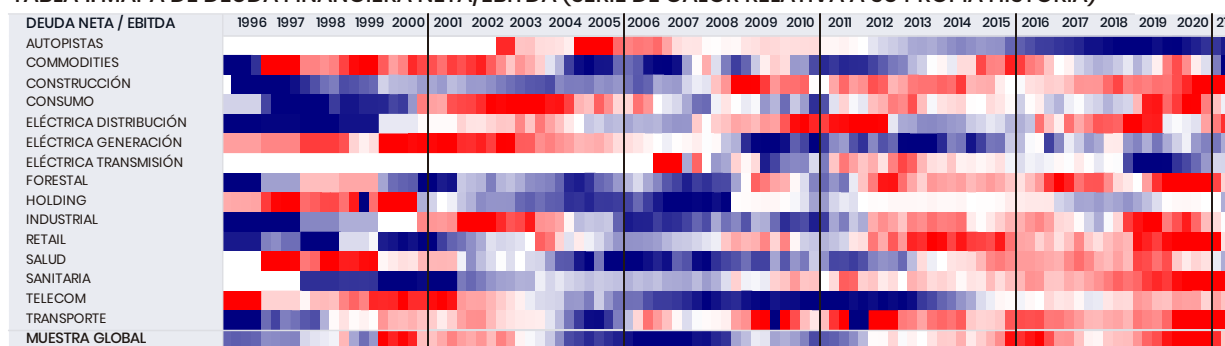
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



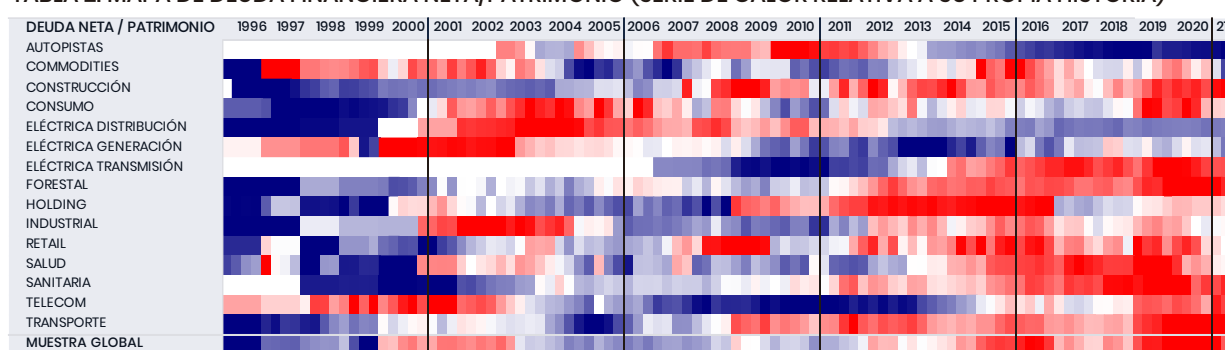
Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

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



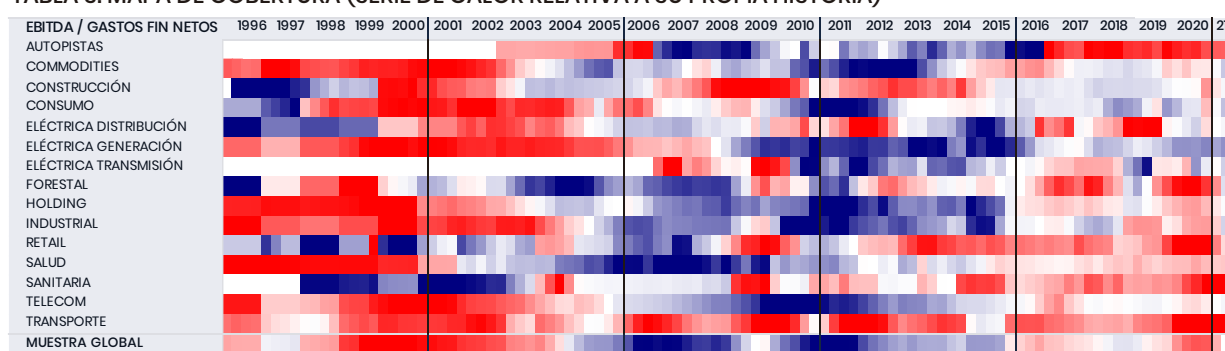
*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

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

Analista de Inversiones

nicolas.libuy@security.cl

Paulina Feliú Q.

Analista de Inversiones

paulina.feliu@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Eduardo Salas V.

Analista de Macroeconomía

eduardo.salas@security.cl