



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Junio 2023

Riesgo Corporativo Local: Mayor presión en costos resiente márgenes y ratios financieros en la primera entrega de resultados del año

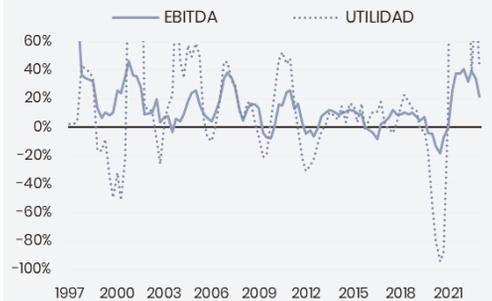
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

El balance de resultados al primer trimestre de 2023 confirmó una base desafiante en términos de ingresos para gran parte de la muestra (pese a que se han ido incorporando en los precios los mayores niveles de inflación y tasas), junto con una presión que persiste a nivel de costos. El Ebitda acumulado a 12 meses, que sube 21% a/a, esconde un 1T23 golpeado para industrias como Retail y Financiero no Bancario, que dependen del ciclo económico, pero también para ciertos sectores mineros, dependientes del escenario externo (y con fuerza de China), que han ido incorporando las menores expectativas de dicha economía en los precios de sus productos. Además, la adecuación de inventarios a nivel global se ha traducido en menores ventas para firmas exportadoras, siendo el ejemplo más claro las Viñas, que suman un consumo local que continúa deprimido. Este estancamiento operacional, junto a un contexto de tasas elevadas, sigue incidiendo en un nivel de endeudamiento mayor en términos históricos y un acceso más limitado a financiamiento vía emisiones, optando por el uso de líneas bancarias, e incluso caja.

De hecho, el Ebitda a 12 meses presentó un descenso de -3% t/t, siendo Telecom, Financiero no bancario, Retail y Forestal los de mayor ajuste, todos con desempeños planos en ingresos. En el primero, incorpora el reconocimiento de costos indexados a inflación y de provisiones (en particular por parte de Entel en Perú, consecuencia del escenario político), mientras que en retail comienza a pesar un menor consumo (al desaparecer los efectos de mayor liquidez), el aumento en los niveles de stocks y una mayor morosidad en sus carteras, ítem que también golpea a las financieras no bancarias. Los menores precios y volúmenes de celulosa, en tanto, explican los resultados de las forestales. Sin embargo, en la parte positiva se debe destacar la mejora en segmentos de Servicios básicos (luz y agua), al ceder precios de combustibles y mejorar la disponibilidad hídrica, junto a Construcción, apoyado en esencia en el negocio de minería, y Salud, de la mano de una alta actividad, de reajustes de precios y ceder levemente la siniestralidad.

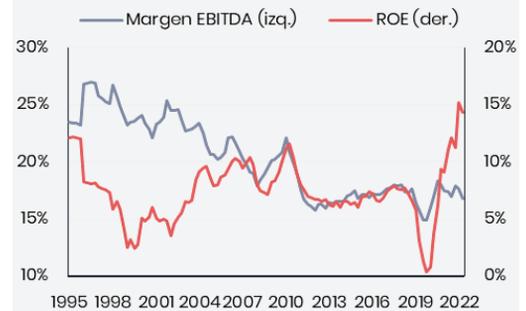
Con todo, el margen Ebitda se resiente en esta entrega, aun cuando mantiene a su favor los efectos de ganancias sobresalientes que explicamos en detalle para el 4T22 (ver informe). Al 1T23 alcanzó 16,8%, lo que se traduce en una caída de -0,5pp a/a y de -0,8pp t/t, que contienen incrementos en ingresos de 25% a/a y de 2% t/t. En la misma línea, el ROE (Return on Equity) muestra un descenso de casi 1 punto porcentual a 14,3%, incorporando también un aumento en el costo financiero. Si lo limpiamos de impactos no recurrentes, tendríamos un ROE más cercano a sus valores históricos de 7-8%. Si bien, costos vinculados a transporte (combustibles y tarifas navieras), materiales, mano de obra y energía comienzan a ceder, su impacto se está incorporando de manera muy gradual, lo que podría seguir acotando las rentabilidades en los próximos reportes.

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



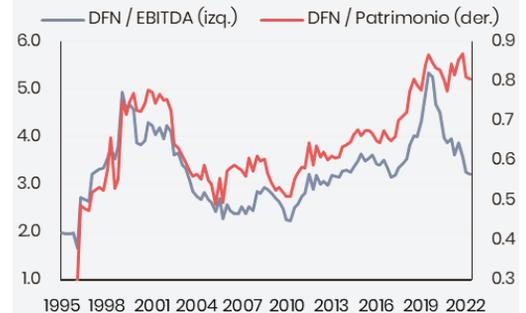
* Por alta volatilidad, se limita escala en el caso de la Utilidad, excluyendo entre 2T21 y 2T22 y 4T22 (+92% a/a).
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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 cuanto a deuda, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 3,2x en este trimestre (vs 3,6x al 1T22), tras haber alcanzado un *peak* de 5,3x a mediados de 2020, con un stock de deuda financiera neta que avanzó 8% a/a (-4% t/t), menos que el Ebitda. Esta tendencia a la baja en este indicador se explica fundamentalmente por los pocos emisores que han dominado el Ebitda y la Deuda de la muestra en las últimas entregas, pero no es reflejo de la generalidad de los sectores. En este sentido, con la mayoría de las industrias con un ratio estable, vemos con más preocupación el alza en endeudamiento de Retail, Consumo, Industrial y Financiero no Bancario.

Por su parte, la razón DFN/Patrimonio alcanzó 0,81x, manteniéndose estable respecto al 4T22 y cediendo levemente en relación al 0,82x del 1T22. En la misma línea, las métricas de solvencia (como cobertura y liquidez) se deterioran respecto al 4T22, acercándose a valores pre pandemia, consecuencia de mayores gastos financieros y menor caja, pero que igualmente son niveles en línea con valores históricos.

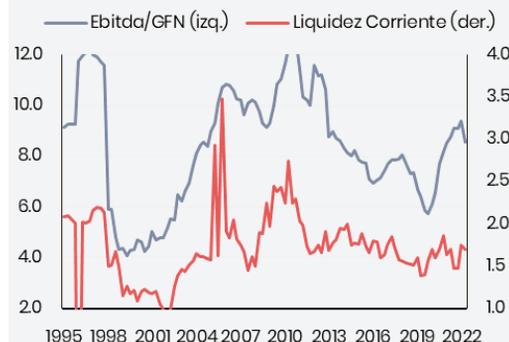
En relación a los compromisos de pago, estos se mantienen concentrados en el largo plazo. Refinanciamientos (eso sí, algunos a tasas más elevadas) y renovación de líneas bancarias (en lo posible a mayores plazos) permiten que un 19% de sus pasivos financieros se sigan concentrando en el corto plazo. Al respecto, más allá de las expectativas de deterioro en las condiciones de crédito que hemos comentado y algunos casos particulares a monitorear, más vinculados a demanda interna, descartamos por el momento algún riesgo de insolvencia o incapacidad de pago relevante para la muestra evaluada.

En términos sectoriales, se observa un desempeño mixto. En DFN/Ebitda destacan las industrias que mencionamos con mayor generación de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman una importante reducción de deuda (como Distribución eléctrica y Transporte). Pero, por otro lado, otros más golpeados en Ebitda como Telecom, Industrial y Financiero no bancario presentaron deterioros t/t entre 0,6 y 1,3 pts. A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sube a/a en 0,2-0,3 pts en ciertos sectores, como Consumo, Retail e Industrial.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 8,6x en la muestra (-0,8 pts t/t, -0,2 pts a/a), a pesar del aporte relevante de los sectores líderes en Ebitda en el último año (Distribución eléctrica y Transporte). Individualmente, los cambios a la baja respecto al 4T22 se concentran en Minería y Forestal.

La mayor presión en costos derivada del aumento de precios en materias primas, factor que también influyó en ingresos de algunas compañías de alto peso, ya no resulta sostenible frente a un menor consumo, afectando márgenes y deteriorando algunos ratios financieros. De esta forma, frente a un escenario de desaceleración global, y particularmente local, esperamos que la rentabilidad y endeudamiento de la muestra continúen presionados en el corto plazo, lo que se suma a una contingencia regulatoria que, no descartamos, aún pueda golpear de manera adicional a mediano plazo. Nuestro foco de preocupación, y por el cual decidimos subponderar este activo en los portafolios, apunta a alguna reacción adversa en spreads consecuencia de posibles restricciones en el crédito, trayendo consigo refinanciamientos más costosos, lo que será especialmente relevante en industrias más cíclicas.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

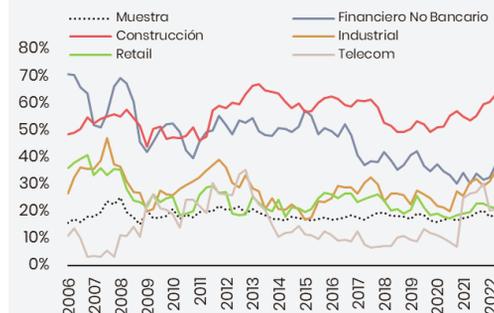


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

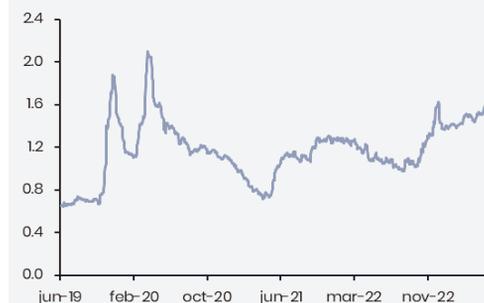
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 5: PORCENTAJE DEUDA DE CORTO PLAZO POR SECTOR



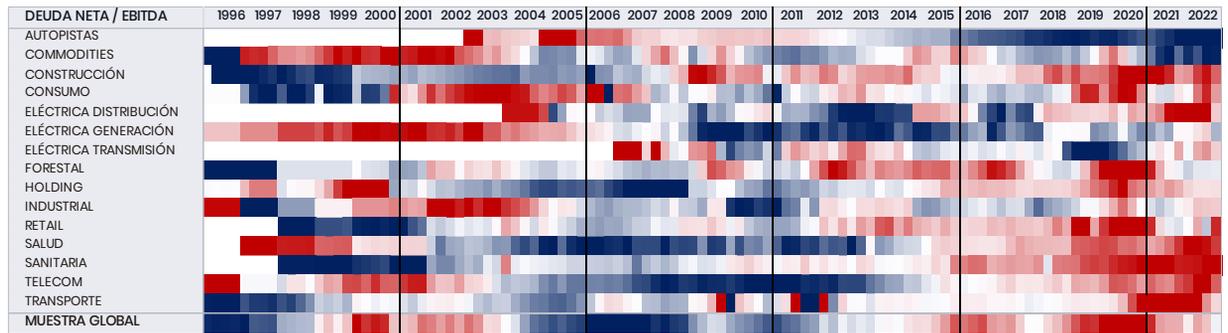
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

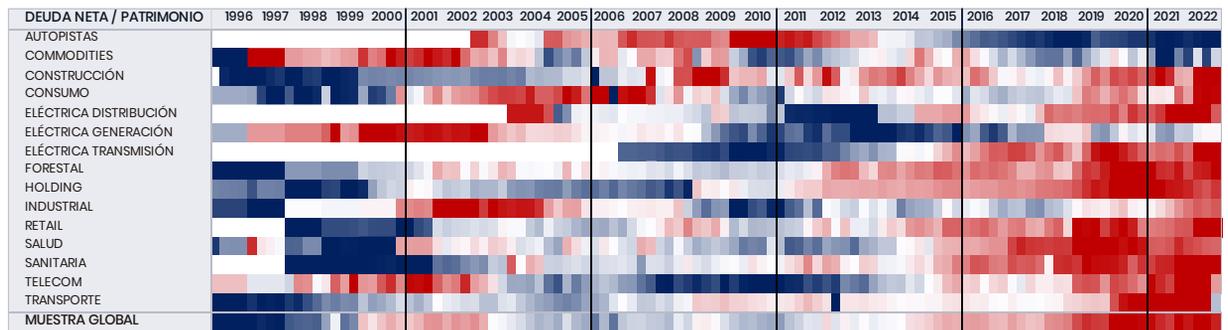
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



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



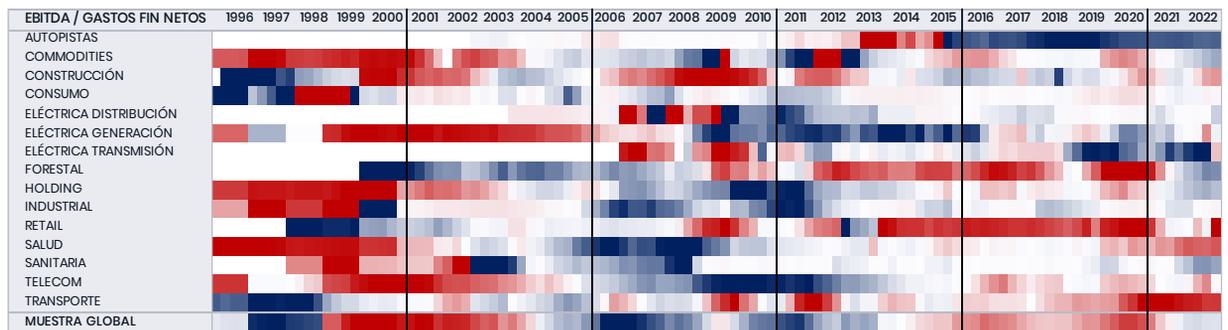
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*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

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

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl