



INFORME DE RENDA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Junio 2021

Riesgo Corporativo Local: Resultados al 1T21 confirman ciclo de recuperación de márgenes y menor endeudamiento

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

Pese al retorno de restricciones en la movilidad en marzo, la alta liquidez del mercado y positivas condiciones de precios de materias primas ayudaron a un repunte en las cifras del trimestre. Lo anterior, incluso incorporando las medidas temporales que limitaron la venta del comercio online y una base comparación desafiante en términos de ventas. Indicadores de Ebitda y Utilidad mejoraron en el balance anual, y la disminución en el leverage ha continuado, con compromisos de corto plazo bien cubiertos.

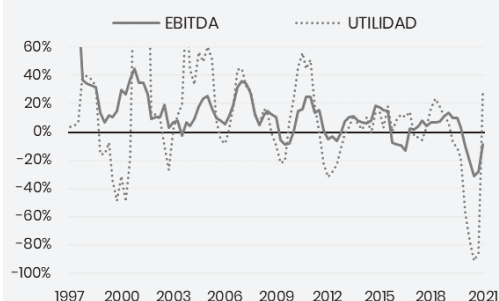
El Ebitda a 12 meses presentó un descenso de -9% a/a, siendo transporte (que incluye a Latam Airlines, acogida a capítulo 11), eléctrico y sanitario los sectores que lideraron las bajas. En el caso de los dos últimos, a pesar de tratarse de servicios básicos, se han visto afectados por la postergación de cobros, mayores provisiones y alzas de costos operacionales. En la parte positiva destacan *commodities* minero, forestal y *retail*, con un mercado externo fuertemente impulsado por expectativas de mayor demanda, y condiciones locales alentadas por la liquidez derivada de los retiros de fondos y la ayuda estatal, que han impulsado el consumo y normalizado aún más los índices de mora presionados en la segunda mitad de 2020.

A nivel de márgenes, éstos siguen recuperándose desde mínimos. Medidas de ahorro en costos permitieron mitigar la baja de -8% a/a en Ingresos, con un margen Ebitda estable en términos anuales (y que se incrementa +15% t/t). El margen Ebitda sólo cae 0,2 p.p. respecto al 1T20, y sube 2,0 p.p. en relación al 4T20, llegando a 14,4%. Esperamos que este repunte se consolide durante 2021, en la medida que avance el proceso de vacunación y se recupere nuevamente la movilidad.

En tanto, el ROE (Return on Equity) también mejora respecto al 4T20, llegando a 4,0%, pero aún se mantiene bajo el nivel que exhibía la muestra hace 2 años. En este sentido, si ya nuestra tesis apuntaba a aspectos más estructurales que mantendrían presionado este ítem post pandemia, los recientes eventos políticos fortalecieron ese supuesto, ante posibles cambios regulatorios o tributarios, por lo que la mejora esperada sería con un gap de 2,0-3,0 p.p. respecto a su historia reciente (~ 4%-5% en régimen).

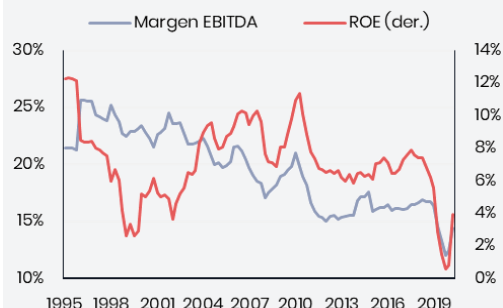
En términos de apalancamiento, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 4,1x en este trimestre, bajando de manera importante desde el peak de 5,0x al 3T20. El stock de deuda financiera mostró un descenso de -11% a/a, un cambio radical en la tendencia que observamos en los últimos años (donde se aprovecharon condiciones de mercado) y que apunta a la búsqueda de una mayor flexibilidad financiera. Además, la caja de la muestra se mantuvo elevada, cayendo sólo -7% a/a, con lo que la deuda neta cae -12% a/a. Por lo tanto, en la medida que el Ebitda consolide su ritmo de expansión, y las firmas mantengan este perfil más conservador, podríamos quedar en un DFN/Ebitda cercano a 4,0x hacia fines de año.

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



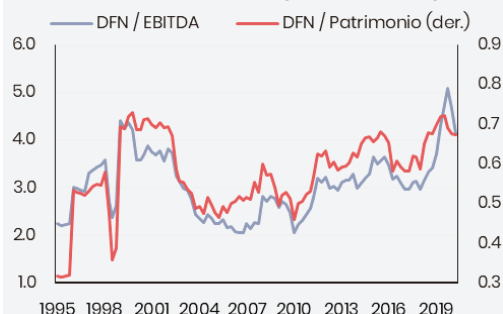
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 0,67x**, nivel similar a lo registrado en el 4T20, pero menor al 0,72x del 1T20, 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 pese a la caída en Ebitda durante 2020, se mantuvieron por sobre sus mínimos históricos y, además, se han recuperado en los últimos dos reportes trimestrales.

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 18% 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, en algunos casos incluso mejorando niveles pre pandemia. **En el marco de la discusión constituyente de los próximos meses, queremos recalcar que no estaría en discusión algún deterioro en la solvencia o capacidad de pago actual de las compañías, pues los efectos se recogerían en posibles reducciones en sus flujos futuros, a los cuales se debieran ir readecuando los nuevos financiamientos.**

En **términos sectoriales**, las industrias que mostraron las principales mejoras en sus ratios son las de mayor recuperación en Ebitda. Así, firmas vinculadas a materias primas lideran las mayores bajas en DFN/Ebitda, acompañadas de Salud, en este caso por una baja importante en sus pasivos y un Ebitda estable.

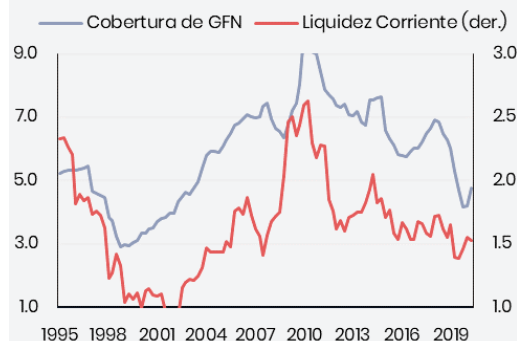
A nivel de balance, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) se mantuvo mayormente estable en la mayoría de las industrias, y su caída se asocia básicamente a las mejoras en salud y transmisión eléctrica. El único que se deteriora es transporte, debido a la situación de Latam Airlines.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, vemos que sube a niveles de 4,9x en la muestra, similar a un año atrás (versus el 4,2x al 4T20). Pese a ello, no todos los sectores mostraron alzas. Si bien, los segmentos de *commodities* (minero y forestal), junto a *retail*, registraron repuntes entre 1,0 y 1,3 pts, siguen cayendo sectores como transporte, sanitario y consumo.

En esta entrega, se confirma que el deterioro de las métricas financieras es transitorio en la medida que la movilidad y la demanda se normalizan, lo que justificaría la reducción en los niveles de spreads locales desde sus máximos. Sin embargo, ante un escenario político más abierto y con mayor incertidumbre a mediano y largo plazo en términos de las regulaciones y contextos que prevalecerán para distintas industrias, es de esperar que observemos mayor presión en sectores regulados o vinculados a recursos naturales (concentrados en categorías de menor riesgo), más allá de lo que manifiesten sus indicadores y resultados.

De igual forma, a pesar que la mayor incertidumbre tiene origen local, este activo debiera mostrarse más resiliente dentro de un portafolio diversificado, acotando los impactos. 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 lo componen todavía darían espacio de reversión a dichas categorías.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

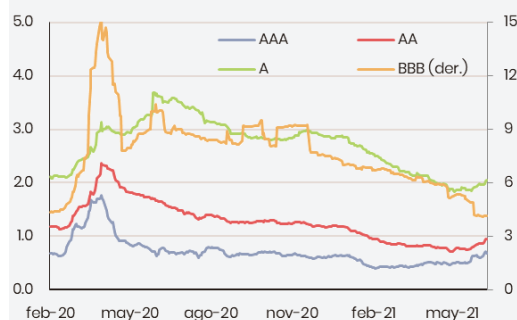


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

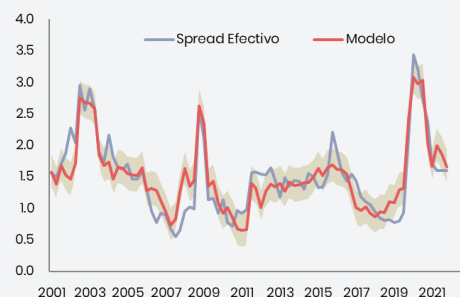
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

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



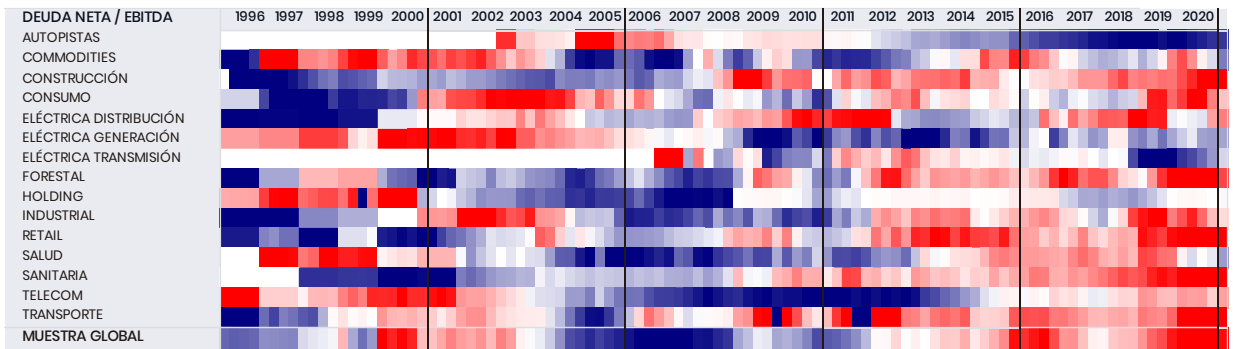
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



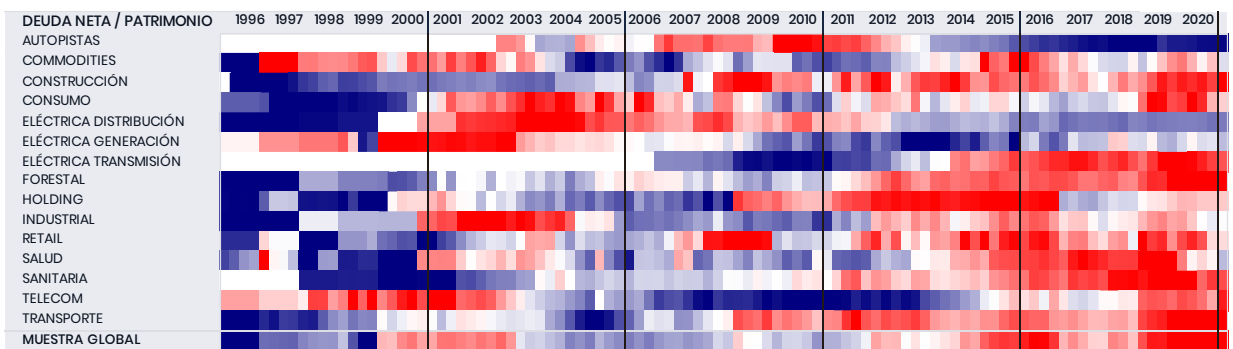
Fuente: Riskamérica, Bloomberg y Estudios Security.

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



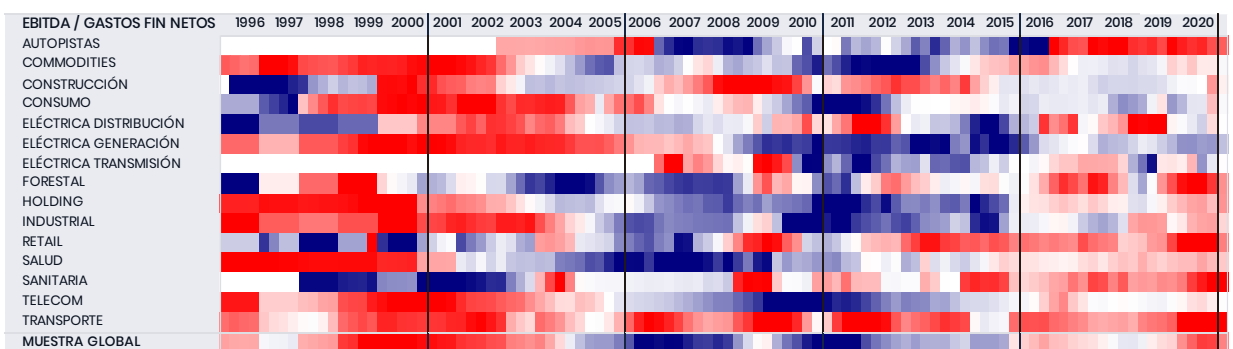
*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

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

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Étienne Célèry P.

Analista de Inversiones

etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.

Analista de Inversiones

paulina.feliu@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Jorge Cariola G.

Subgerente Estrategia Global

jorge.cariola@security.cl

Nicolás Libuy

Analista de Inversiones

nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl