



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Septiembre 2022

Riesgo Corporativo Local: Resultados del 2T22 confirman señales de menores márgenes y mayor apalancamiento

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

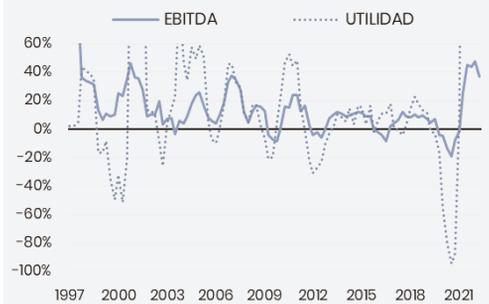
La entrega de resultados del 2T22 confirmó las primeras señales de freno en Ebitda en algunos sectores, al aminorarse el impacto de inyecciones de liquidez de 2021, junto a un aumento en el endeudamiento. Considerando que la base de comparación incorpora importantes inyecciones de liquidez (principalmente en la segunda mitad del año pasado), pero también una presión relevante en costos de insumos, mano de obra y logística, se observa que los márgenes comienzan a verse resentidos a partir de este trimestre. Lo anterior se suma a un ritmo de endeudamiento que retoma fuerza, deteriorando levemente la posición de liquidez de las compañías.

El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 37% a/a (7% t/t), siendo commodities minero, forestal, retail y construcción quienes lideraron los aumentos, desdibujado en parte por salud, telecom 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. 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 bajos riesgos en sus carteras, 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 telecom vendría de mayores costos indexados a inflación, y en distribución eléctrica, por el alza en el costo de la energía por combustibles.

A pesar del crecimiento en ingresos (11% t/t), se observa un margen Ebitda que cae respecto al 1T22. Esto está en línea con expectativas de 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 17,6% al 2T22, -0,7p.p. en términos anuales y -0,6p.p. respecto al 1T22, lo que reflejaría mayores dificultades de traspaso de costos a precios, lo que se hace sentido a medida que el consumo se debilita.

No obstante, el ROE (Return on Equity) muestra una mejora a 12,2%. Esta tendencia puede ser engañosa, por el riesgo latente de presión en resultados ante posibles cambios estructurales a los que apunta la vigente discusión social y política, que podrían afectar la rentabilidad de largo plazo. Además, son cifras que incluyen utilidades históricas que están largamente dominadas por unos pocos actores de commodities. A nuestro juicio, un ROE más normalizado (que incorpore en parte algunos cambios regulatorios) apuntaría a niveles de 7-8% (más en línea con su historia).

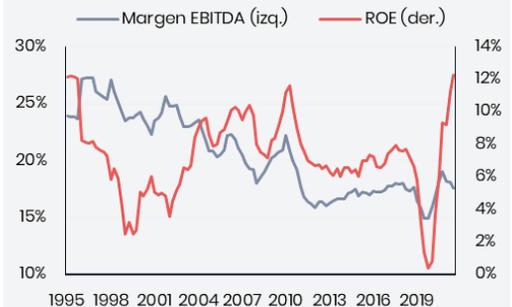
GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD* 12 MESES (ex ESTATALES)



* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+5x a/a al 2T21, +28x a/a al 3T21, +14x a/a al 4T21, +3,5x al 1T22 y +2,4x a/a al 2T22).

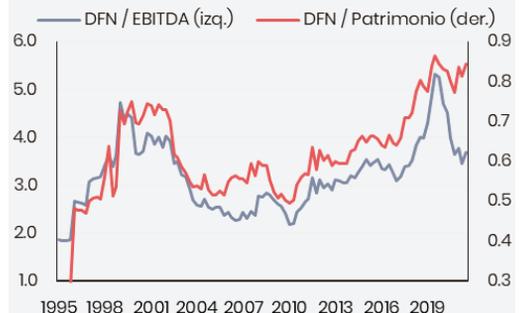
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 3,7x en este trimestre, tras haber alcanzado un **peak de 5,3x a mediados de 2020**. El stock de deuda financiera neta mostró un avance de 27% a/a, lo que confirma la aceleración observada en los dos trimestres previos. Si bien, esto responde en parte a una mayor actividad, creemos que en este indicador continuaría al alza en los próximos trimestres debido a una menor generación de flujos. 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 0,85x**, subiendo respecto al 0,81x registrado en el IT21. En la misma línea, **las métricas de solvencia como cobertura y liquidez se deterioran levemente**, volviendo a valores pre pandemia en el caso de la liquidez o incluso mejorando en cobertura, los que son niveles considerados positivos en términos históricos.

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, **más allá de una discusión política que continuará post Plebiscito, queremos recalcar que en ningún momento consideramos algún riesgo de deterioro en la solvencia o capacidad de pago de corto-mediano plazo de las compañías.**

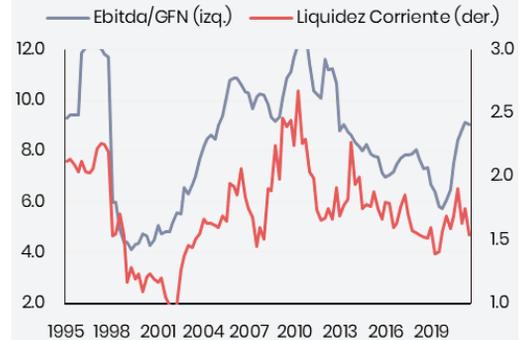
En **términos sectoriales**, todas las industrias mostraron algún deterioro en sus ratios respecto al IT22, aunque aún destacan aquellas con mayor recuperación en Ebitda en el último año, como *commodities* y forestal. Pero, por otro lado, construcción, distribución eléctrica, industrial, *retail* y telecom presentan un quiebre mayor de tendencia, con alzas t/t entre 1,0 y hasta 4,0 ptos en DFN/Ebitda, aunque en el caso de construcción se mantiene con una evaluación más favorable a 12 meses. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sube levemente en ciertos sectores, destacando distribución y transmisión eléctrica.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 9,0x en la muestra (-0,1 ptos t/t, +1,5 ptos a/a), con un aporte muy relevante de los sectores líderes en Ebitda a lo largo del año (*commodities* y forestal). Individualmente, los cambios de tendencia respecto al IT22 se concentran en generación eléctrica, construcción, *retail* y telecom.

En síntesis, las condiciones excepcionales de demanda que permitieron elevar márgenes por sobre lo esperado desde fines de 2021 ya quedaron atrás, **comenzando a primar con más fuerza la mayor presión en costos derivada del aumento de precios en materias primas**. Frente a un escenario de desaceleración global, y particularmente local, **esperamos impactos adicionales en la rentabilidad y endeudamiento de la muestra en el corto plazo**, lo que se suma a una contingencia política y regulatoria que, no descartamos, pueda golpear de manera adicional los resultados corporativos a mediano plazo.

No obstante, las magnitudes esperadas estarían internalizadas en los actuales niveles de spreads, por lo que mantenemos una visión neutral. Además, hay alguna reactivación incipiente en las emisiones locales que podría favorecer su desempeño relativo en el corto plazo, en medio de la mayor volatilidad que han mostrado otros activos financieros.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

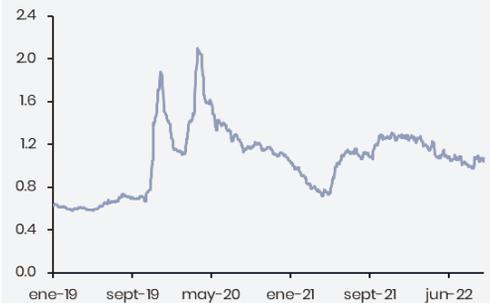


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

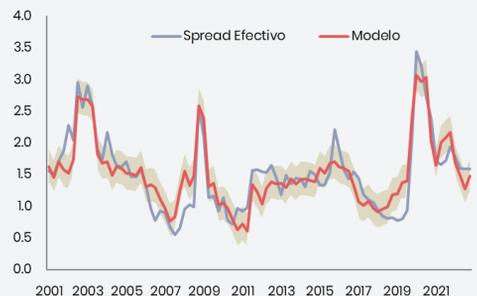
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



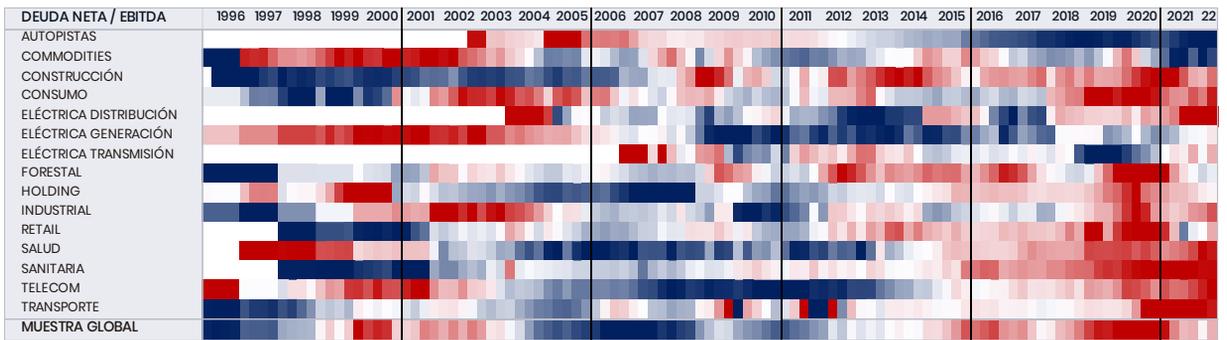
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

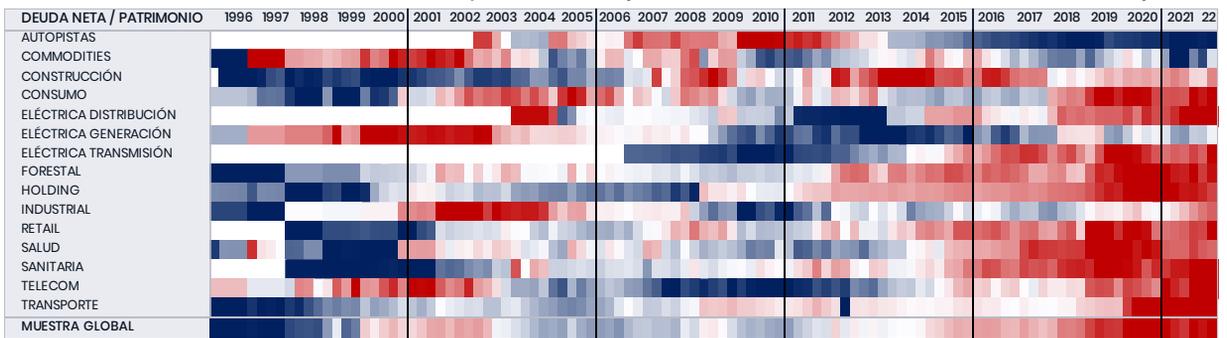
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



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



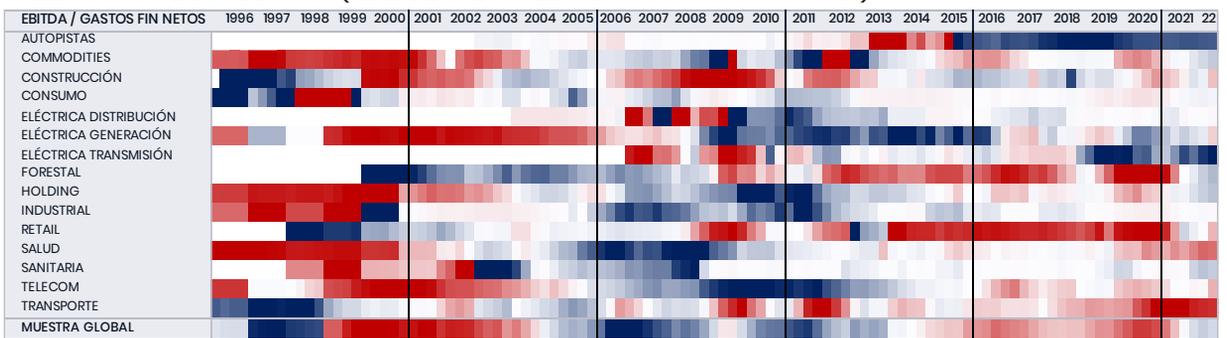
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*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

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl