



# INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Noviembre 2022

## Riesgo Corporativo Local: Mayor vulnerabilidad en firmas pequeñas, más expuestas a demanda interna

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

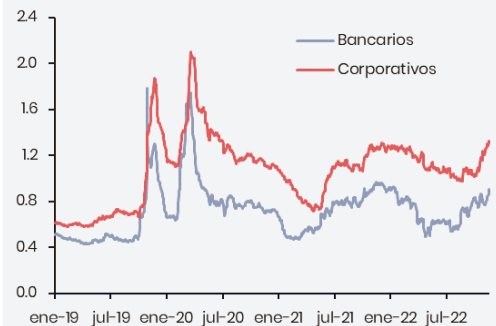
Si bien, el mercado esperaba alguna reacción positiva a nivel de spreads y montos tras el resultado del Plebiscito de salida, lo observado en el mercado de renta fija corporativa dista de dicha proyección. Lo que en la realidad ha seguido primando es la escasez de emisiones, con colocaciones concentradas en el sector bancario, además de una presión alcista en spreads entre 20 y 70 puntos según sector desde sus mínimos anuales, comenzando a incorporar los temores de necesidad de refinanciamiento, en un contexto de caída en resultados.

Al analizar vulnerabilidades sectoriales cruzando el perfil de vencimiento de deuda y nivel de apalancamiento, destacan principalmente sectores ligados al ciclo económico, en el marco de una caída estimada para la actividad local en 2023. Uno de los que se observa más comprometido en ambas variables es Construcción. En su caso, un 55% de sus pasivos financieros se deberán refinanciar en un plazo de 1 año (esto medido con resultados al 2T22), mientras que su ratio DFN/Ebitda se ha mostrado al alza en los últimos años, alcanzando a la fecha un 6,7x consolidado, dato que no está ajustado por las inversiones en sociedades coligadas. Entendiendo que el negocio Inmobiliario se estructura con financiamiento corto (generalmente líneas bancarias *revolving*), lo que hace que algunas compañías concentren esta característica en su deuda, eso no elimina la presión que implicará, en términos de costo financiero, la menor actividad estimada en una ya mermada demanda por viviendas presionada por las mayores restricciones en el otorgamiento de créditos.

Aquellas firmas con mayor presencia en Proyectos, especialmente ligados a minería, que suelen tener financiamiento respaldado por el propio contrato, o con mayor concentración en construcción de viviendas bajo subsidio, tendrían un mayor respaldo para conseguir condiciones de endeudamiento menos presionadas. No obstante, los bajos márgenes con que opera el sector (últimamente golpeados por el alza en materias primas y mano de obra) dejan pendiente un desapalancamiento, en particular en operadores de menor tamaño.

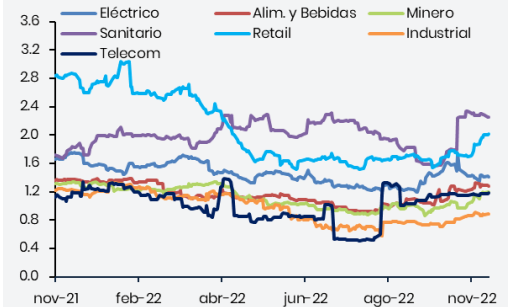
Un segundo sector que genera atención es Financiero No Bancario, que por su estructura de negocios concentra una deuda a plazos cortos (31% al 2T22). Esta industria agrupa negocios como Factoring, Leasing, crédito Automotriz y algunos créditos corporativos de mayor riesgo, muchos de ellos con foco en pequeñas y medianas empresas. En su caso, la vulnerabilidad respondería a su sensibilidad al ciclo y el esperado aumento en el riesgo de sus carteras, primando en ese sentido el respaldo financiero del operador, tanto en liquidez como en calidad de activos. El nivel de endeudamiento en general se asocia a la agresividad en el crecimiento de su cartera, por lo que en un periodo de bajo crecimiento debiéramos esperar algún freno en dicha cifra.

GRÁFICO 1: SPREADS EMISORES LOCALES (P.P.)



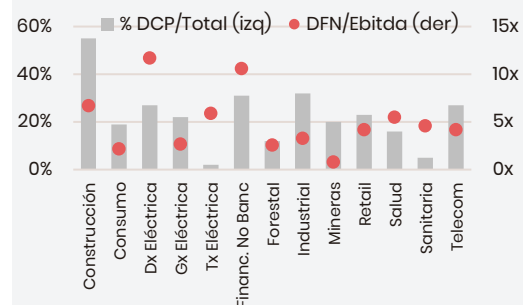
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SPREAD POR SECTOR (P.P.)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: ENDEUDAMIENTO Y VENCIMIENTOS DE CORTO PLAZO POR SECTOR (2T22)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Un tercer grupo de firmas que presentarían mayor riesgo son las retail de menor tamaño, básicamente porque no poseen la diversificación de los grandes operadores y suelen enfocarse hacia segmentos de consumidores de mayor riesgo. Como industria, un 23% de su deuda vence en menos de un año, y el ratio promedio DFN/Ebitda asciende a 4,2x, dato que incluye buena parte del elevado consumo que implicaron las medidas de liquidez que dominaron 2021, por lo que debiera mostrar un deterioro no menor ante la baja en resultados que lideraría el sector en la segunda mitad de este año. Si a esto sumamos una expectativa de deterioro en el riesgo de sus carteras, podríamos efectivamente ver mayores spreads en segmentos de consumo más discrecional, en particular tiendas por departamento, y más resiliencia en consumo básico como supermercados.

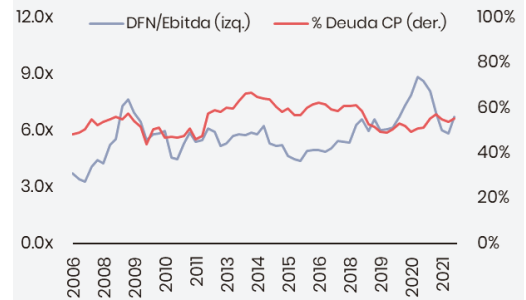
Alineado a lo anterior, consumo ligado a alimentos y bebidas presenta una relativa comodidad para enfrentar este escenario de desaceleración, con perfiles bastante conservadores en las principales compañías. No obstante, habrá que tener especial atención en ciertos operadores menores cuyo endeudamiento ha sido muy agresivo en los últimos años y que no han estado acompañados de buen desempeño en resultados, con márgenes bastante acotados pese a buenas condiciones de demanda.

Por último, en el sector telecomunicaciones se ha apreciado un claro aumento en su endeudamiento en los últimos 10 años, tanto por stock como por resultados estancados frente a un constante cambio tecnológico (que requiere montos relevantes de Capex) y altos niveles de competencia en precios. Además, un 27% de sus pasivos se deberán refinanciar en 12 meses. Aunque operadores relevantes han optado por venta de activos para mejorar su liquidez, queda pendiente confirmar que el destino de esos recursos sea efectivamente reducción de deuda, y que las operaciones no terminen concentrándose en negocios que vayan quedando obsoletos, sin opciones de mayor crecimiento.

Mención especial merecen industrias que estructuralmente operan con mayor deuda debido a sus altos requerimientos de inversión (lo que implica un ratio DFN/Ebitda sobre 5,0x), pero que perfilan sus vencimientos muy a largo plazo, lo que aminora la preocupación. Esos casos en general se concentran en sectores regulados, como sanitarias, y firmas de distribución y transmisión eléctrica. Particularmente en el caso de distribución eléctrica, se ve un salto en la deuda de corto plazo, lo que se explica por reestructuraciones societarias cuyos efectos se normalizarían con el correr de los trimestres.

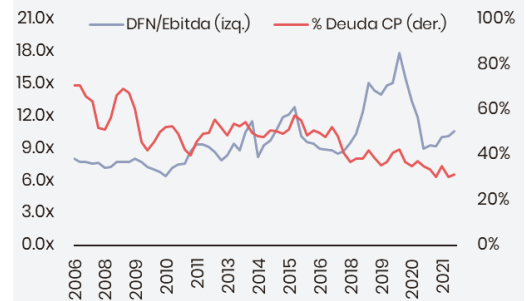
En síntesis, aunque en esta oportunidad estamos ahondando en sectores que nos parecen presentar mayor vulnerabilidad al escenario macro previsto, queremos recalcar que **en una muestra amplia de compañías locales no se esperan, por el momento, alzas significativas en los indicadores de deuda ni un deterioro inminente de liquidez**, primero al considerar el peso del sector commodities (que mantienen un ambiente favorable de precios de venta), pero también las medidas de mitigación que las propias empresas tomaron como resguardo a sus índices de solvencia frente a los efectos de la pandemia. Ante ello, **mantenemos un sesgo neutral en este activo, aunque con algún sesgo negativo en caso de extenderse la menor actividad local e internacional, y presentarse condiciones de liquidez más adversas.**

GRÁFICO 4: INDICADORES SECTOR CONSTRUCCIÓN



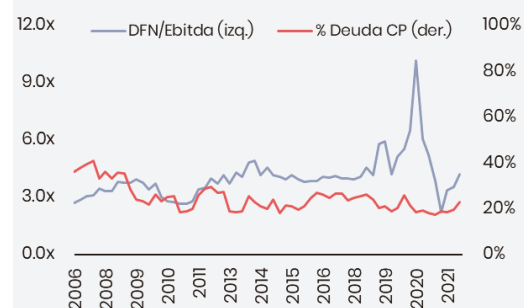
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO



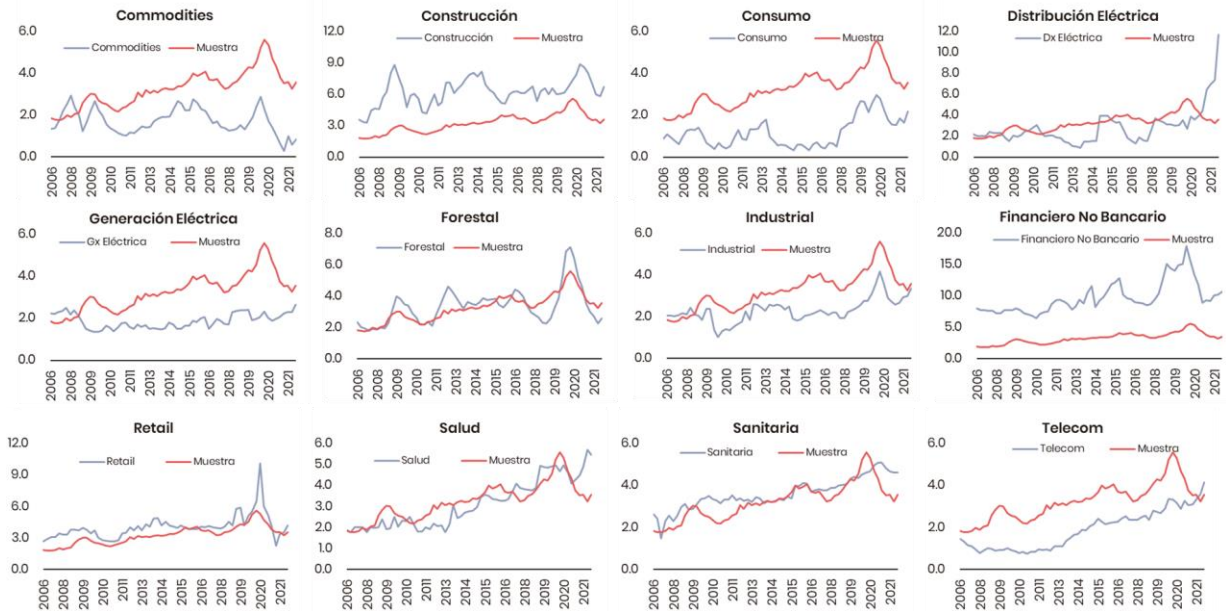
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: INDICADORES SECTOR RETAIL



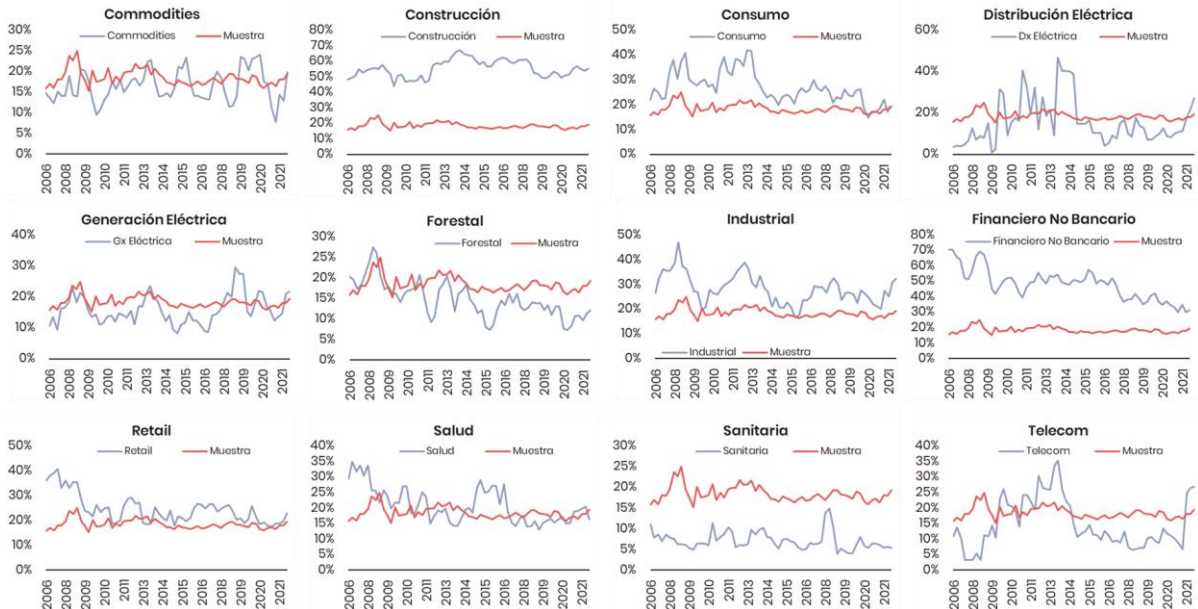
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

**GRÁFICO 7: DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (COMPARADO CON MUESTRA DE 130 COMPAÑÍAS)**



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

**GRÁFICO 8: DEUDA DE CORTO PLAZO SOBRE DEUDA TOTAL (COMPARADO CON MUESTRA DE 130 COMPAÑÍAS)**



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.**  
Economista Senior  
*eduardo.salas@security.cl*

**Roberto Valladares R.**  
Analista de Inversiones  
*roberto.valladares@security.cl*

**Felipe Molina R.**  
Analista de Inversiones  
*felipe.molinar@security.cl*

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
*cesar.guzman@security.cl*

**Nicolás Libuy I.**  
Jefe de Renta Variable Local  
*nicolas.libuy@security.cl*

**María José Castro D.**  
Economista  
*maria.castrod@security.cl*

**Marcos Sandoval H.**  
Analista de Inversiones  
*marcos.sandoval@security.cl*

**Juan Ignacio Vicencio F.**  
Analista de Inversiones  
*juan.vicencio@security.cl*