



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Diciembre 2021

Riesgo Corporativo Local: Resultados al 3T21 consolidan recuperación de métricas a niveles pre pandemia

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

La reciente entrega de resultados al 3T21 consolidó la recuperación en Ebitda y Utilidad observada en el trimestre anterior, alcanzando niveles históricos para la muestra (en términos anualizados). La normalización en la movilidad, una liquidez que continúa elevada, el buen desempeño de precios en materias primas y medidas de eficiencia implementadas por las compañías, permitieron superar métricas pre pandemia en algunos sectores, y continuar un proceso generalizado de desapalancamiento.

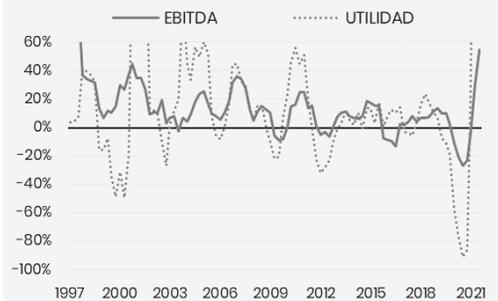
El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 55% a/a, siendo *commodities* minero, forestal y *retail* quienes lideraron los aumentos, desdibujado por transporte (que incluye a Latam Airlines, acogida a capítulo 11). Los primeros dos sectores se ven favorecidos por el incremento de precios que han presentado sus materias primas en términos anuales, junto a favorables condiciones de demanda en segmentos relacionados con salud, transporte, *e-commerce* y construcción. En *retail*, además de 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 consumo todavía elevado por la alta liquidez antes mencionada, favorecido además por una mejor calidad de cartera.

En cuanto a márgenes, volvemos a niveles de hace 5 años. No sólo ayudados por el aumento de 14% 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 17,4% en términos anuales, equivalente a +4,6 p.p. respecto al 3T20 y +0,5 p.p. en relación al 2T21. En este punto, ante una alta base de comparación y ahorros que dejan de aplicarse una vez normalizadas las operaciones, creemos que este margen debería tender a estabilizarse.

En la misma línea, el ROE (Return on Equity) también mejora, llegando a 9,4%, nivel que no se observaba hace unos 10 años. En este sentido, cabe resaltar que los cambios más estructurales a los que apuntan la actual discusión política, y en particular el proceso constituyente (ya sea a nivel regulatorio o tributario) apuntan a un descenso en el ROE de largo plazo, lo que a nuestro juicio podría implicar un ajuste entre 2,0 y 3,0 p.p. respecto a su historia reciente (quedando en 6%-7% en régimen).

En términos de apalancamiento, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,1x en este trimestre, consolidando una mejora desde el peak de casi 5,0x en 2T20 y 3T20. El stock de deuda financiera neta mostró un descenso de -1% a/a, consolidando 4 trimestre de bajas, lo que entregaría una mayor flexibilidad financiera a las firmas monitoreadas respecto al escenario pre pandemia. Sin embargo, en la medida que la actividad se ha ido normalizando, las empresas han recurrido a deuda para financiar dichas operaciones, por lo que en lo próximo no esperamos grandes cambios en este indicador, manteniendo un DFN/Ebitda en torno a 3,0x en las siguientes entregas.

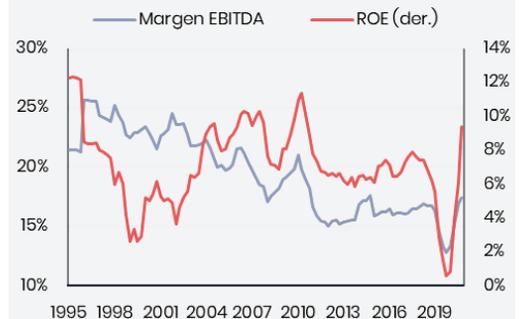
GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD* 12 MESES (ex ESTATALES)



* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+4x a/a en 2T21 y 17x a/a en 3T21).

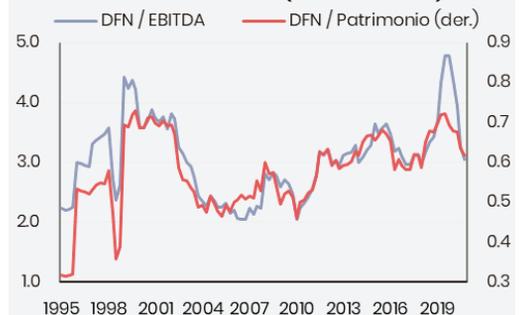
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 0,62x**, nivel que no se registraba desde fines de 2018, 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 (o incluso mejores) 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 renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos, permitirían que sólo un 21% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo. Aquellas firmas que se vieron más presionadas financieramente recibieron el apoyo de sus acreedores, lo que permitió que los spreads corporativos se normalizaran bastante rápido tras los máximos de 2020. **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. Así, firmas vinculadas a materias primas y *retail* lideran las mayores bajas en DFN/Ebitda (en torno a -1,5 y -4,0 pts). Por el contrario, sectores regulados presentaron alguna presión negativa en sus indicadores.

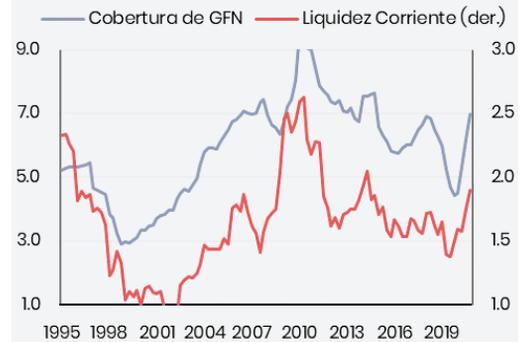
A nivel de balance, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) ajusta de manera generalizada y gradual (dentro de una tendencia que fue más estable durante la pandemia), destacando salud, *commodities* minero y consumo.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, vemos que sube a niveles de 7,0x en la muestra, similar a lo registrado a fines de 2018. Pero, al igual que en el caso del DFN/Ebitda, no todos los sectores mostraron mejoras. Si bien, los segmentos de *commodities* (minero y forestal), junto a *retail*, registraron repuntes entre 4,5 y 6,0 pts, en los casos como sanitario o los rubros eléctricos se presenta estabilidad o caída.

Estas métricas confirman que parte importante de los efectos de la pandemia se han superado, evidenciando en general una positiva gestión corporativa, a pesar de la compleja situación que se vivió en los meses de mayores restricciones. Esto justificó en su momento la reducción en los spreads locales desde mediados de 2020 tras un importante stress. **Sin embargo, ante un escenario político abierto e incierto en términos de regulaciones y contextos macroeconómicos, hemos visto cierto desacople entre las métricas financieras y el nivel de spread, el que se ha visto presionado en los últimos meses ante una posible sobreoferta, en medio de un mercado escaso en transacciones y nuevas emisiones.**

Aun así, pese a la mayor incertidumbre local, este activo debiera mostrarse más resiliente dentro de un portafolio diversificado, por lo que recomendamos una posición neutral. Vemos una oportunidad de reactivación de transacciones una vez que se clarifique el escenario político, en particular en empresas que no tienen la opción de acceder al mercado internacional y que han postergado sus requerimientos de financiamiento.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

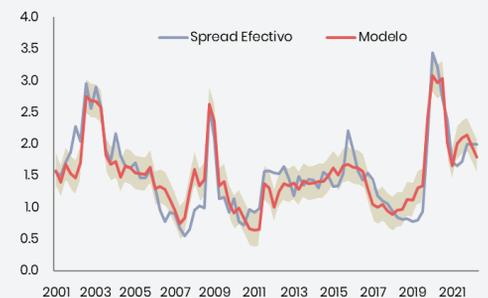
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

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



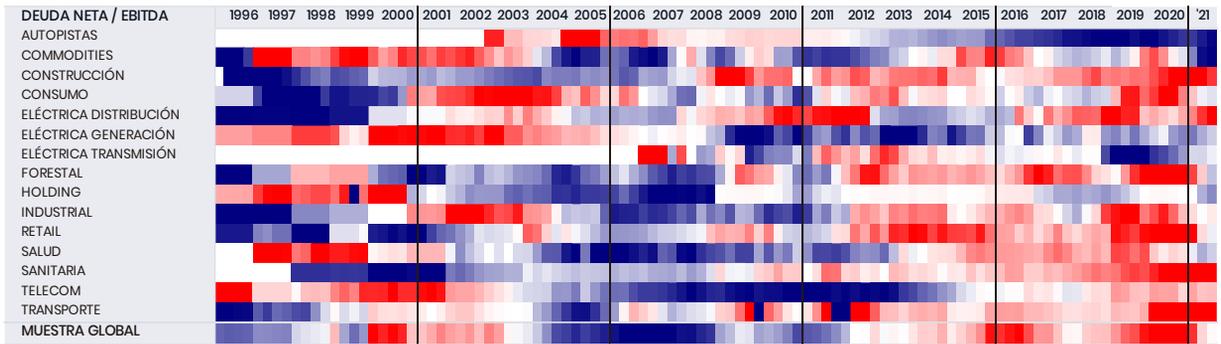
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

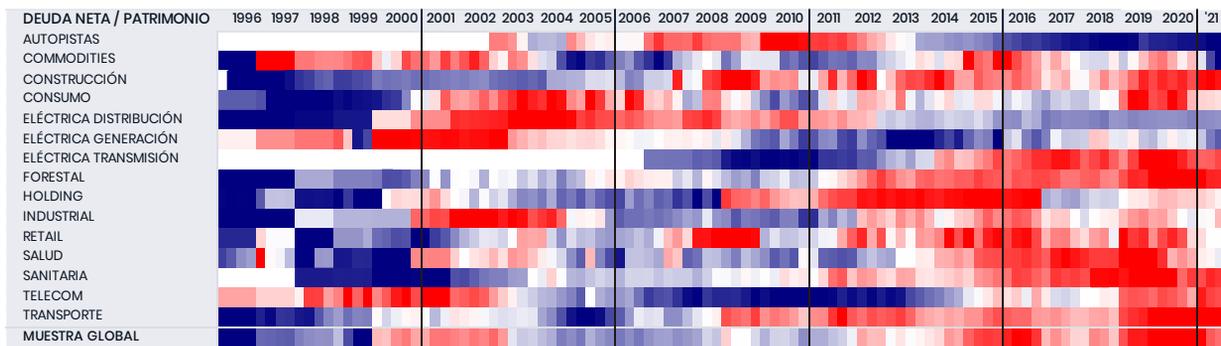
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



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



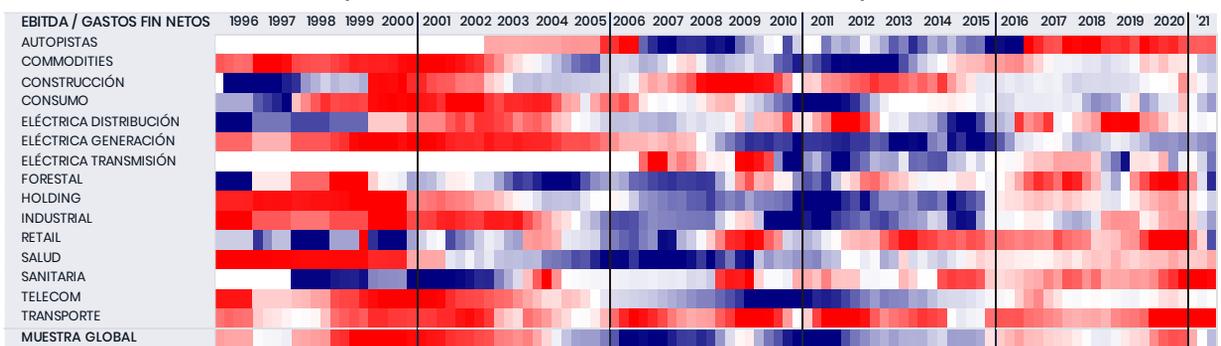
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*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

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Eduardo Salas V.

Analista de Macroeconomía

eduardo.salas@security.cl

Marcos Sandoval H.

Analista de Inversiones

marcos.sandoval@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy

Jefe de Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl