



# INFORME DE RENDA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Junio 2022

## Riesgo Corporativo Local: Buenos resultados del IT22 podrían marcar inflexión en tendencias

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

### La entrega de resultados del IT22 se destacó por un reimpulso en el Ebitda a 12 meses, esta vez más a la par con el aumento en el endeudamiento.

Aunque el 2T21 incorpora algunos efectos por restricciones en la movilidad, las fuertes inyecciones de liquidez de mediados del año pasado siguieron apoyando los ingresos en la primera parte de 2022, potenciados con un alza de 9% en el tipo de cambio. Además, la estabilización en márgenes respecto al 4T21 puede ser considerada positiva frente a una mayor presión en costos de insumos, mano de obra y logística. Lo anterior permitió acoplarse a un ritmo anual de endeudamiento que se mantuvo respecto al trimestre anterior, y que había inyectado cierta alerta respecto a la respuesta en la generación de flujos.

### El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 46% a/a (7% t/t), siendo **commodities** minero, forestal, construcción y **retail** 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 2022 en términos anuales (explicando parte importante del alza de la muestra). 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, aunque en ambos casos con señales de reversión de tendencia. Por último, construcción respondería a la acumulación de escrituraciones post pandemia y el buen desempeño de servicios ligados a minería, pero bajas importantes en el segmento inmobiliario desde el 4T21, consecuencia de mayores restricciones de financiamiento. En la parte negativa, la baja en salud se relaciona con mayores índices de siniestralidad post Covid, mientras que el impacto en distribución eléctrica vendría del alza en el costo de la energía.

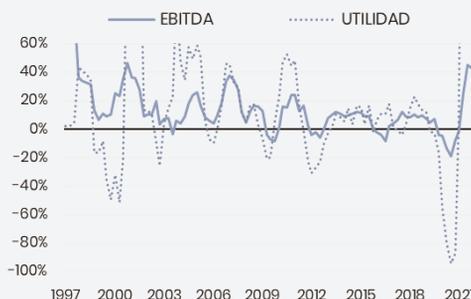
### A pesar de las presiones en costos, se observa un margen Ebitda estable respecto al 4T21. Pero en realidad, esperamos márgenes más acotados hacia fines de 2022 y 2023, no sólo por costos (como los mencionados anteriormente), sino también por una desaceleración en la economía.

Efectivamente, el margen Ebitda alcanzó 18,1% al IT22, +1,1 p.p. en términos anuales y similar al obtenido en 4T21, lo que reflejaría el traspaso de costos a precios. No obstante, creemos que esta capacidad perdería fuerza en la medida que el consumo se debilite.

### En tanto, el ROE (Return on Equity) muestra una nueva mejora a 11,2%.

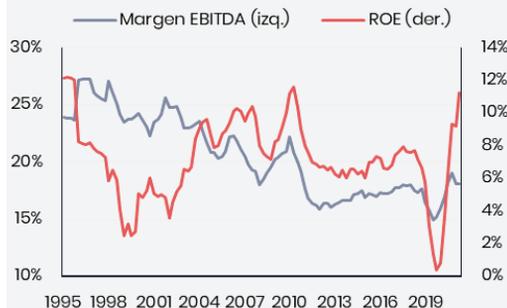
Esta tendencia puede ser engañosa en medio de un riesgo de presión en resultados ante los cambios estructurales a los que apunta la actual discusión política, y en particular, el proceso constituyente (ya sea a nivel regulatorio o tributario), que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo, lo que a nuestro juicio implicaría 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)



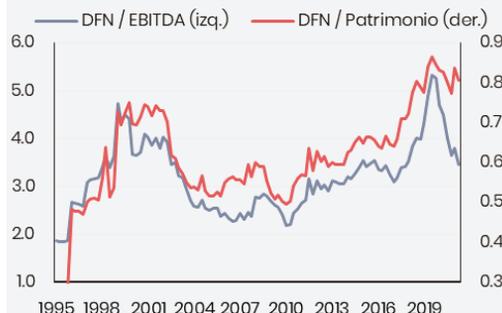
\* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+5x a/a al 2T21, +26x a/a al 3T21, +14x a/a al 4T21 y +3x al IT22).  
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 3,4x en este trimestre, tras haber alcanzado un **peak** de 5,3x a mediados de 2020. No obstante, el stock de deuda financiera neta mostró un avance de 12% a/a, lo que confirma la aceleración observada en el 4T21 en términos anuales. Si bien, esto responde a una mayor actividad y, afortunadamente en este trimestre se vio acompañado por una mayor generación de flujos, vemos una alta probabilidad de alza en este indicador en los próximos trimestres. Ante ello, esperamos que este ratio se deteriore, a niveles cercanos a 4,0x en las siguientes entregas de resultados.

Por su parte, el ratio **DFN/Patrimonio** alcanzó **0,81x**, bajando levemente respecto al 4T21 y en relación al IT21, ambos en 0,83x. En la misma línea, **destaca la mayor solvencia en las métricas de cobertura y liquidez**, las que han vuelto a niveles pre pandemia (o incluso mejorando) de la mano de la recuperación en Ebitda y flujo de caja.

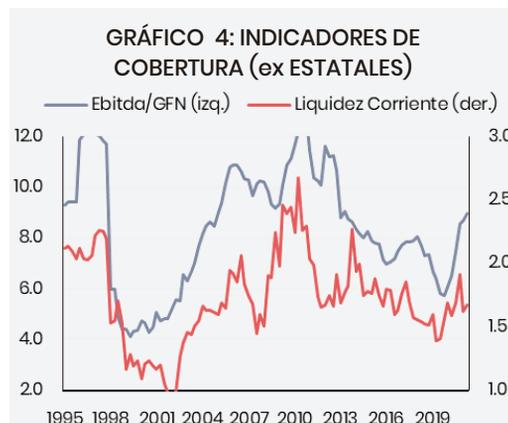
**En relación a los compromisos de pago, estos se mantienen concentrados en el largo plazo.** Trabajos previos de refinanciamiento, junto renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos, permiten que un 19% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo. Al respecto, **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 -1,0 y -3,0 pts a/a). Por el contrario, como ya señalamos, sectores vinculados a servicios básicos presentaron alguna presión negativa. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) en general se muestra estable o cayendo levemente, 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 9,0x en la muestra (+0,3 pts t/t, +2,5 pts a/a), incluso algo por sobre lo registrado en 2018, también concentrado en segmentos con mayor mejora en Ebitda, con repuntes entre 2,0 pts e incluso 18,0 pts a/a en dichos casos.

Aunque se sigue manifestando 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 un contexto macroeconómico más complejo (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.**

**Aun así, creemos que este activo podría ser más resiliente dentro de un portafolio diversificado.** Hay alguna reactivación incipiente en las emisiones locales que podría favorecer su desempeño relativo en el corto plazo, junto a su calidad de refugio en medio de mayor volatilidad en los mercados financieros.

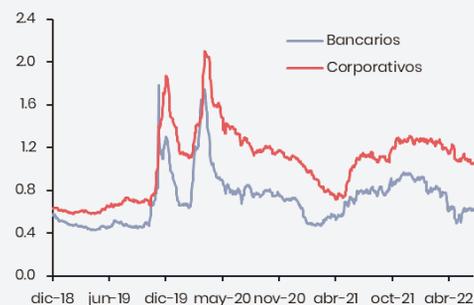


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

\* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

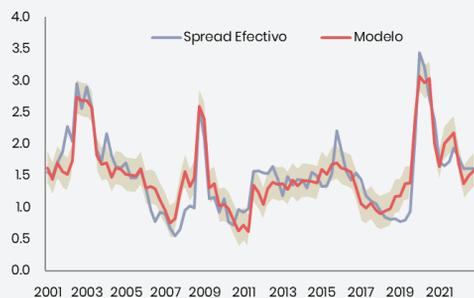
\* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

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



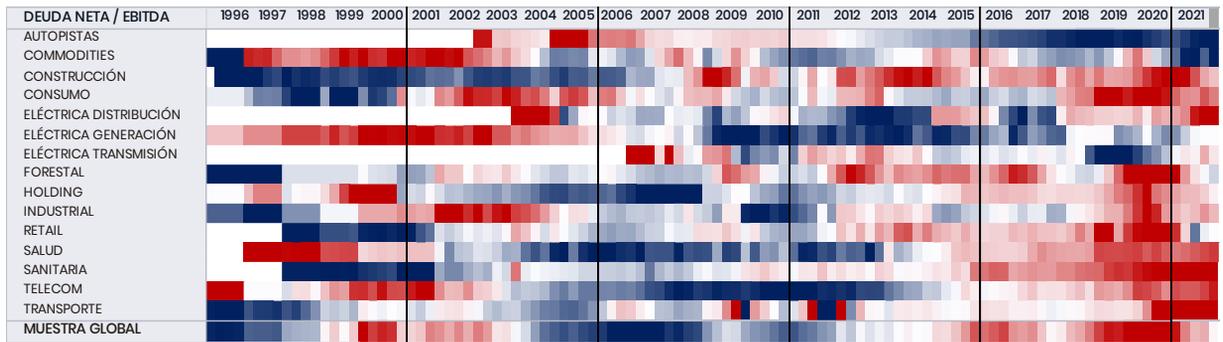
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

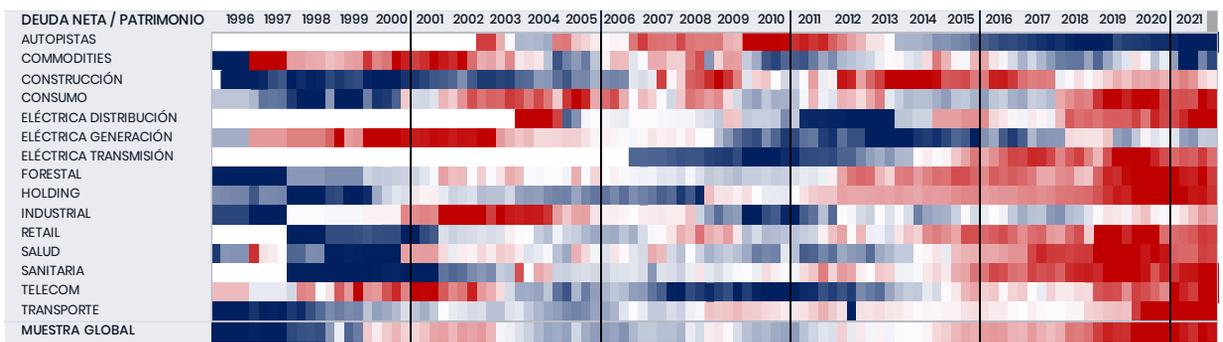
**TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



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



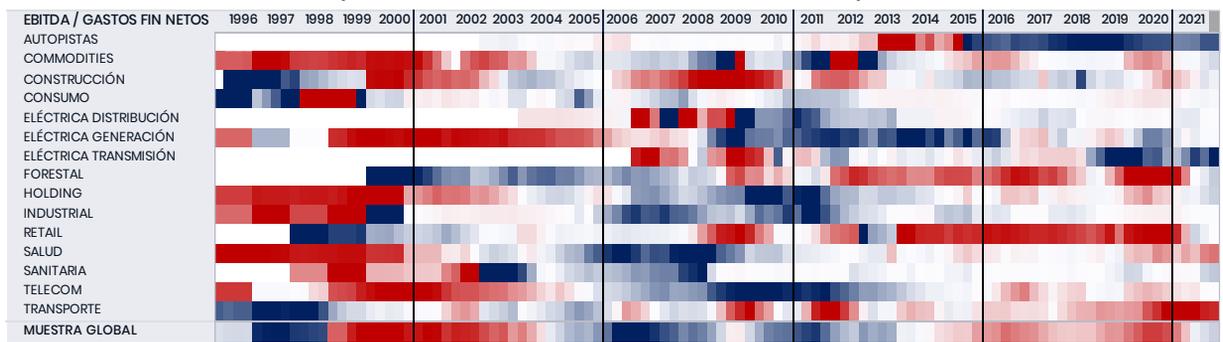
**TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)**



\*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*

**María José Castro D.**

Economista

*maria.castrod@security.cl*

**Roberto Valladares R.**

Analista de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*

**Marcos Sandoval H.**

Analista de Inversiones

*marcos.sandoval@security.cl*

**Felipe Molina R.**

Analista de Inversiones

*felipe.molinar@security.cl*