



# INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Junio 2023

## Riesgo Corporativo Local: Pasivos de corto plazo y sus acreedores

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

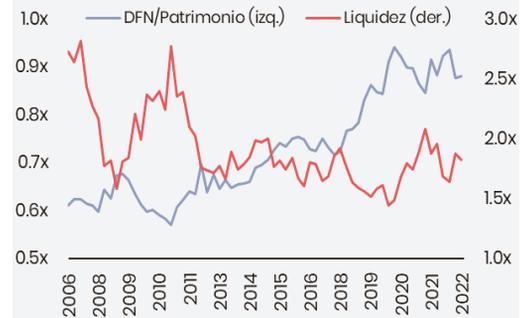
En esta ocasión, tras el cierre de un nuevo reporte de resultados, quisimos evaluar de manera preliminar la estructura del stock de deuda con un número relevante de emisores locales (que representan el casi 85% de la deuda de nuestra muestra usual de 130 compañías), tanto en términos de plazo como de acreedor. ¿La motivación? Por un lado, el anuncio de requerimientos de capital contracíclico a la banca nacional por parte del Banco Central, que podría restringir el crecimiento de créditos corporativos y, eventualmente, encarecerlo, y que implicaría refinanciamientos de pasivos en condiciones menos favorables en los próximos meses (en un contexto de indicadores de deuda presionados en términos históricos (gráfico 1)), y por otro lado, mayores dificultades de alzas de precios en ciertas industrias y márgenes presionados, particularmente relevante en segmentos ligados al ciclo económico en un escenario de desaceleración.

Frente a esta coyuntura, innegablemente resulta clave analizar la liquidez y la solvencia con que se enfrentarán los futuros compromisos de deuda. De un total de 100 compañías del mercado local, un 21% de sus pasivos concentran sus vencimientos en los próximos 12 meses, mientras que otro 19% vencerá de aquí a marzo de 2026 (3 años más). Si bien, esto podría reflejar una relativa holgura financiera, existe disparidad intrasectorial, no sólo por las características propias de cada negocio, sino además por el alto peso que tienen ciertos emisores puntuales en la muestra, lo que hace necesario alguna apertura de las cifras.

En este sentido, evaluando primero el peso relativo por industria, y excluyendo al sector público y los holdings financieros, los sectores Forestal y Retail lideran los montos de deuda adquirida (sumando cerca de USD 42.340 millones), un 30% del total (gráfico 2). Lo anterior, sin ser particularmente sectores de alto apalancamiento, sino netamente se relaciona con la envergadura de estos emisores en términos de ventas (por ejemplo, CMPC, Copec, Cencosud o Falabella). Siguen en la lista Generación Eléctrica (con la misma evaluación de los segmentos previos, al considerar a Enel Américas o Enel Generación) y Financiero No Bancario, con lo cual ya llegamos a la mitad de la deuda de la muestra. En este último caso, sin embargo, se vincula con el financiamiento de su negocio de crédito, por eso destaca en términos de stock de pasivos, no así en tamaño de ingresos.

Más en detalle, **Forestal** y **Retail** no difieren en mayor medida de los vencimientos hasta 3 años que presenta la muestra (gráfico 3.a, medido como porcentaje de su deuda total), pero sí es algo mayor en **Generación eléctrica** (en especial en el tramo 1-3 años, consecuencia de vencimientos de Enel Américas y Enel Generación). Pero, por otro lado, otras industrias como **Consumo**, **Distribución eléctrica**, **Real Estate**, **Sanitario** y **Transporte** tienen una concentración menor de sus pasivos en el periodo evaluado, lo que no sólo manifiesta una mayor tranquilidad respecto a sus requerimientos de liquidez, sino que además acota nuestro análisis de riesgo a sectores muy específicos.

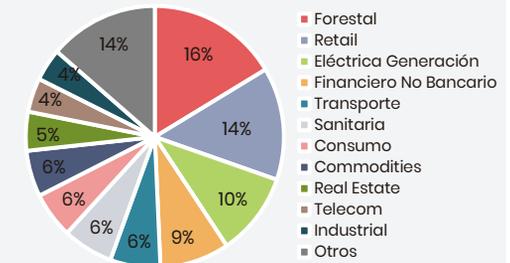
GRÁFICO 1: ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ\* MUESTRA REPRESENTATIVA (VECES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

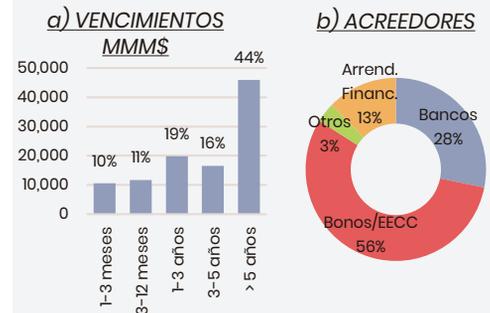
\* Liquidez Cte = (Ebitda+Efectivo)/(GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN PASIVOS FINANCIEROS (SELECCIÓN DE EMPRESAS)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 3: ESTRUCTURA DE PASIVOS SELECCIÓN DE EMPRESAS (1T23)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

El primero de ellos apunta al sector **Financiero no bancario**, el que cuenta con un esquema radicalmente diferente, pues calza la duración de sus colocaciones más en línea con sus pasivos. Así, el 92% de su deuda vence en los próximos 3 años, lo que lo convierte en uno de los sectores con mayor exposición a la coyuntura de corto plazo. En tanto, **Construcción** (de escaso peso en el total) concentra 85% en dicho periodo, consecuencia de proyectos de inversión con duración similar.

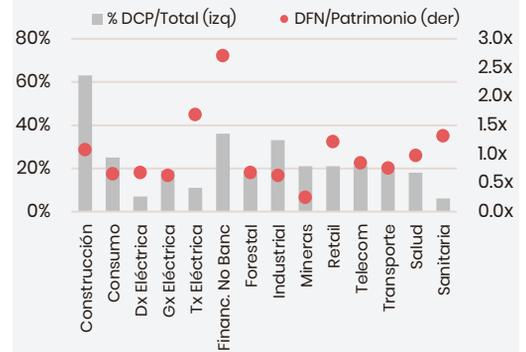
Los otros dos sectores con mayor exposición a esta variable son **Industrial** (con 68%) y **Telecom** (53%). Ambos presentan mayor sensibilidad al ciclo local y a niveles de competencia de su industria respectiva, lo que deriva en un menor control de márgenes. Lo anterior requerirá un monitoreo más detallado en las siguientes entregas de resultados y evaluar posibilidades y condiciones de posibles refinanciamientos a lo largo del año.

**Lo anterior nos lleva a un siguiente análisis, que se relaciona con las contrapartes de esta deuda. En la muestra, 56% se atribuye a emisión de bonos y 28% a bancos (USD 65.200 MM y USD 32.230 MM en cada caso), dejando en 13% a los arrendamientos financieros (gráfico 3.b).** En líneas generales, los sectores que se acoplaban a la muestra en términos de plazos, también lo hacen en esta medición. En cambio, **Construcción** presenta una relación 14% bonos/73% bancos, al requerir financiamiento corto y de fácil acceso, camino que también toma **Industrial** (24% bonos/66% Industrial), que se relacionaría con el menor tamaño relativo de sus emisores y mayores dificultades de emisión de deuda. **Financiero no bancario** muestra una estructura más equilibrada (48%/48%), siendo este último más activo que la media en emisiones corporativas. Por último, destacamos la menor concentración de bonos en Transporte, luego de la reestructuración de deuda de Latam Airlines, y la mayor preferencia de este tipo de financiamiento en Sanitario (74%), Telecom (59%) y Real Estate (59%).

**En conclusión, sin apreciar por el momento una exposición relevante de nuestras empresas bajo cobertura a vencimientos de pasivos de corto y mediano plazo, la cautela se concentraría en emisores puntuales, sobre todo aquellos que arrastran una condición de endeudamiento más presionada y elevados compromisos en los próximos meses.** Estos emisores buscarán financiamiento en el mercado y podrían ver deterioradas sus condiciones de tasas, al recibir un mayor castigo en términos de spreads. A nuestro juicio, requerirán mayor interés sectores como Construcción (con un ratio DFN/Patrimonio de 1,08x), Financiero no bancario (con un ratio de 2,71x), Retail de menor tamaño (con un ratio de 2,0x, vs 1,22x en el total de la industria), Consumo (muy holgado en general, pero con un par de firmas pequeñas con mayor stress) y Telecom (con un ratio de 0,85x). Sectores regulados que estructuralmente operan con mayor apalancamiento los dejamos por el momento fuera del foco de riesgo, entendiendo que se verían más condicionados en caso que la discusión constitucional implique cambios relevantes en su rentabilidad futura.

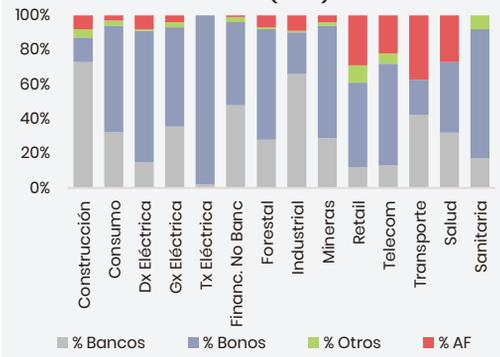
**Ahora bien, pese a verificar la baja concentración de este riesgo para las firmas locales, estamos esperando alguna reacción negativa a nivel de spreads corporativos y, por ende, de peores condiciones de acceso a crédito, como consecuencia de los recientes eventos regulatorios anunciados para los bancos, por lo que decidimos subponderar esta clase de activos en nuestros portafolios de junio.**

GRÁFICO 4: ENDEUDAMIENTO Y VENCIMIENTOS DE CORTO PLAZO POR SECTOR (IT23)



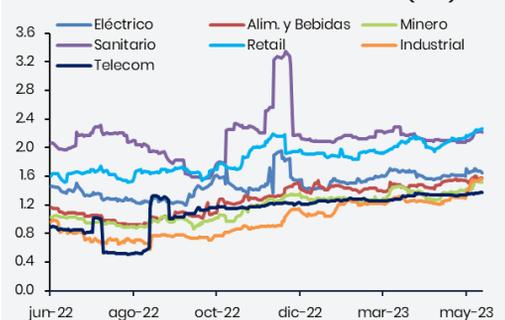
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TIPO DE ACREEDOR POR SECTOR (IT23)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREAD POR SECTOR (P.P.)



Fuente: Riskamérica 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*

**Juan Ignacio Vicencio F.**

Analista de Inversiones

*juan.vicencio@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*

**Felipe Molina R.**

Analista de Inversiones

*felipe.molinar@security.cl*

**Josefina Koljatic S.**

Analista de Inversiones

*josefina.koljatic@security.cl*