

A background image showing a financial chart with a grid and several lines in purple, orange, and yellow. Numerical values like 5.6631, 9.334, and 4.250 are visible on the chart.

INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Diciembre 2022

Riesgo Corporativo Local: Sectores ligados a demanda interna ratifican menores márgenes y mayor apalancamiento al 3T22

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

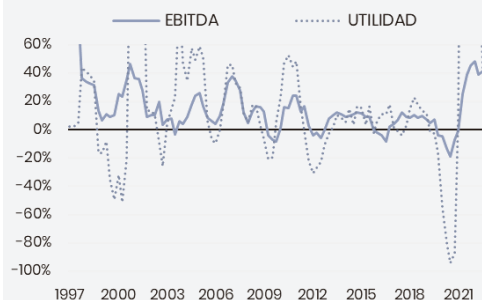
Gran parte de las señales que se obtuvieron de los resultados del trimestre anterior terminaron por confirmarse en los reportes de este tercer trimestre. Por un lado, varios sectores concretaron retrocesos anuales en Ebitda y algún deterioro en márgenes, aunque a nivel de muestra esto aún se sostiene principalmente por el buen desempeño de ciertos precios de commodities. Por otro, el ritmo de endeudamiento se volvió a acelerar, lo que se tradujo en aumentos de indicadores financieros, con alguna mayor exposición a compromisos de corto plazo. Ahora bien, son cifras que representan sólo cambios marginales de tendencia, pero que requerirán monitoreo frente a un desafiante 2023 en términos de condiciones de refinanciamiento y comportamiento de demanda.

El Ebitda a 12 meses presentó un alza de 42% a/a (10% t/t), siendo **commodities** minero, forestal y retail quienes lideraron los aumentos, desdibujado en parte por telecom, salud y distribución eléctrica. Los primeros dos sectores siguen favorecidos por el incremento de precios que han presentado sus materias primas a lo largo de este año, compensando ampliamente los mayores costos logísticos. En retail, tras normalizar operaciones y mix de ventas, el menor consumo de los últimos meses todavía se compensa con la elevada liquidez de inicios de año, pero con una notoria preocupación por acumulación de inventarios y aumentos en el riesgo de sus carteras. En la parte negativa, la baja en salud se relaciona con altos índices de siniestralidad post Covid, presionando fuertemente sus costos, 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.

No obstante, a pesar de la presión que persiste a nivel de costos (energía, mano de obra, insumos), se observa un margen Ebitda que sube levemente. Al 3T22 alcanzó 18,4%, lo que implica un alza de 0,2pp a/a y de 0,5pp t/t. Este valor tiene implícitos incrementos en ingresos de 40% a/a y 7% t/t. Al aporte del segmento minero y forestal que señalamos anteriormente, se suman firmas que todavía no vuelven a régimen en resultados pero que enfrentaron duros desafíos en pandemia (ej: transporte, entretenimiento). Pero, nuestra visión continúa apuntando a márgenes más acotados hacia el 4T22 y 2023, tanto por costos como por la desaceleración en la economía, consecuencia de mayores dificultades de traspaso de costos a tarifas.

En tanto, el ROE (Return on Equity) muestra un descenso a 11,5%, lo que va en línea con nuestras estimaciones. El riesgo de presión en resultados ante posibles cambios estructurales a los que apunta la vigente discusión social y política sigue latente, lo que afectaría 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).

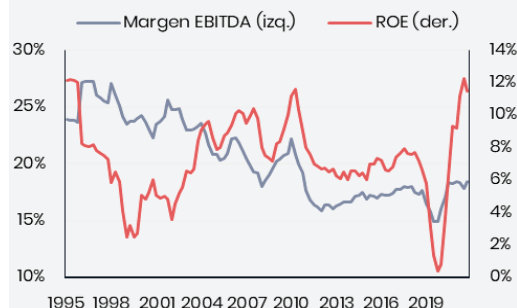
GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD* 12 MESES (ex ESTATALES)



* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad (+5x a/a al 2T21, +26x a/a al 3T21, +14x a/a al 4T21, +3,5x al 1T22 y +2,4x a/a al 2T22).

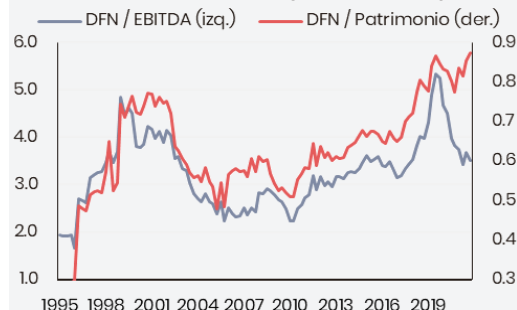
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 3,5x 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 30% a/a, lo que confirma la aceleración observada previamente, particularmente desde el 2T22. Si bien, esto responde en parte a una mayor actividad, creemos que este indicador continuaría al alza en los próximos trimestres debido a una menor generación de flujos. Esperamos que el ratio se deteriore a niveles cercanos a 4,0x en las siguientes entregas de resultados.

Por su parte, la razón **DFN/Patrimonio** alcanzó **0,87x**, subiendo respecto al 0,85x registrado en el 2T22 y el 0,77x del 3T21. 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.

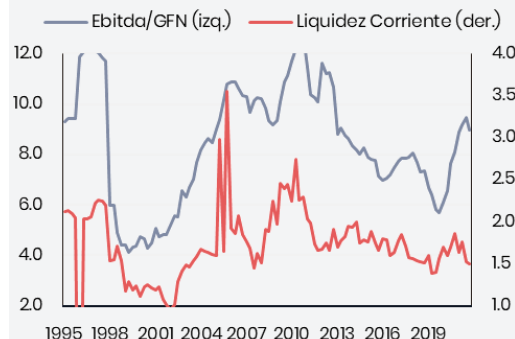
En relación a los compromisos de pago, estos se mantienen concentrados en el largo plazo. Trabajos de refinanciamiento en pandemia, junto a renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos, permiten que un 20% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo, subiendo levemente. Al respecto, **más allá de las expectativas desfavorables que hemos comentado y algunos casos particulares a monitorear, descartamos algún riesgo de quiebre en la solvencia o en la capacidad de pago de corto-mediano plazo de las compañías evaluadas.**

En **términos sectoriales**, se observa un desempeño mixto respecto a sus ratios al 2T22. A nivel de DFN/Ebitda, destacan industrias con alta generación de Ebitda en el último año, como *commodities* y forestal, y otras con una interesante recuperación de Ebitda o una reducción en deuda en los últimos meses, como distribución eléctrica, salud y retail. Pero, por otro lado, construcción, generación eléctrica y telecom presentaron aumentos t/t entre 0,2 y 0,6 pts. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sube en ciertos sectores a/a, en especial distribución eléctrica, retail, sanitario, telecom y consumo.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 8,9x en la muestra (-0,5 pts t/t, +0,9 pts a/a), con un aporte muy relevante de los sectores líderes en Ebitda a lo largo del año (*commodities* y forestal). Individualmente, los cambios a la baja respecto al 2T22 se concentran en generación y distribución eléctrica, construcción y telecom.

Si bien, desde hace ya un par de reportes se evidencia **una mayor presión en costos derivada del aumento de precios en materias primas, este mismo factor ha influido en los ingresos de algunas compañías de alto peso, lo que ha mantenido márgenes y ratios relativamente estables.** No obstante, frente a un escenario de desaceleración global, y particularmente local, **esperamos que se comience a resentir 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 golpearlos de manera adicional a mediano plazo. **No obstante, las magnitudes esperadas estarían más que internalizadas en los actuales niveles de spreads, por lo que mantenemos una visión neutral.** Además, su carácter defensivo le podría favorecer en caso de presentarse una mayor volatilidad en otros activos financieros.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

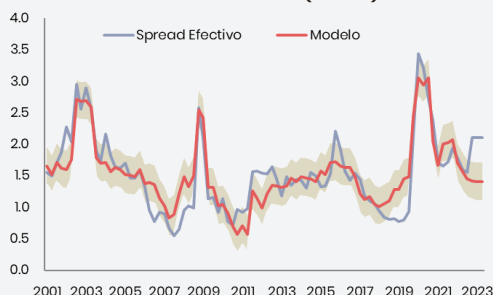
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



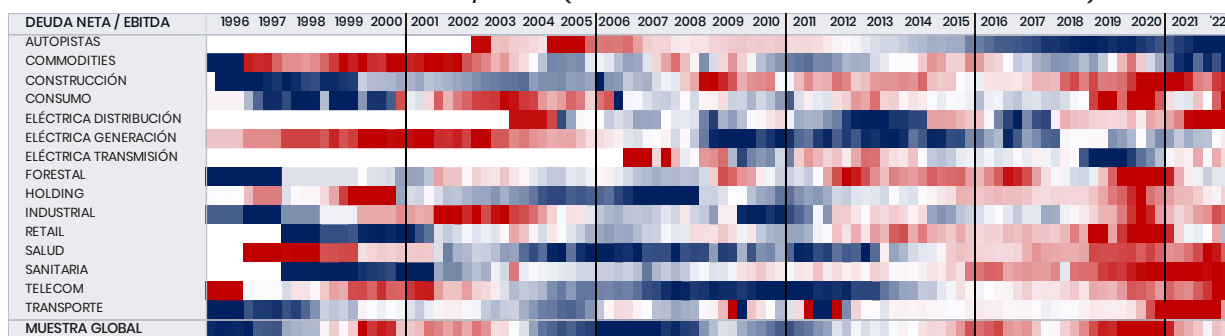
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



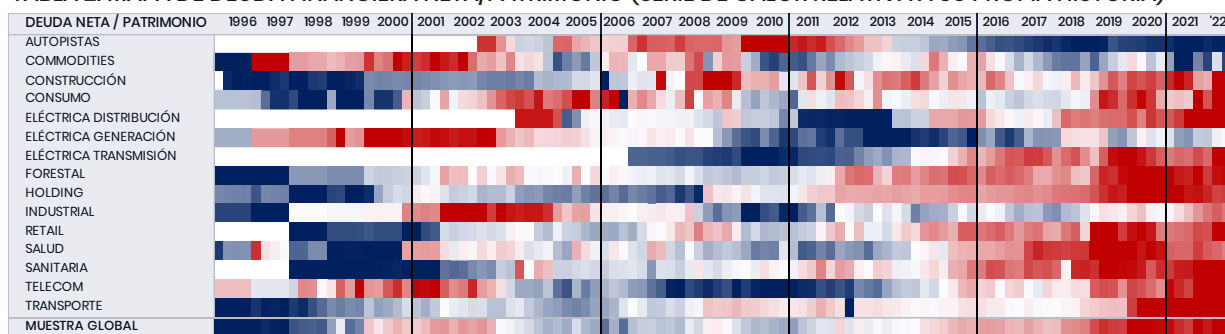
Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

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



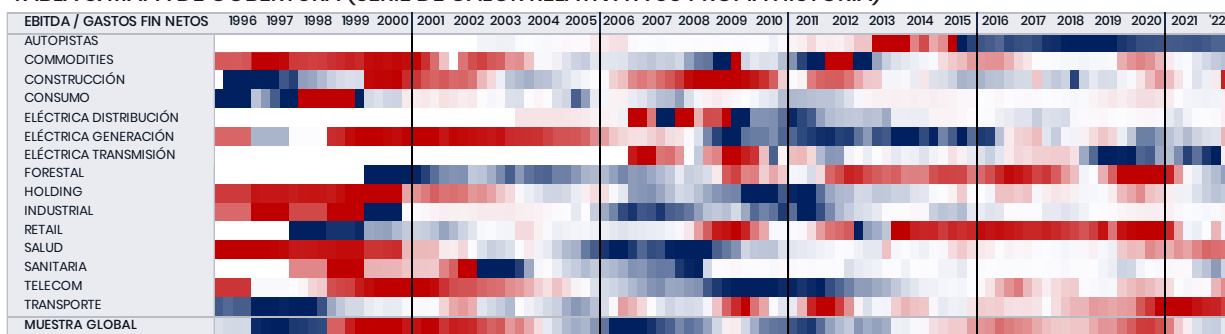
*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

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