



# INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Abril 2023

## Riesgo Corporativo Local: Mejora puntual de grandes emisores no debe esconder deterioro en sectores de demanda interna

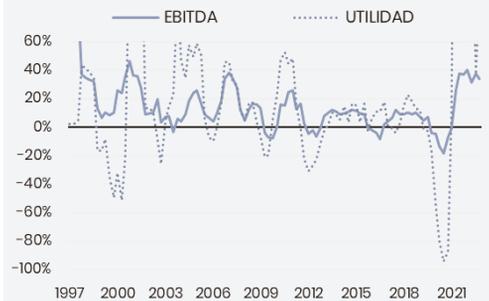
Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Ventas de activos, cierres de procesos de reestructuración y resultados que se han mantenido favorables en algunos sectores influyeron en el alivio en términos de endeudamiento que se observó al cierre de 2022.** Esto considerando los máximos en algunas métricas financieras durante 2T22 y 3T22, que elevaron la preocupación en relación a cómo se enfrentarán los próximos refinanciamientos de pasivos frente a un escenario de desaceleración económica y tasas de interés que se mantienen elevadas. Además, en este periodo se confirma el freno en el nivel de Ebitda y algún deterioro adicional en márgenes operacionales, junto a mayores gastos financieros y menor nivel de caja, que se compensan con la reducción de deuda, al concentrarse en el tramo de más corto plazo.

**Los factores mencionados se concentraron en pocos emisores, pero de importante peso en el mercado.** El caso más relevante es la salida de Capítulo II por parte de Latam Airlines, proceso que involucró una baja en pasivos de unos USD 6.480 millones. Otro caso destacable es el sector telecom, donde la venta de activos y prepagos de pasivos de sus principales emisores permitió reducir en USD 1.660 millones el stock de deuda de la industria. En distribución eléctrica destaca la baja de casi USD 2.050 millones en los compromisos que sostenía Enelchile respecto al 3T22, apoyado en la venta de su negocio de transmisión y la mejora de flujos en su segmento de generación. En la misma línea, la mayoría de las firmas de generación eléctrica pudo mejorar su perfil financiero gracias al repunte en resultados, bajando en USD 1.700 millones los pasivos del sector. Si bien se suman otros ejemplos en *retail* y forestal, en total no más de 15 emisores (de un total que superan los 140) explican casi la totalidad de la variación que observamos en el endeudamiento de este trimestre (-23% t/t y +7% a/a). Excluyéndolos, la muestra mantendría un stock de pasivos estable t/t, y subiría 26% a/a.

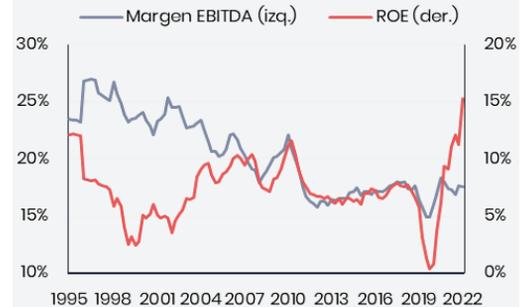
**Por ítem, el Ebitda a 12 meses presentó un alza de 34% a/a (3% t/t), siendo commodities minero, distribución eléctrica y transporte quienes lideraron los aumentos, desdibujado en parte por retail, telecom y salud.** El elevado nivel de precios que mantenían ciertas materias primas a fines de 2022, compensó ampliamente los mayores costos logísticos. En distribución eléctrica, la mejora en generación ha permitido contrarrestar parte del alza en el costo de la energía por combustibles, mientras que transporte se apoya en la recuperación en tráfico de pasajeros luego de la regularización de sus operaciones. En la parte negativa, *retail* muestra señales de descenso en el consumo, con una notoria preocupación por acumulación de inventarios y aumentos en el riesgo de sus carteras. Por su parte, 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.

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



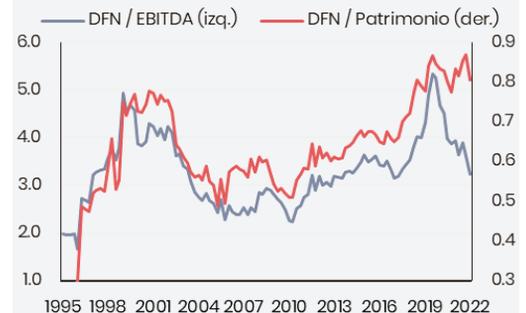
\* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad, excluyendo entre 2T21 y 2T22 y 4T22 (+92% a/a).  
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 tanto, persiste cierta presión a nivel de costos (energía, mano de obra, insumos) que explica la estabilidad en margen Ebitda.** Al 4T22 alcanzó 17,6%, lo que implica un alza de 0,2pp a/a y mantiene su nivel t/t. Este valor tiene implícitos incrementos en ingresos de 32% a/a y 3% t/t. Al aporte de industrias ligadas a commodities y electricidad, se suman firmas de servicios que volvieron a régimen en operaciones tras el duro desafío que implicó la pandemia (ej: transporte, entretención). Pero, nuestra visión continúa apuntando a márgenes más acotados para la primera parte de 2023, tanto por costos como por la desaceleración en la economía, consecuencia de mayores dificultades de traspaso de costos a tarifas.

**Diferente es el caso del ROE (Return on Equity), que mostró un aumento de 6,2 p.p. a/a a 15,3%, consecuencia de la reversión de pérdidas de Latam Airlines y la venta de activos de Enelchile.** Se suman en menor medida los positivos resultados de 2022 de SQM y Vapores. Sin embargo, el grueso de la muestra mostró utilidades mayormente estables, tanto t/t como a/a. En este sentido, al margen de estos efectos puntuales, nuestro escenario base continúa apuntando a rentabilidades algo por debajo del promedio en el largo plazo (en torno a 7-8%), consecuencia de posibles cambios estructurales a los que apunta la vigente discusión social y política.

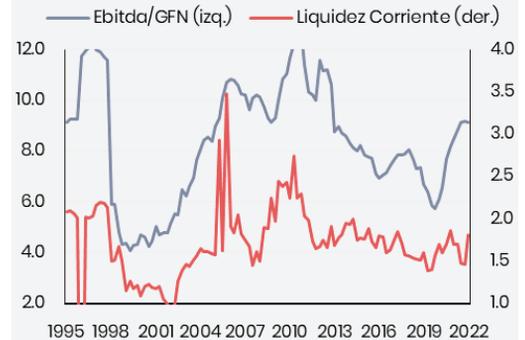
**En cuanto a deuda, el ratio DFN/Ebitda se redujo nuevamente a 3,2x en este trimestre, tras el 3,9x alcanzado a mediados de 2022,** donde el stock de deuda financiera neta mostró un avance de 10% a/a (-8% t/t), pero el Ebitda todavía arrastra un impulso aún mayor. Queremos insistir en que, aunque hay indicadores financieros que se moderan en este ejercicio, se vincularía a casos específicos, prevaleciendo el riesgo de presión sobre sectores con mayor dependencia al ciclo económico, por lo que mantenemos cautela para las próximas entregas de resultados, estimando un deterioro en este indicador hacia 4,0x a mediano plazo.

Por su parte, la razón **DFN/Patrimonio alcanzó 0,80x,** bajando respecto al 0,87x registrado en el 3T22 y el 0,83x del 4T21, pero se mantiene en máximos si consideramos un contexto de largo plazo. En la misma línea, **las métricas de solvencia, tanto de cobertura como de liquidez, mejoran en el margen,** volviendo a valores cercanos a sus promedios históricos.

**En relación a los compromisos de pago, estos se mantienen concentrados en el largo plazo.** Refinanciamientos post pandemia y renovación de líneas, pero principalmente cierres de reestructuraciones y ventas de activos, permiten que al 4T22 un 17% de los pasivos financieros se concentran en el corto plazo, bajando del 20% del 3T22. Al respecto, **más allá del deterioro financiero de la muestra que implicarían las expectativas desfavorables ya comentadas, particularmente en ciertos casos que creemos necesario 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 ratios al 3T22. A nivel de DFN/Ebitda, destacan industrias con mayor generación de Ebitda en el último año, principalmente los segmentos eléctricos y transporte, donde se suman reducciones importantes de deuda, pero también industrias resentidas por una menor demanda y presiones en margen, principalmente retail. En tanto, a nivel de endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio), este se mantuvo estable a/a en su mayoría, salvo distribución eléctrica y telecom, donde baja, subiendo en retail.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

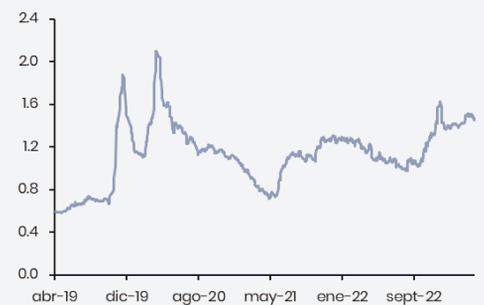


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

\* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

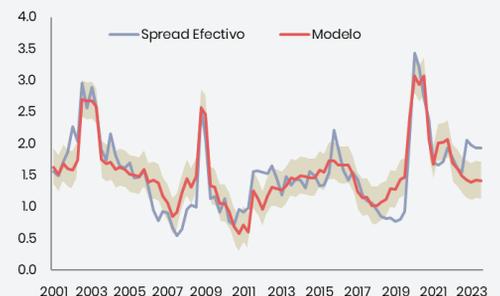
\* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)

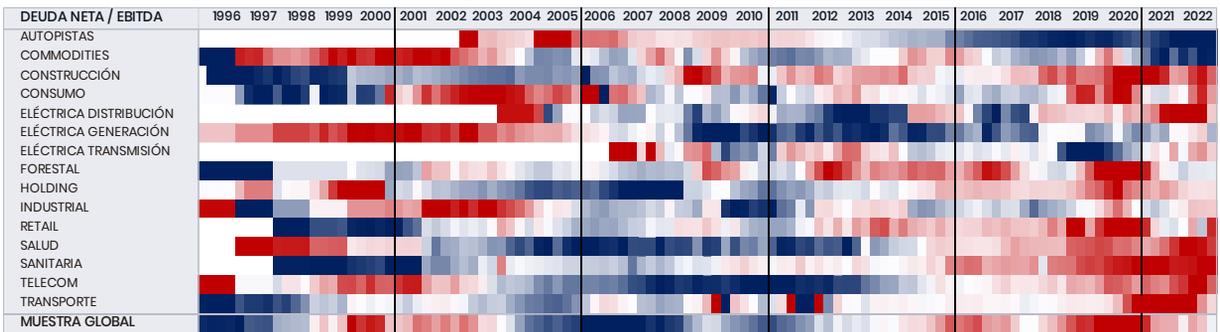


Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

Por último, respecto a cobertura de gastos financieros netos, se mantuvo en 9,3x a nivel de la muestra (+0,3 pto a/a), con un aporte muy relevante de los sectores de mayor avance en Ebitda (*commodities*, distribución eléctrica, forestal y transporte), que permiten contrarrestar la baja en construcción, retail y consumo, entre otros.

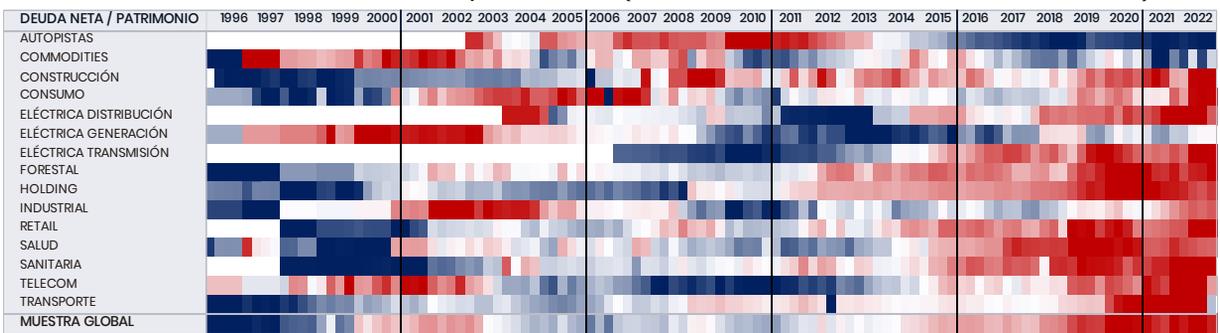
Así, aunque vemos algunas señales de mejora financiera, frente a un escenario de desaceleración global y local, **esperamos que la rentabilidad y endeudamiento de la muestra se resientan en el corto plazo**, sumado a una contingencia política y regulatoria que podrían golpearlos de manera adicional a mediano plazo. **No descartamos que las magnitudes esperadas podrían ser mayores a las internalizadas en nuestros modelos de valorización de spreads, lo que plasmamos en una visión neutral para esta clase de activo en nuestro último informe de portafolios.**

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



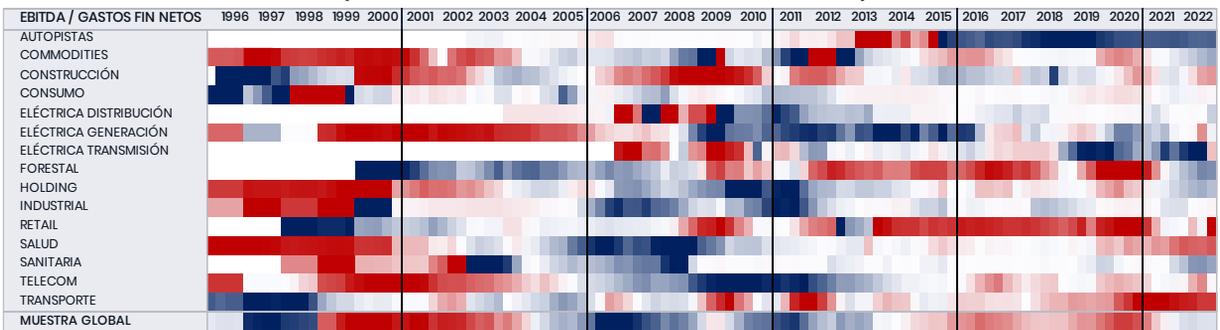
\*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

**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*

**Felipe Molina R.**

Analista de Inversiones

*felipe.molinar@security.cl*

**Juan Ignacio Vicencio F.**

Analista de Inversiones

*juan.vicencio@security.cl*