



# INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Abril 2022

## Riesgo Corporativo Local: Resultados al 4T21 reflejan freno en márgenes y mayor endeudamiento

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

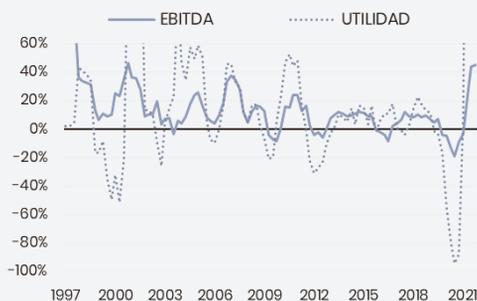
La última entrega de resultados del año 2021, aunque resulta favorable, marcó un freno en la recuperación del Ebitda observada en los trimestres previos. Si bien, el avance en el proceso de vacunación permitió prácticamente normalizar la operación de las compañías, sumado a un consumo favorecido por la alta liquidez en el mercado, el estancamiento en márgenes refleja el mayor desafío que se está enfrentando a nivel de costos, ya sea por precios de insumos, transporte, dificultades en logística y, en algunos sectores, mayores complicaciones en la contratación de mano de obra, lo cual no logra ser completamente compensado con las estructuras más livianas en gastos que se consiguieron a consecuencia de la pandemia.

El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 45% a/a (6% t/t), siendo **commodities** minero, forestal, **retail** y construcción quienes lideraron los aumentos, desdibujado en parte por salud y distribución eléctrica. 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 *e-commerce*, manufactura y construcción. En *retail*, además de operaciones 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 riesgos de carteras en mínimos. El impulso en construcción responde a la acumulación de escrituraciones post pandemia y el buen desempeño de servicios ligados a minería. En tanto, en la parte negativa, la baja en salud se relacionada a mayores índices de siniestralidad y licencias médicas post covid, mientras que el impacto en distribución eléctrica vendría del alza en el costo de la energía.

A pesar del avance en Ebitda, se observa un descenso marginal en márgenes respecto al 3T21. Después de la fuerte recuperación que observamos en el margen Ebitda entre fines de 2020 y mediados de 2021, llevándolo a máximos de casi 10 años, es de esperar niveles más acotados en este índice, no sólo por costos (como mencionamos antes), sino también por una desaceleración en la economía. En efecto, en el 4T21, aunque el aumento en Ingresos siguió firme (26% a/a, 10% t/t), el margen Ebitda alcanzó 18,2%, +2,4 p.p. en términos anuales, pero -0,6 p.p. en relación al 3T21. Esta moderación se reflejaría con mayor fuerza en 2022.

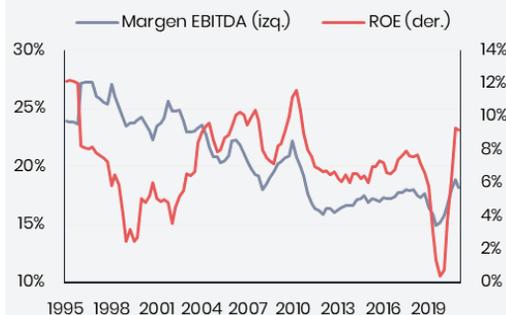
En la misma línea, el ROE (Return on Equity) también se estabiliza en 9,2%. En este sentido, se debe agregar como riesgo de presión en resultados los cambios más estructurales a los que apunta la actual discusión política, y en particular, el proceso constituyente (ya sea a nivel regulatorio o tributario), que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo, lo que a nuestro juicio podría implicar un ajuste entre 1,0 y 2,0 p.p. en el ROE respecto a su historia pre pandemia (quedando en 5%-6% en régimen).

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



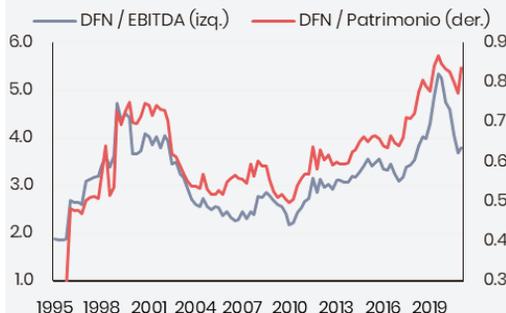
\* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+5x a/a en 2T21, +26x a/a en 3T21 y +14x a/a al 4T21).  
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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.

**En cuanto a deuda, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,8x en este trimestre, tras haber alcanzado un peak de casi 5,3x en 2T20 y 3T20.** Pero se debe considerar que el stock de deuda financiera neta mostró un ascenso de 16% a/a (9% t/t), lo que rompe el ritmo de desapalancamiento del último año. Si bien, esto responde a la mayor actividad, será importante evaluar también el nivel de generación de flujos de las compañías, donde vemos una alta probabilidad de ajuste respecto a 2021. Ante ello, esperamos que este indicador se deteriore levemente, a niveles similares o algo por sobre 4,0x en las siguientes entregas.

Por su parte, el ratio **DFN/Patrimonio alcanzó 0,83x**, elevándose levemente respecto al 3T21, pero manteniéndose por debajo de sus máximos. En contraparte, **destaca la solvencia en las métricas de cobertura y liquidez**, los que han vuelto a niveles pre pandemia (o incluso mejorando) de la mano de la recuperación en Ebitda y flujo de caja.

**En relación a los compromisos de pago, estos se han mantenido concentrados en el largo plazo.** Trabajos previos de refinanciamiento, junto renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos, permiten que sólo un 17% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo. Al respecto, **en el marco del actual escenario político y económico, queremos recalcar que no vemos por el momento riesgo de deterioro en la solvencia o capacidad de pago actual de las compañías, con efectos que más bien se plasmarían a largo plazo.**

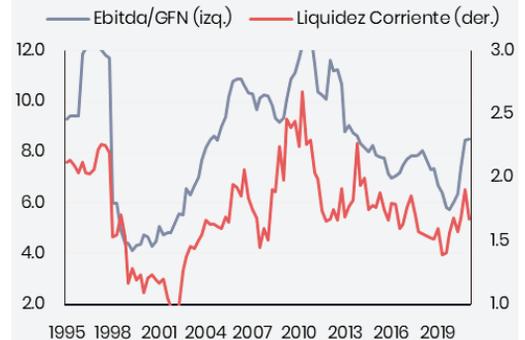
En **términos sectoriales**, las industrias que mostraron las principales mejoras en sus ratios son las de mayor recuperación en Ebitda. Así, firmas vinculadas a materias primas, *retail* y construcción lideran las mayores bajas en DFN/Ebitda (de -1,5 y -3,0 pts a/a). Por el contrario, sectores vinculados a servicios básicos presentaron alguna presión negativa. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) se eleva de manera generalizada y gradual, dentro de una tendencia que fue más estable durante la pandemia respecto a otras métricas.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, vemos que sube a niveles de 8,5x en la muestra, incluso algo por sobre lo registrado en 2018, también concentrado en segmentos con mayor mejora en Ebitda, con repuntes entre 3,0 y 5,0 pts a/a en dichos casos.

Aunque se evidencia una positiva gestión corporativa, parte importante se debe a condiciones excepcionales de demanda que permitieron elevar márgenes por sobre lo esperado. **Ante un escenario político abierto e incierto en términos de regulaciones, junto a contextos macroeconómicos más complejos (materias primas, inflación, tasas y crecimiento), es probable un deterioro gradual en los indicadores financieros, aspecto que creemos limitaría mejoras adicionales en los spreads corporativos, tomando en cuenta las recientes bajas.**

**Aun así, consideramos que este activo debiera mostrarse más resiliente dentro de un portafolio diversificado, por lo que recomendamos una posición neutral.** Hay alguna reactivación incipiente en las emisiones locales que podría favorecer su desempeño relativo en el corto plazo, sumado a una exposición bastante más acotada al avance de un 5to retiro de fondos de pensiones, en caso que la iniciativa tome fuerza.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

\* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

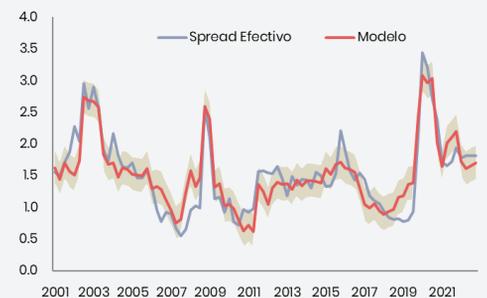
\* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

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



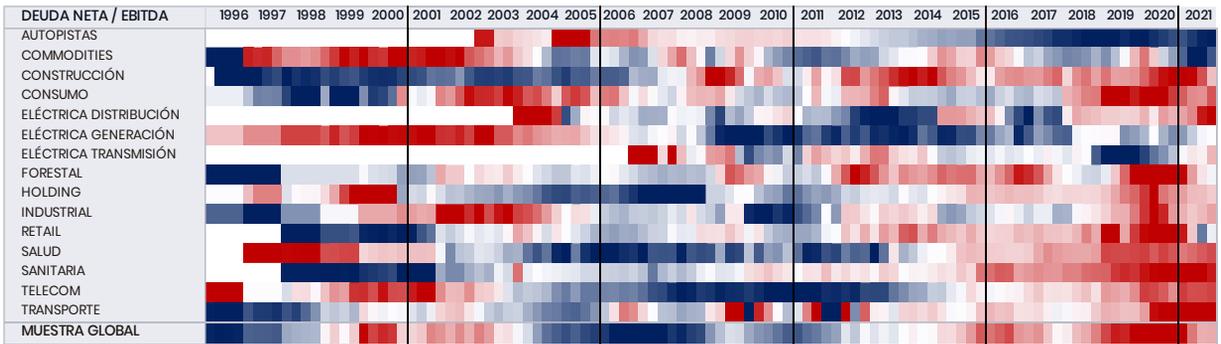
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



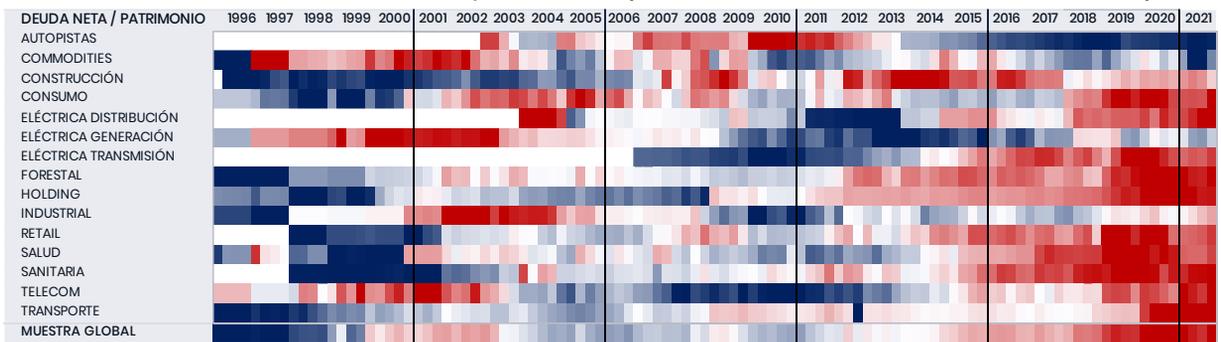
Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

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



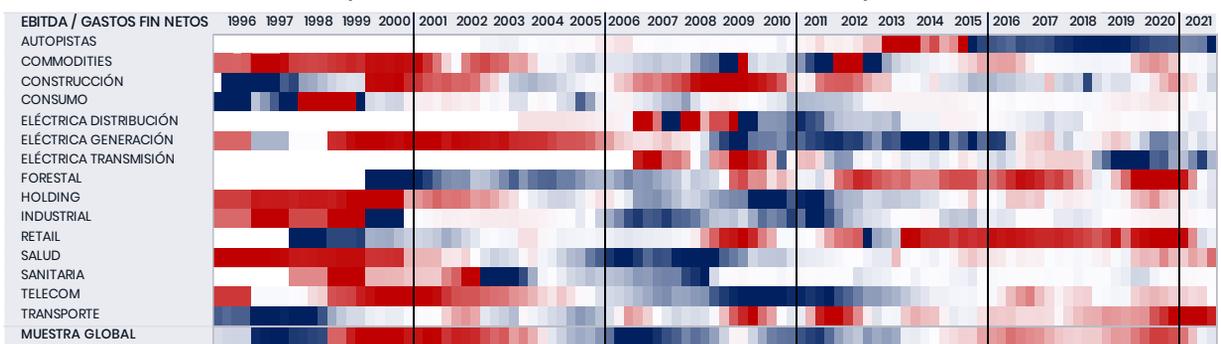
\*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

**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*

**César Guzmán B.**

Gerente Macroeconomía

*cesar.guzman@security.cl*

**Paulina Barahona N.**

Subgerente Renta Fija Corporativa

*paulina.barahona@security.cl*

**Nicolás Libuy I.**

Jefe de Renta Variable Local

*nicolas.libuy@security.cl*

**Eduardo Salas V.**

Economista Senior

*eduardo.salas@security.cl*

**Roberto Valladares R.**

Analista de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*

**Marcos Sandoval H.**

Analista de Inversiones

*marcos.sandoval@security.cl*