

Impacto de la crisis sobre el mercado Chileno.

Análisis comparativo de la actividad por sectores entre el segundo trimestre de 2020 y el mismo periodo de 2019.



La pandemia que afecta al mundo ha tenido como correlativo una profunda crisis económica que dentro de sus características implica una baja sustancial en los niveles de actividad en las diferentes industrias de la economía, todo ello en un muy breve período. En el caso de Chile, la severidad de la crisis se concentró, en una proporción no menor, durante el segundo trimestre de 2020, meses en que fueron más masivas las restricciones al desplazamiento de la población.

Considerando lo anterior, **Humphreys, Clasificadora de Riesgo**, con el apoyo de información proporcionada por **Humphreys Advisors**, sobre la base de estados financieros de empresas que presentan información pública a la Comisión del Mercado Financiero, particularmente emisores de bonos, ha analizado y medido el impacto de la crisis sobre diversos sectores y sociedades, comparando la actividad del segundo trimestre de 2020 con igual período de 2019.

Las evaluaciones practicadas por **Humphreys** evidencian que la crisis pandémica fue particularmente severa en algunos sectores ligado al servicio, así se tiene bajas en el nivel de ingresos del orden de un 99% en el sector casino y de un 75% en transporte. Ambos rubros, para entregar sus respectivos servicios, requieren que la población pueda desplazarse; además, en el caso de los casinos se sumó que a estas entidades no se les permitió abrir sus centros de juegos.

Otro sector que se vio significativamente impactado es el inmobiliario, con caídas en sus ingresos de aproximadamente 72%, pero con realidades diversas dentro del rubro; siendo la crisis muy severa con sociedades ligadas a hoteles y, también, a aquellas de renta comercial (la renta residencial tampoco estuvo libre de una baja en sus ingresos, aunque significativa menos pronunciada que en las anteriores). Sin embargo, el arrendamiento de bodegas y similares no tuvo impacto negativo en sus niveles de ingresos. En los hechos, el impacto fue más abrupto en quienes tuvieron que interrumpir sus servicios y, en segundo, grado, en quienes vieron debilitada su base de clientes.

También dentro los sectores que exhibieron bajas de relevancia se encuentra construcción y materiales de construcción, por un lado, y venta a minorista (*retail*), por otro. En el primer caso, la caída más importante se da en las constructoras, en torno al 40%, con variaciones menos severas para los proveedores (21%).

En el caso del comercio minorista, la situación es disímil ya que influye el *mix* de negocios (ya que algunos grupos, en distintas proporciones, incluyen tiendas por departamentos, supermercados, negocio financiero e inmobiliario). Con todo, focalizándose en aquellas tiendas más especializadas se puede decir que los supermercados tuvieron bajas de sólo 6%, distante de las tiendas de ropas cuya baja fue de 40%. Los resultados son consistentes con la definición del alimento como un producto de primera necesidad.

Después se puede agregar un grupo de sectores que aun cuando no dejaron de experimentar bajas importantes en sus niveles de ingresos, estas variaciones son menos dramáticas. Entre estos sectores se incluye, distribución de gas, financieros no bancarios y el rubro salud.

El sector salud, tuvo una baja de sus ingresos de aproximadamente un 10%, pero debe tenerse conciencia que incluye operadores que pueden o no de disponer de aseguradoras (isapres), clínicas y centros de atención, todo lo cual, dependiendo de la importancia de cada línea de negocio, afecta el impacto final. Sin perjuicio de ello, es posible señalar que las isapres tuvieron un buen trimestre, producto de menores intervenciones quirúrgicas, examen y consultas no ligadas a la pandemia (menor siniestralidad). No obstante, estos mismos hechos afectaron al rubro clínica, que, de acuerdo con la muestra, se podría estimar caída en los ingresos de un 28%.

En el negocio financiero no bancario, que en conjunto tuvo una baja de los ingresos de cerca de 12%, se distinguen tres sectores: cajas de compensación, factoring y créditos de mediano plazo (financieras automotrices y operadores de leasing, principalmente). Las cajas exhibieron caídas del 8% de sus ingresos y la sociedad orientadas a préstamos de mediano plazo de 18%, lo que muestra que las nuevas colocaciones crediticias no pudieron reemplazar, en monto, las amortizaciones que han ido venciendo; explicable por el contexto social-económico, que obliga a ser más conservador en el otorgamiento de crédito. En menor medida, el factoring experimentó un descenso de sus ingresos de casi 4%.



La distribución de gas experimentó una caída de cerca de un 13% de sus ingresos. Si bien se trata de un producto de primera necesidad, le afectó el cierre de restaurantes y de otros inmuebles.

Como era de esperar, las empresas de servicio eléctrico, sanitario y de telecomunicaciones tuvieron caídas de baja relevancia, menores al 2%, salvo el caso del sector eléctrico cuya caída del 3% se explica en parte por una baja importante en el segmento transmisión no vinculado con la pandemia.

Un sector que destacó fue comestible y bebestible que, si bien redujo sus ingresos en un 2,5%, ello fue consecuencia de la baja de bebestible (-18%), ya que alimentos creció sus ventas en 7,5%, rectificando que se trata de un área que cubre productos de primera necesidad. Dentro del sector, llama la atención el crecimiento del subsector vitivinícola del 13% (en todo caso, se debe considerar que la empresa con información pública no, necesariamente, reflejan la realidad de las viñas de menor tamaño).

También se vio crecimiento en los ingresos de empresas de servicios, en el área pública, agrícola o logística; pero pérdidas no menores en empresas de servicios de correo o informática o de baja magnitud en establecimientos de educación superior. Dentro del mercado de *commodities*, se observó un fuerte descenso en el sector de distribución de petróleo.



Contenido

Sector Ventas al Detalle (retail).....	5
Sector Servicios.....	8
Sector Alimentos y Bebida.....	11
Sector Commodities.....	15
Sector Transporte.....	19
Sector Financiero No Bancario.....	21
Sector Distribución Gas y Petróleo.....	24
Sector Inmobiliario.....	27
Sector Salud.....	29
Sector Sanitarias.....	34
Sector Autopistas.....	38
Sector Industrial y Metalúrgico.....	41
Sector Holding.....	44
Sector Construcción y Materiales para la Construcción.....	46
Sector Telecomunicaciones.....	49
Sector Eléctrico.....	53



Sector Ventas al Detalle (retail)

Empresas Consideradas: AD Retail, Cencosud, Empresas Hites, Empresas La Polar, Falabella, SMU y Ripley Corp, Ripley Chile y Sodimac.

Las diferencias que exhiben las ventas del sector obedecen, fundamentalmente, al tipo de productos comercializados y al porcentaje de puntos de ventas que pudieron abrirse en el segundo trimestre (y también a la capacidad logística para efectuar ventas en líneas). Como era esperable, aquellos operadores con ventas ligadas a productos comestibles tuvieron una baja reducción de sus ingresos.

Comparado el segundo trimestre de 2020 con el segundo trimestre de 2019, los ingresos del sector de ventas al detalle cayeron un 21,4% (ajustado por el efecto de algunas consolidaciones), variación que en el caso particular de cada empresa está determinada por el tipo de negocio desarrollado. Dado ello, SMU con una propuesta comercial enfocada básicamente a la venta de alimentos, sus ingresos fueron los que tuvieron la menor baja, de un 6,1%. En segundo lugar, se ubica Cencosud con una disminución de 12,4% de los ingresos, empresa que, siendo fuerte en supermercados, participa, además, en tiendas por departamento y de vestuario (Paris y Johnson´s) y en el negocio inmobiliario (y muchos *malls* han debido de cerrar la atención al público), además, afectado en parte por la devaluación de moneda de algunos de los países donde participa.

Por su parte, las empresas dedicadas al vestuario y hogar experimentaron las principales bajas en sus ingresos, entre ellas Ripley Chile (50,4%), AD Retail (43,7%), La Polar (42,4%) e Hites (38,1%). Posición intermedia tuvieron empresas como Sodimac, cuyos ingresos cayeron un 21,0% y Falabella, con una reducción de 26,9%. Esta última, pese a ser preferentemente una tienda por departamento, contrarresta la baja por su presencia en supermercados (Tottus) y por consolidar a Sodimac.

Las empresas de este sector, durante el primer semestre de 2020 generaron ingresos por US\$ 12.321 millones (corregido por el efecto de algunas consolidaciones).

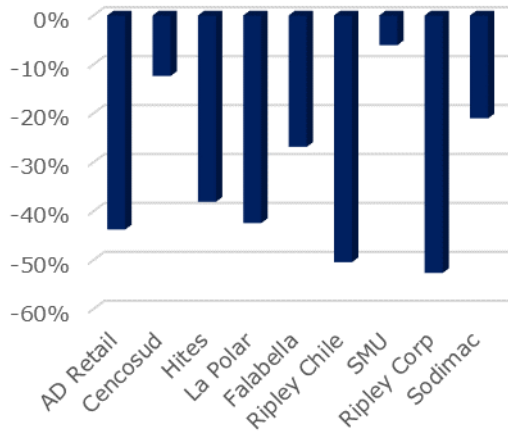
Las empresas del sector, no obstante, redujeron sus costos de venta (14,4%) y sus gastos de administración y ventas (8,1%), no pudieron evitar un fuerte descenso en sus resultados finales, pasando de una utilidad de \$ 42.950 millones a una pérdida de \$ 260.811 millones. Es más, todas las empresas del rubro mostraron pérdidas en el segundo trimestre de 2020, salvo AD Retail cuyas utilidades obedecen a los beneficios en la restructuración de sus pasivos producto del acuerdo de reorganización simplificado alcanzado con sus acreedores (pero operativamente también presentó pérdidas y no menores).

Las principales pérdidas relativas las obtuvieron Hites y La Polar, ambas con resultados finales negativos equivalentes al 25% de sus ingresos; en cambio, empresas como Cencosud y SMU (más intensivos en alimentos) tuvieron pérdidas que representaron el 3,3% y 1,2% de sus ingresos, respectivamente. En términos de variación de resultados, la principal caída se da en Hites (2.037%), Sodimac (636%) y Falabella (410%), que consolida a la segunda. Por otro lado, descontando AD Retail, por lo ya explicado, la variación negativa menos pronunciada en sus resultados fue para La Polar, que incrementó sus pérdidas en 158%; en el caso de Cencosud (afectado por la hiperinflación de Argentina) y SMU los resultados variaron en menos 265% y menos 208%, reflejando el severo impacto que la pandemia ha tenido sobre el sector.

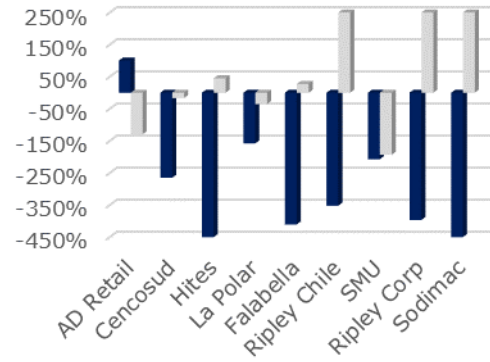
Con todo, en el segundo trimestre de 2020, pese a la fuerte caída de utilidades, las empresas del sector tuvieron un flujo efectivo de actividades de operación positivo, salvo AD Retail y SMU que lo tuvieron negativo siendo, respectivamente, igual a -21,0% y -5,1% de sus ingresos. En contraposición, destaca positivamente Hites cuyo flujo equivalió al 58,6% de sus ingresos y Ripley Chile con un 41,1%.



Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



■ Variación Utilidades
 ■ Variación Flujos Efectivos Actividad de Operación

* Variación utilidad de Hites es -2.037%, Sodimac -636% y AD Retail 2.631%, para efectos del gráfico se acotó a 250% y -450%.

* Variación del flujo efectivo de actividades de operación de Ripley Chile es 1.291%, Ripley Corp. 564% y Sodimac 611%, para efectos del gráfico se acotó en 250%.

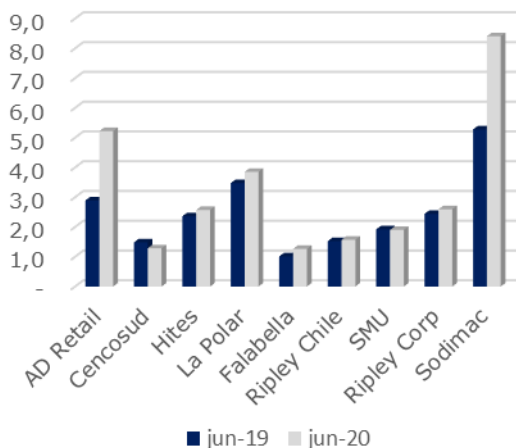
El sector, al comparar el segundo trimestre de 2020 y de 2019, vio incrementar sus pasivos financieros en un 6,8%, crecimiento que se atenuó dado que Cencosud redujo su endeudamiento financiero en 20,7%; si se elimina esta última empresa de la muestra la variación es de 20,1%. La mayor variación entre junio de 2019 y de 2020 lo tuvieron Falabella y AD Retail con aumentos de 34,2% y 26,0%, respectivamente, seguida por Ripley Corp (12,7%).

Dentro del sector, las alzas más moderadas en los pasivos financieros lo tuvieron SMU y Ripley Chile con subidas de 1,1% y 7,5%. Por otra parte, La Polar disminuyó su deuda financiera en 6,4%. Todas comparaciones entre junio de 2020 e igual mes de 2019.

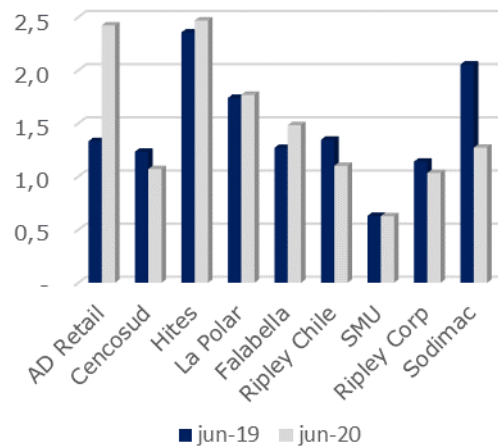
La situación descrita anteriormente tuvo un impacto en el endeudamiento relativo del sector, de esta forma el promedio simple de la relación entre pasivo exigible y patrimonio que en junio de 2019 era de 2,2 veces se incrementó a 2,7 veces a junio de 2020. Si se excluye a AD Retail, el cambio es de 2,1 a 2,2 veces.

En cuanto a la liquidez del sector, medido como los activos corrientes dividido por los pasivos corrientes, la situación, al comparar junio de 2019 y 2020, aumentó con indicadores adecuados del orden de 1,6 veces (1,4 a junio de 2019), ello pese a que SMU exhibe un índice de liquidez reducido de sólo 0,6 veces.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio

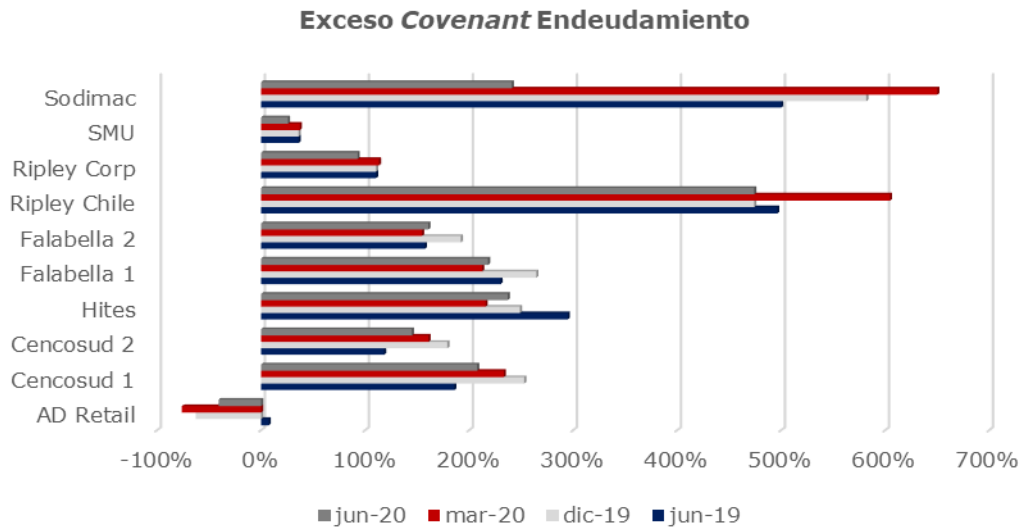


Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

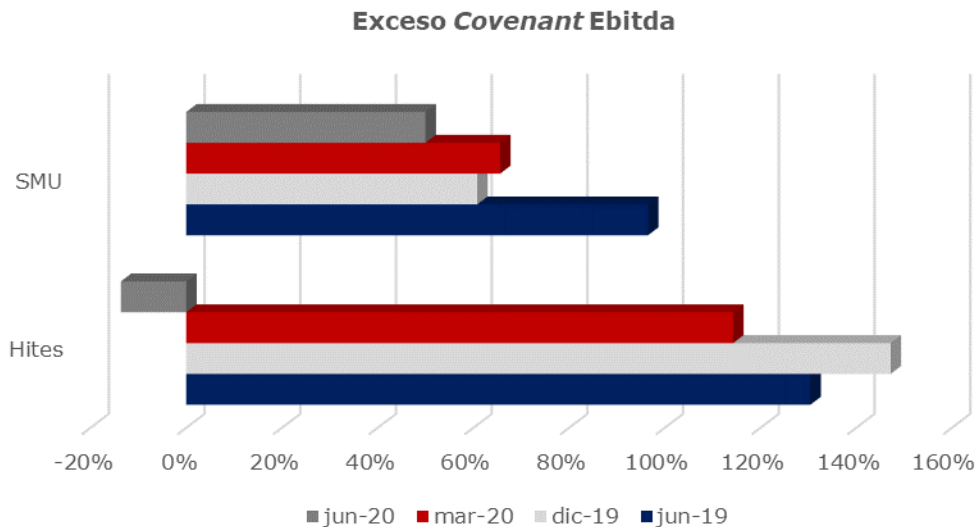




En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en los respectivos contratos de bonos), las empresas del sector presentan indicadores con holguras muy elevadas, por lo tanto, con muy baja probabilidad de incumplimiento, salvo SMU, que presenta una holgura satisfactoria (AD Retail se coloca sólo con fines ilustrativos, por cuanto dada su situación particular, no le son exigibles los *covenants* que inicialmente se requirieron por la emisión de bonos).



Respecto a las empresas que presentan *covenant* relacionados con el Ebitda, se aprecia adecuados niveles de cobertura. Cabe señalar que, a junio de 2020, el *covenant* asociado al Ebitda de Hites ya no es exigible (hasta junio de 2021), por acuerdo con los bonistas y sólo se grafica para efecto de mostrar la secuencia con períodos anteriores.





Sector Servicios

Empresas Consideradas: Coagra, Copeval, Enjoy, Sun Dreams, SAAM, Sonda, Universidad de Concepción, Correos de Chile, Concesionaria San José Tecnocontrol, Concesionaria Salud Siglo XXI y ENAER.

Los resultados de este sector están estrechamente ligados con el servicio entregado. Así, aquellos, como los casinos, que requieren la presencia de sus clientes y, además, no son de primera necesidad, vieron fuertemente afectados sus ingresos. En el otro extremo están las entidades que dan servicios, por ejemplo, el caso de salud y del Estado.

Este sector, por lo heterogéneo de los servicios ofrecidos presenta una variabilidad en sus resultados. Así, durante el segundo trimestre de 2020, en relación con igual período de 2019, se observa un importante aumento en aquellas empresas con servicios ligado al Estado, con un crecimiento en los ingresos de 54,9% (-2,4% Concesionaria San José, 121% Concesionaria Siglo XXI y 55,2% ENAER). En el lado opuesto están los casinos, con una caída de sus ingresos de un 99% (muy similar la baja en Enjoy y Dreams).

En el caso del servicio al sector agrícola, el crecimiento de los ingresos fue de 5,5%, con un aumento para Copeval (15,8%) y una baja para Coagra (10,5%).

Entre las empresas de servicio con crecimiento en sus ingresos (segundos trimestres comparados de 2020 y 2019), se tiene a SAAM, con un 15,4%; en contraposición, Correos y Sondas, presentan descensos de un 28,2% y 20,4%, respectivamente. Una caída mucho más moderada tuvo la Universidad de Concepción, con un menos 1,2% (mostrando lo estables de los flujos de este tipo de corporaciones que proveen un servicio público).

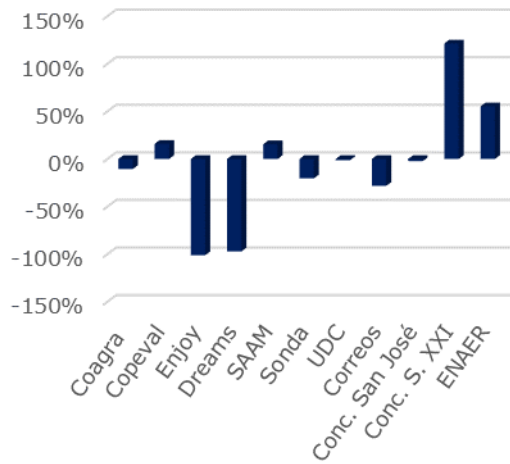
En términos de utilidades, destacan, también, las empresas de servicios ligados al Estado, que incrementaron fuertemente sus resultados (133%), pese a que Concesionaria San José tuvo una caída en sus utilidades de 47,8%; sin embargo, Concesionaria Siglo XXI y ENAER revirtieron las pérdidas. La otra cara, correlacionado con la baja en sus ingresos, es el segmento de casinos, que tuvieron cuantiosas pérdidas, en particular Enjoy.

Otras empresas que tuvieron fuertes pérdida el segundo trimestre de 2020 (habiendo tenido utilidades el segundo semestre de 2019) y que, por lo tanto, puede explicarse por la pandemia, son Sondas y Correos de Chile. Por su parte, Coagra y Copeval arrojaron resultados negativos, pero ello responde al ciclo de su negocio. SAAM sufrió una baja en sus ganancias, pero en niveles razonables, de 4,3%.

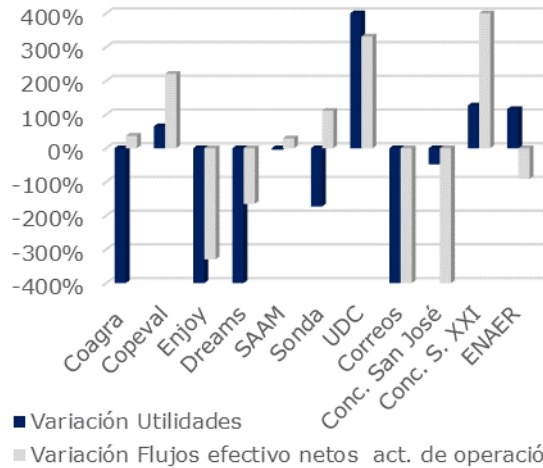
Finalmente, la Universidad de Concepción vio fuertemente incrementadas sus utilidades, en 791% en el segundo trimestre de 2020, un 30% de este incremento se asocia a un mejor resultado operacional y su diferencia se explica principalmente por ahorro en otros gastos por función complementado por una utilidad en los conceptos de Resultados por unidades de reajuste y diferencias de cambio.



Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



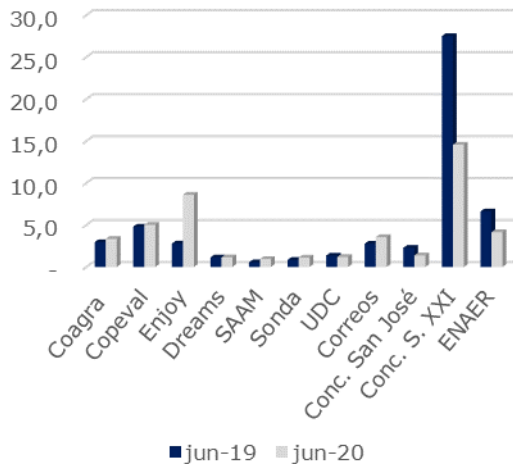
* Variación de utilidad: Coagra (-1.067%), Enjoy (-844%), Dreams (-684%), Correos (-577%) y UDC (792%), para efectos del gráfico se acota a 400% y -400%.
 * Variación de flujos efectivos netos de act. De operación: Correo (-1.042%) y San Jose (-1.372%) y Siglo XXI (1.275%), para efectos del gráfico se acota en 400% y -400%.

Las empresas del sector servicios, en general, no tuvieron cambios significativos en sus pasivos financieros, salvo SAAM y Sonda que experimentaron, respectivamente, alzas de un 68,4% y 41,4% entre junio de 2019 y 2020. En el mismo período, Concesionaria San José tuvo una reducción importante de 47,4%.

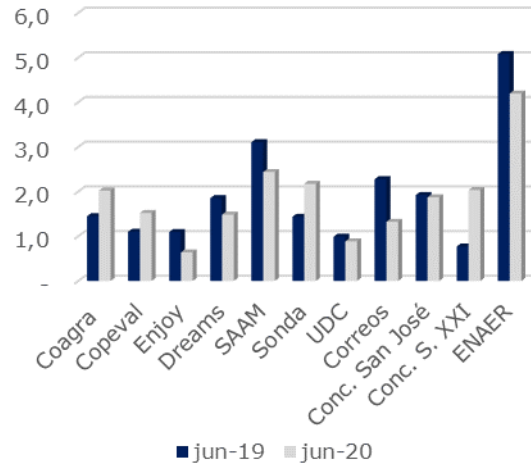
Medido en términos relativos, como relación entre pasivos exigible y patrimonio, las empresas del sector vieron reducido su endeudamiento entre junio de 2019 y 2020, pasando de un ratio de 4,9 a otro de 4,1 veces (promedio simple). Sin embargo, ello responde al fuerte efecto que genera la presencia de Concesionaria Siglo XXI; si se excluye de la muestra, se tiene que el endeudamiento se incrementa desde 2,6 a 3,0 veces.

Comparado junio de 2019 con junio de 2020, se aprecia que la liquidez del sector, medido como activos corrientes y pasivos corrientes, se mantiene en 1,9 veces.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



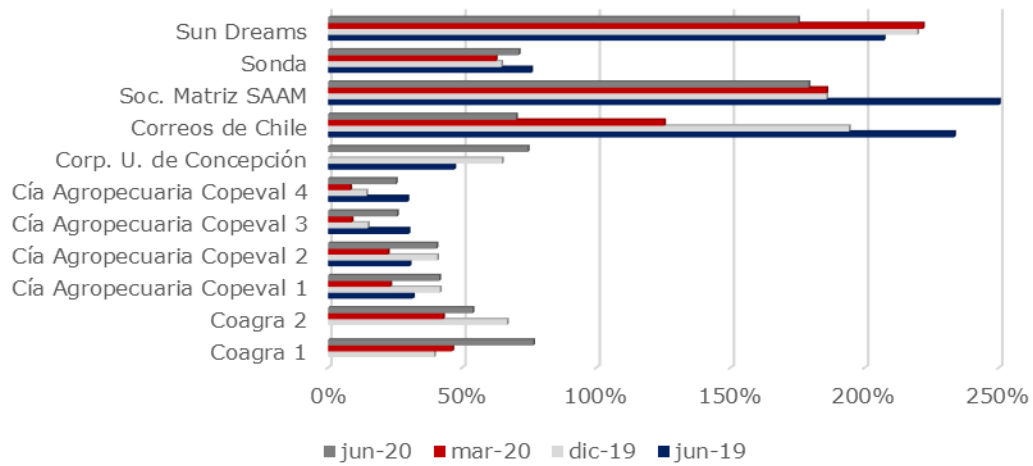
Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes



Existe excesos más que adecuados respecto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos); no ha habido incumplimiento por parte de ninguna empresa. De hecho, el menor exceso es para un indicador de Copeval, que presenta holgura de 25%.



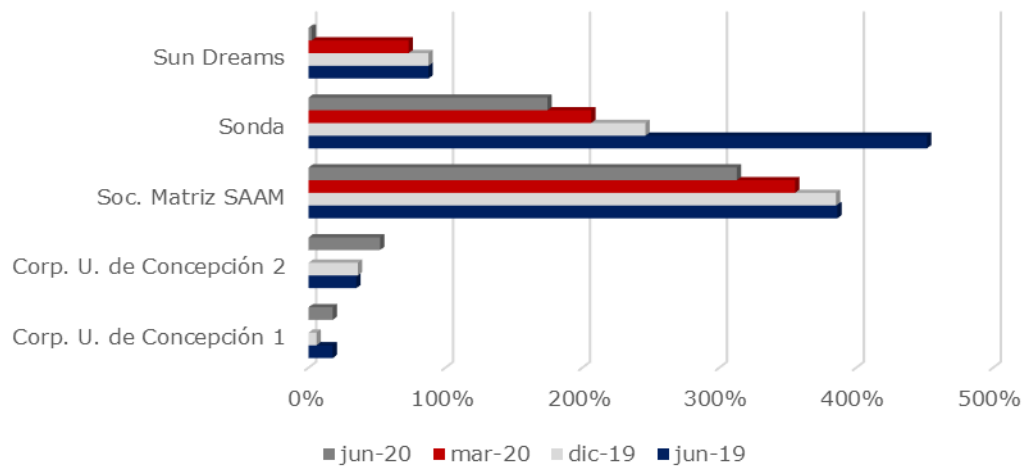
Exceso Covenant Endeudamiento



* SAAM a jun 19 presenta holgura de 991%. Se fija en 250% para efectos del gráfico.

Al evaluarse los *covenant* asociados al Ebitda, se puede observar que sólo Dreams tiene una posición estrecha, con holgura de sólo 2,3%; sin embargo, la compañía ha llamado a junta de tenedores de bonos para realizar ajustes a dicho ratio.

Exceso Covenant Ebitda





Sector Alimentos y Bebida

Empresas Consideradas: Agrosuper, Empresas Carozzi, Iansa, Hortifrut, Inv. Agrícolas y Comerciales, Watts, Coca Cola Embonor, CCU, Embotelladora Andina, Viña Santa Rita, Viña Concha y Toro, Viña San Pedro Tarapacá.

El sector alimenticio, en general, tiende a ser más resistente a los *shock* económicos, explicado porque los productos alimenticios son, sin lugar a duda, bienes de primerísima necesidad. Sin embargo, no todos los subrubros presentan tal característica de igual forma, por eso se puede observar que el segmento alimentos muestra un desempeño superior al de bebestible. Con todo, sobresale el buen desempeño de las vitivinícolas, a pesar que bares y restaurantes permanecieron cerrados en varias comunas.

En este sector, a nivel de ventas, como era esperable, no hubo efectos significativos producidos por la crisis pandémica; de esta forma comparado los trimestres de marzo a junio de 2020 y 2019, se tiene que los ingresos disminuyeron sólo un 2,5%, pero explicado sólo por segmento bebestibles cuyos ingresos tuvieron un descenso de 18,1% (todas las empresas del rubro disminuyeron sus ventas).

Pero distinta es la situación de los subsectores alimentos y vitivinícola, con ingresos que crecieron 7,5% y 12,9%, respectivamente. Es entendible el dinamismo del segmento alimento que por ser un bien de primera necesidad es menos sensible a las crisis y contracción de la demanda, contrario con lo que sucede con las bebidas de fantasía, más prescindible. Mención aparte merecen las empresas vitivinícolas, ya que todas las sociedades incluidas en la muestra experimentaron aumento en los ingresos, producto de crecimiento en las ventas en mercado local, en el internacional (no en todos los casos), mejores precios y condiciones de tipo de cambio más favorable.

A junio de 2019 las ventas del sector sumaron US\$ 5.897 millones (US\$5.633 a junio de 2019), desglosado en 44,6%, 41,2% y 9,6% para los segmentos de alimentos, bebestibles y vitivinícola.

El comportamiento de los costos y gastos de administración (GAV) se comportaron en relación con la variación de los ingresos, pero no proporcionalmente. En términos consolidados, los costos de explotación suben 3,4% (pese a que los ingresos habían disminuidos) y los GAV se reducen en 0,8%. Así, el crecimiento de los costos (14,1%) y de los gastos (9,9%) supera la variación de los ingresos en alimentos; distinto es en vitivinícolas con alza en costos y gastos de 5,9% y 9,4%, menores que fluctuación de ingresos. En bebestible la baja fue de 12,8% en costos y de 9,1% en GAV.

Finalmente, las utilidades cayeron fuertemente en el sector, 118%, pero influenciado, en parte, por motivos distintos de la pandemia y, también, por lo aleatorio de los cambios en ingresos, costos y gastos de la rama alimento. Desglosado por segmentos, se tienen variaciones de -217%, -124% y 36% para alimentos, bebestibles y vitivinícolas, respectivamente.

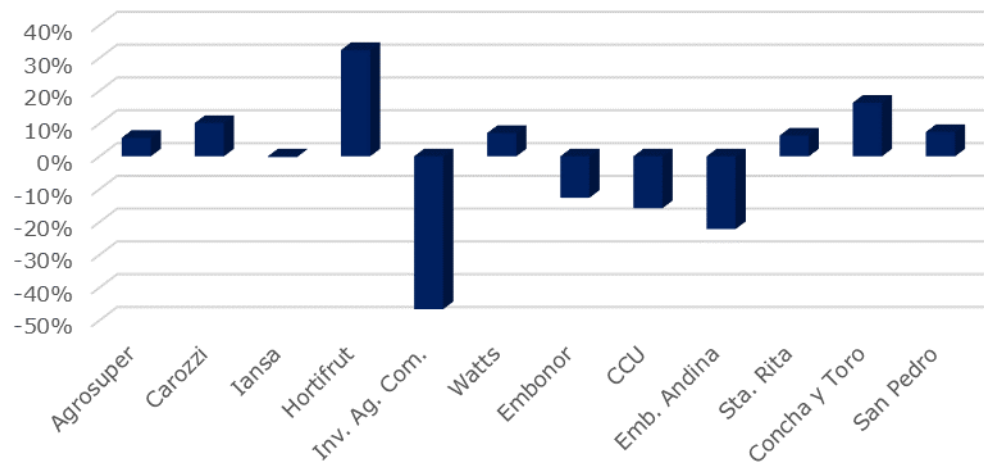
La caída en los resultados finales del rubro alimento se afecta negativamente por la situación especial de Agrosuper, cuyos resultados se ven impactados por las pérdidas contables ocasionado por el cargo a resultados por *fair value* de activos biológicos del ejercicio y por los cosechados y vendidos. Así, esta empresa, si bien tuvo pérdidas finales en el segundo trimestre de 2020 (baja de 328%), su margen bruto antes de *fair value* se redujo sólo en 33,1%. Dentro de las empresas con elevado incremento de las utilidades, destacan Hortifrut con crecimiento de 129% y Watts con 85%, y en forma negativa, Inversiones Agrícolas y Comerciales con caída 189%, respectivamente. Empresas Carozzi varió sus ganancias finales en 9,1%.

En el rubro bebestible, consistente con la baja en los ingresos, las empresas Coca Cola Embonor, CCU y Embotelladora Andina, redujeron sus utilidades en 250%, 117% y 99%, respectivamente, siempre comparando marzo a junio de 2020 con igual período de 2019.

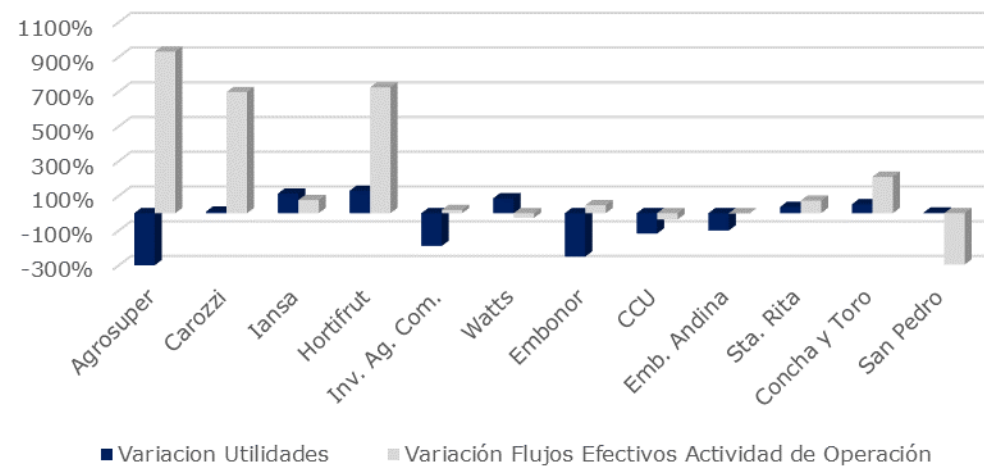
Las vitivinícolas, en el período en análisis, todas experimentaron alza en sus utilidades, destacando Concha y Toro con 51,4% (Santa Rita 36,2% y Viña San Pedro Tarapacá 3,8%).



Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



* Variación de utilidad de Agrosuper fue de -329% (para efecto del gráfico se acotó en -300%)

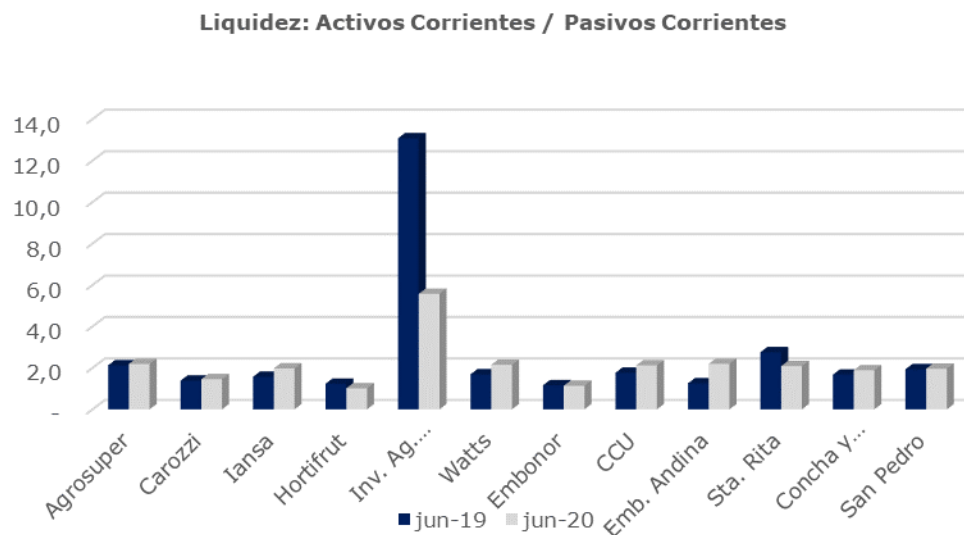
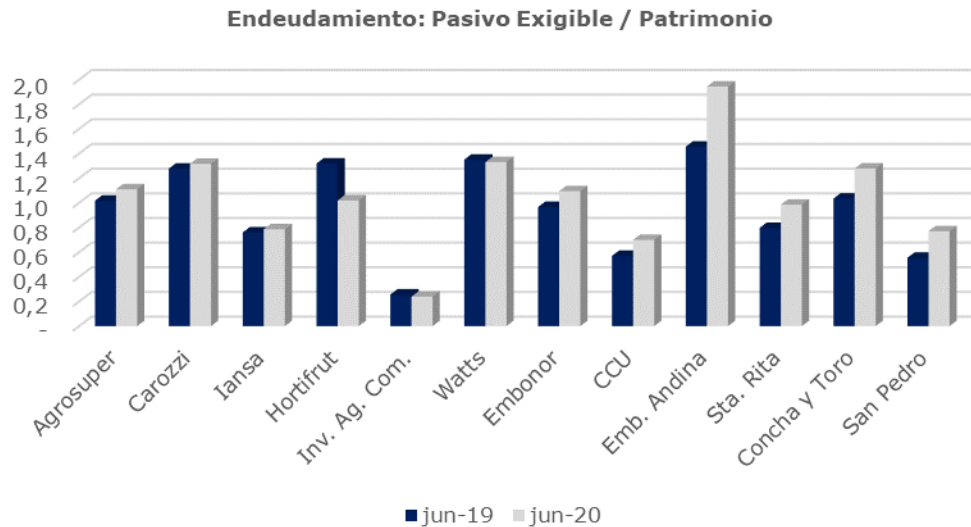
El sector, aunque en forma dispar, tuvo un incremento de su endeudamiento financiero de un 26,8% entre junio de 2019 y junio 2020. Con un crecimiento de la deuda financiera de un 12,2% en alimento, un 46,2% en bebestible y 41,8% en vitivinícolas. En forma individual, las empresas que más aumentaron sus pasivos financieros fueron Viña San Pedro (100%), CCU (55,5%), Embotelladora Andina (47,5%) y Viña Santa Rita (41,2%). Pero esta mayor deuda no necesariamente es producto de la pandemia, ya que gran parte de ella, salvo excepciones, se genera antes de marzo de 2020 (pero pudo ser contratada a fines de marzo para apoyar la liquidez). En este sector, ninguna empresa reduce sus obligaciones financieras.

La deuda financiera, todas medidas al dólar de junio de 2020, pasó de US\$ 5.060 millones a US\$ 6.414 millones entre junio de 2019 y 2020. En este último mes, los pasivos financieros se distribuían en US\$ 3.160 millones para el rubro alimentos, US\$ 2.398 millones para bebestibles y US\$ 857 en vitivinícolas.

Lo anterior, provocó un incremento en los niveles de endeudamiento del sector, pero no en forma significativa. Así, si el promedio simple de la relación entre pasivo exigible y patrimonio era de 0,95 veces en junio de 2019, al mismo mes de 2020 era de 1,05 veces. Con todo, el rubro alimento disminuyó su endeudamiento relativo, pasando de un promedio simple de 1,0 vez a otro de 0,97 veces. Bebestible y vitivinícolas incrementaron su ratio de 1 vez a 1,25 veces y de 0,8 a 1,01 veces, respectivamente.



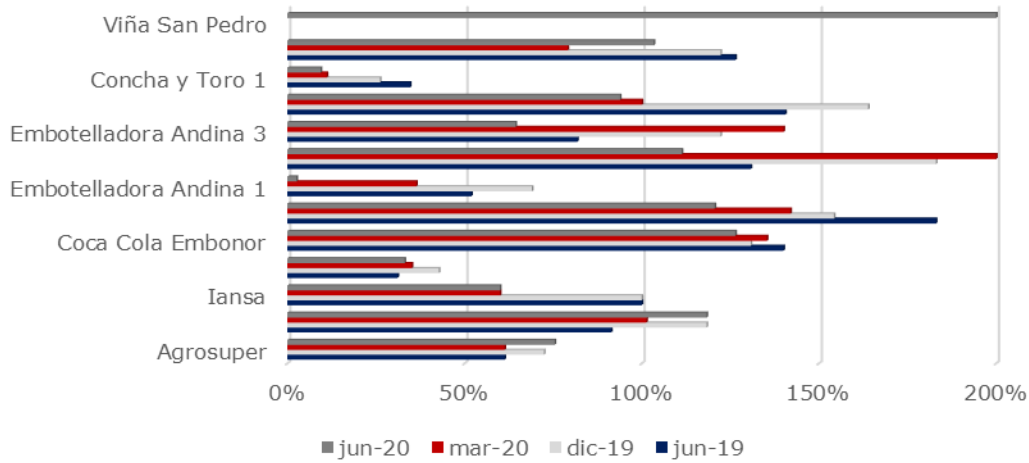
En cuanto a la liquidez, si bien disminuyó, se mantuvo sobre holgada. A junio de 2019, el promedio simple del ratio activos corrientes sobre pasivos corrientes era de 2,64 veces y al año siguiente fue de 2,15 veces. Sin embargo, cabe señalar que en la rama bebestible se fortaleció el indicador, pasando de 1,39 a 1,82 veces.



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento, y se estima que no debiese producirse inconveniente a futuro. La empresa que se ve con menor cobertura es Concha y Toro, pero es una sociedad que ha estado arrojando utilidades, por tanto, no existe riesgo de endeudamiento y está con una deuda financiera excepcionalmente más elevada de lo habitual, adicionalmente, se ha aprobado el cambio de *covenant* de endeudamiento de la compañía a partir de la revisión de estados financieros de 2020, que calculado a junio aumentaría considerablemente su holgura (alrededor de un 50%).



Exceso Covenant Endeudamiento

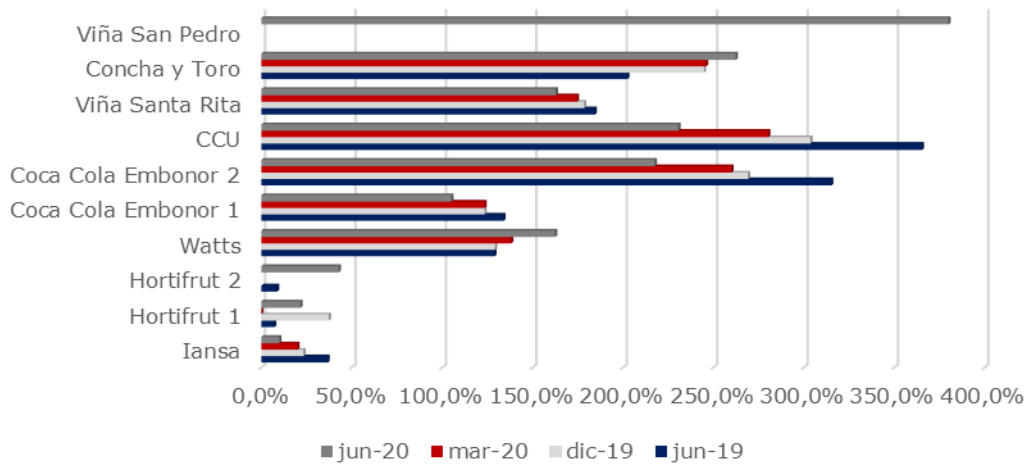


* La cobertura de Viña San Pedro es de 792% (para efecto del gráfico se acotó en 200%)

* A junio 19, a Iansa no le era exigible el *covenant*. Se usa dato de septiembre.

Respecto a las empresas que presentan *covenant* relacionados con el Ebitda, se aprecia la menor holgura en IANSA, las demás entidades presentan un buen o muy buen posicionamiento en relación con los indicadores que deben cumplir.

Exceso Covenant Ebitda



* La cobertura de Viña San Pedro es de 974% (para efecto del gráfico se acotó en 380%)

* A junio 19, a Iansa no le era exigible el *covenant*. Se usa dato de septiembre.



Sector Commodities

Empresas Consideradas: Celulosa Arauco, Inversiones CMPC, Codelco, Soquimich, Cap, Cintac, ENAP, Sonacol y Empresas Copec.

Este sector es bastante diverso en cuanto a productos comercializados, ello lleva a que se observen resultados dispersos dentro del sector. Si bien el comportamiento de los *commodities* tiende a ser parecido en el largo plazo, ello no ha sucedido en esta ocasión por cuanto el análisis está centrado en un período acotado y puntual, segundo trimestre de 2020.

El sector ligado a productos *commodities* tuvieron una caída en sus ingresos de 27,6%, comparando el segundo trimestre de 2020 con igual período de 2019, ello explicado principalmente por las empresas relacionadas con la comercialización de petróleo (baja de 48,8%) y, en menor medida, celulosa (-17,7%).

Por empresa, todas aquellas vinculadas al petróleo experimentaron bajas importantes en sus ingresos, ENAP (62,4%), y Copec (44,3%) y Sonacol (32,5%). Bajas menores, pero no irrelevantes tuvieron las celulosas Arauco y Constitución (22,3%) y CMPC (13,2%). Menos significativa fue la reducción de los ingresos de Soquimich (6,9%).

Distinta fue la situación para el sector minero y del acero, al menos para Codelco y Cap, empresas que vieron incremento en sus ingresos en 8,2% y 34,5%, respectivamente (sin embargo, Cintac, de la industria del acero, vio caer sus ingresos en un 17,4%).

El sector, durante el primer semestre de 2020, generó ingresos por aproximadamente US\$ 20.929 millones¹ (US\$ 26.365 a junio de 2019).

No obstante, lo anterior, la caída en las utilidades fue más severa, del orden 96%, ello en parte porque, no todos los sectores pudieron efectuar un ajuste compensatorio en costos y gastos.

El segmento petróleo tuvo un ajuste en costos y gastos de administración (GAV) acorde con la caída de sus ingresos, del 49,1% y 14,7%, respectivamente; aun así, sus resultados cayeron abruptamente en 182%; en particular en ENAP que reduciendo sus costos en 59,2% y sus gastos en un 26,7% no puso evitar tener pérdidas en trimestre marzo-junio 2020 (variación negativa de 2153%). Copec, si bien también tuvo pérdidas en el trimestre, la variación en resultados fue de menos 127%, habiendo disminuido sus costos y GAV en 45,4% y 13,1%, respectivamente. Por su parte Sonacol vio caer sus utilidades en 52,5%, pero con resultados positivos en el período, pese a que tanto sus costos (4,9%) como sus gastos (0,9%) se vieron incrementados.

El rubro celulosa, pese haber tenido una caída menor en sus ingresos que el subsector petróleo, sufrió una mayor baja en sus resultados, en torno al 123%, explicado por las pérdidas de Celulosa Arauco Constitución en el trimestre marzo-junio 2020 (baja de 197%); esta empresa disminuyó sus costos y GAV en 17,0% y 2,8%. Por su lado, CMPC tuvo variaciones de -11,3%, -3,8 y -66,0% en costos, gastos y utilidades, respectivas.

En cuanto Soquimich, experimentó reducciones de sus utilidades de 27,0%, obteniendo ganancias en el trimestre marzo-junio 2020, con reducción de gastos (7,1%) y costos (6,0%).

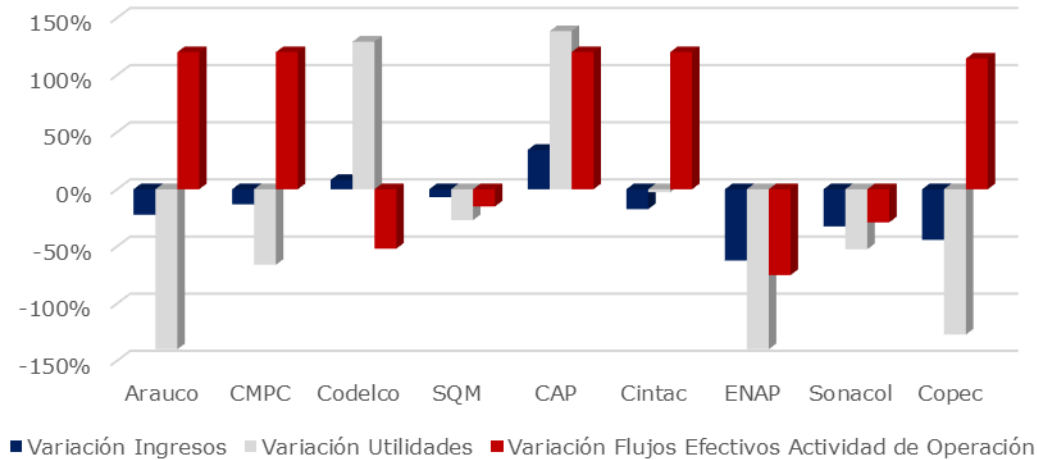
Las empresas que vieron incrementar sus ganancias al compararse el segundo trimestre de 2020 con el segundo trimestre de 2019 fueron Codelco y Cap, de hecho, la primera revirtió las pérdidas que tuvo en ese período durante el año pasado. Codelco experimentó un alza de 129% en sus resultados, habiendo reducido sus costos en 2,6% y su GAV en 37,6%. En cuanto Cap, elevó sus utilidades en 138%, a pesar de ver crecer sus costos (20,8%) y gastos de administración (7,5%) en relación con el segundo trimestre de 2019 (debe tenerse en consideración que el ejercicio de 2019 fue afectado negativamente por la paralización de las operaciones del puerto Guacolda). Finalmente, decir las utilidades de Cintac cayeron sólo en un 2,5%.

¹ No corresponde a la suma de los ingresos de cada compañía por cuanto algunas empresas son consolidadas por otras también incluidas dentro del sector.



Sin perjuicio de lo anterior, comparados los segundos trimestres de 2019 y 2020, se observa en el sector un aumento de un 19,6% en el flujo de efectivo neto de actividades de operación, particularmente en celulosa (845%); en contraposición las empresas Codelco (51,9%) y ENAP (75,0%) tiene elevadas caídas porcentuales.

Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



* Variación de flujo operacional de Arauco, CMPC, CAP y Cintac fue de 14.753%, 384%, 403% y 527% respectivamente (para efecto del gráfico se acotó en 150%).

* Variación de utilidad de Arauco y ENAP fue de 197% y 2.153% respectivamente.

Entre junio de 2019 y junio de 2020, las empresas comercializadoras de productos *commodities* experimentaron un alza en su deuda financiera, del orden de 15,5%, pasando de US\$ 41.706 millones a US\$ 48.156 millones; sin embargo, es preciso señalar que parte importante de este crecimiento ya se había materializado en marzo de 2020 (ahí la deuda financiera ya era de US\$ 46.524 millones).

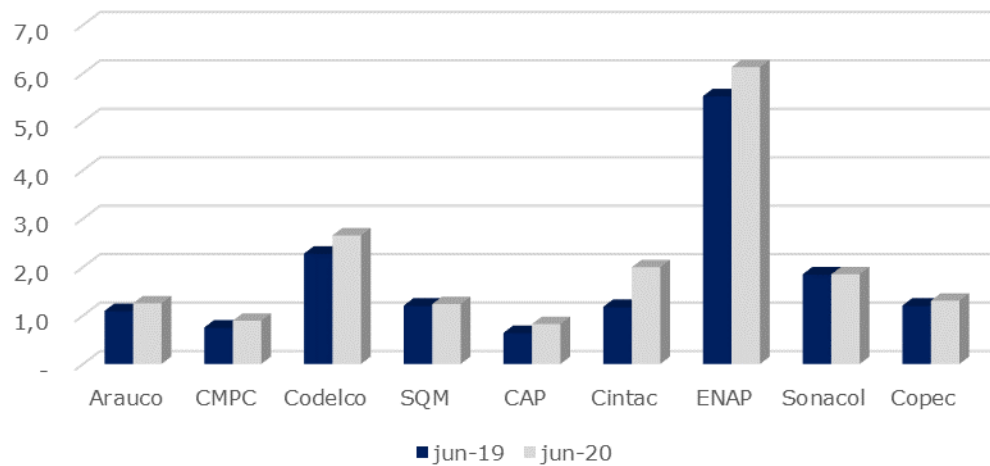
Al comparar junio de 2019 y 2020, todas las empresas del sector, salvo Empresas Copec, tuvieron un crecimiento en sus deudas financieras, pero en porcentajes dispares. Los incrementos porcentuales más significativos son Cintac (78,4%), Cap (42%), que consolida a Cintac, y Codelco (29,4%). Las restantes sociedades vieron aumentar sus pasivos financieros comparativamente en menor medida, con variaciones que van desde 3,1% a 15,4%.

El mayor endeudamiento contribuyó a elevar la relación entre pasivo exigible y patrimonio del sector; si el promedio simple del ratio a junio de 2019 era de 1,7 veces a igual mes de 2020 era de 2,0 veces. Salvo Soquimich y Sonacol, todas las empresas del área subieron el valor de indicador. Si se excluye a Sonacol del promedio (por lo extremadamente bajo de su ratio), la variación es de 2,0 a 2,3 veces.

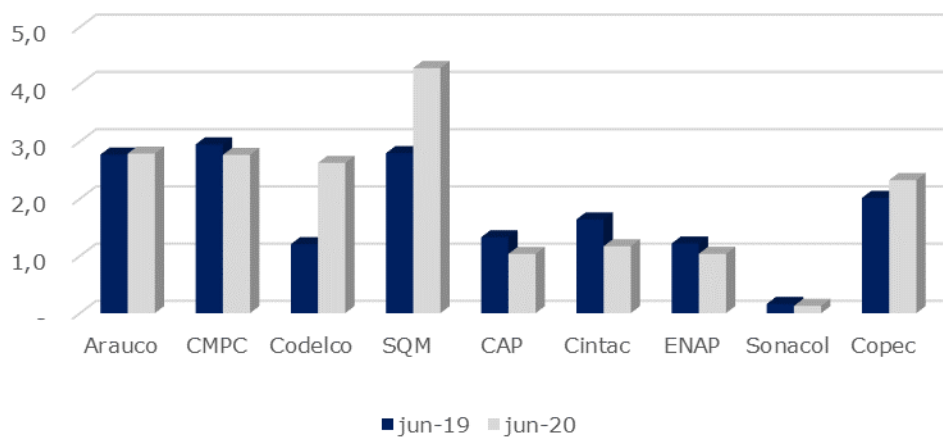
Como contraparte, el mayor endeudamiento relativo fue acompañado de un fortalecimiento de la liquidez el cual, como promedio simple, llegó a 2,0 veces a junio de 2020, índice que era de 1,8 veces al mismo mes del año anterior. Si se excluye a Sonacol del promedio (por lo extremadamente bajo de su ratio y por ser filial de otras empresas del sector), la variación es de 2,0 a 2,3 veces.



Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

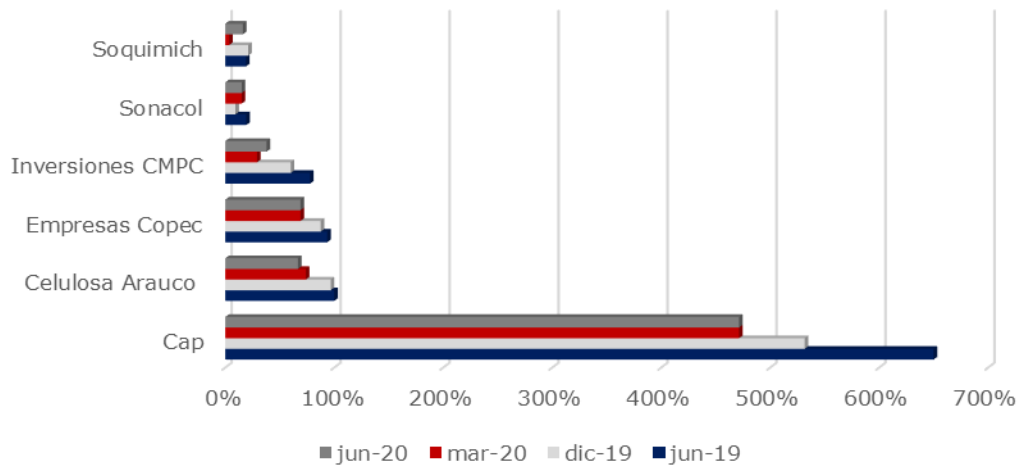


En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento, y tampoco se espera que se produzcan en el corto plazo. De hecho, el menor exceso entre indicador y *covenant* es de un 16% para Soquimich (empresa que está teniendo utilidades y, por lo tanto, no tendría reducción de su patrimonio producto de pérdidas contable).

Entre las empresas del sector no existen *covenant* relacionados con el endeudamiento.



Exceso Covenant Endeudamiento





Sector Transporte

Empresas Consideradas: Vapores, Ferrocarriles (EFE), Metro y Latam

Las restricciones al movimiento, tanto las decretadas por la autoridad como las que naturalmente se han dado para evitar las aglomeraciones, implicó necesariamente una fuerte reducción en la actividad del sector.

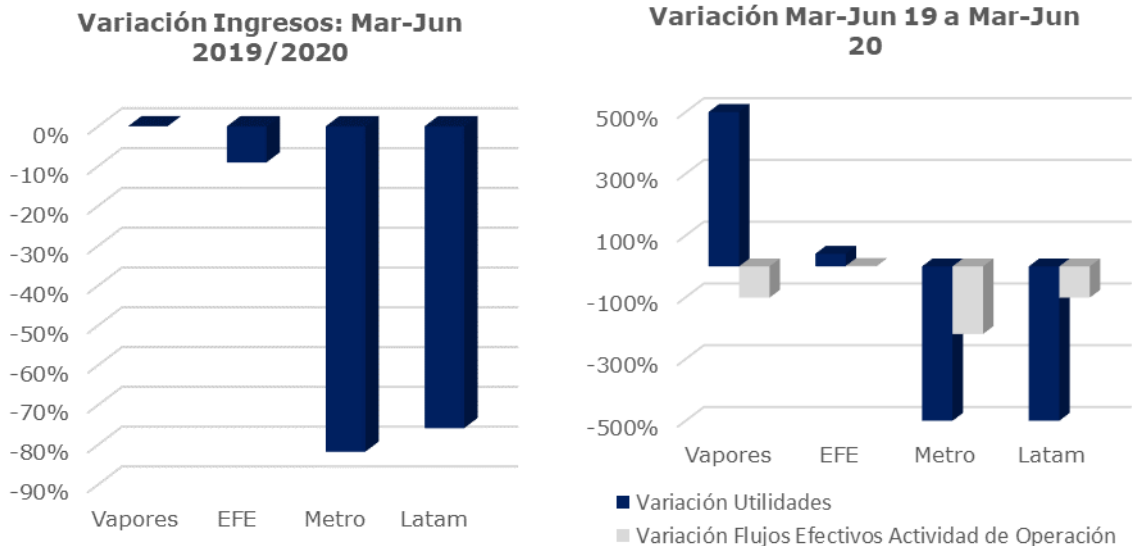
Este sector, dada su actividad sus ventas fueron negativa y fuertemente afectadas por la pandemia, que implicó restricciones al movimiento de las personas. Así, al comparar los ingresos entre marzo y junio de 2019² con igual período del año anterior se observa una caída de 75,5%. Los ingresos del semestre sumaron \$US 2.386 millones, explicado en un 95% por Latam.

La caída en los ingresos fue particularmente severa en Metro y Latam, con descensos de un 81,8% y 75,9%, respectivamente. Por su parte, la baja en Ferrocarriles fue más moderada, de sólo un 9,1%.

La severidad en la contracción de las ventas tuvo como consecuencia una drástica disminución de los resultados finales, acentuando las pérdidas que ya se tuvo en el segundo trimestre del 2019; el sector vio crecer sus pérdidas en un 944%. La acentuación de los resultados negativos fue de 1.309% y 804% para Latam y Metro; en cambio, Ferrocarriles puso disminuir sus pérdidas en un 40,7%.

El significativo incremento de las pérdidas de Latam y Metro responde al hecho que ambas compañías no pudieron restringir sus costos y gastos en concordancia con la magnitud de la caída de sus ingresos. Metro experimentó una baja de sólo 13,9% en sus costos y Latam, si bien tuvo una reducción más importante, de 54,5%, fue menor que la variación de los ingresos. En tanto los gastos de administración cayeron un 3,4% en Latam, pero aumentaron un 16,7% en Metro.

La reducción de las pérdidas de Ferrocarriles se explica porque en el segundo trimestre de 2020, en relación con igual período de 2019, la empresa disminuyó sus costos y gastos en 6,4% y 23,6%, respectivamente.



* Variación utilidad de Vapores es 918%, Metro -804% y Latam -1.309%, para efectos del gráfico se acotó a 500% y -500%.

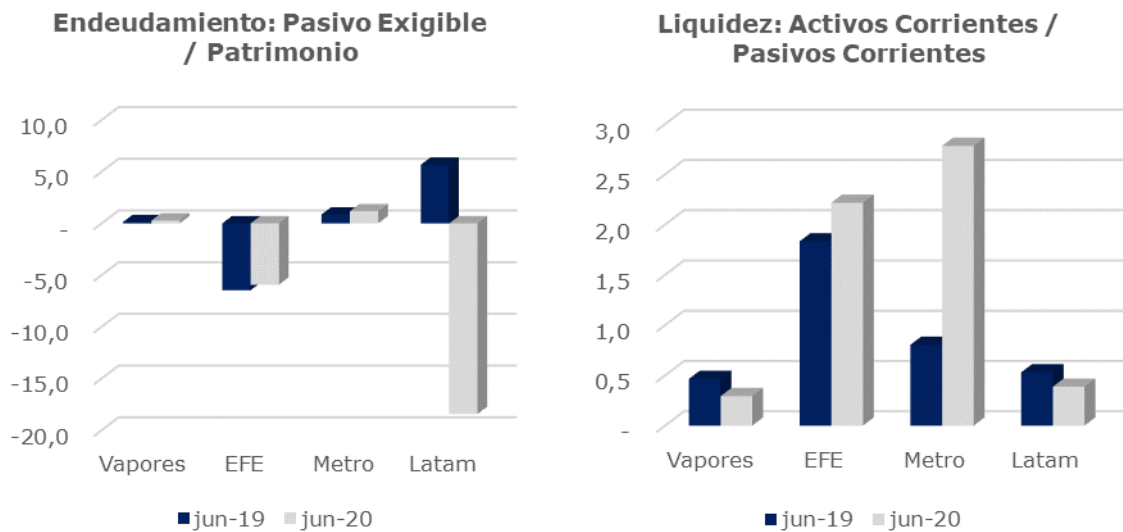
En cuanto la deuda financiera, como sector hubo un leve aumento entre junio de 2019 y junio de 2020, de un 1,7%, pero ello se explica por Latam, el más incidente dentro del rubro, que vio reducido sus pasivos financieros en 6,8%, en cambio las restantes empresas experimentaron alzas, de 28,5% Metro, 27,8% Vapores y 10,6% Ferrocarriles. Los pasivos financieros del sector sumaron US\$ 15.474 millones al 30 de junio de 2020, explicado en un 69% por las obligaciones de Latam.

² Se excluye a Vapores que presenta actividades discontinuadas a partir de marzo de 2020.

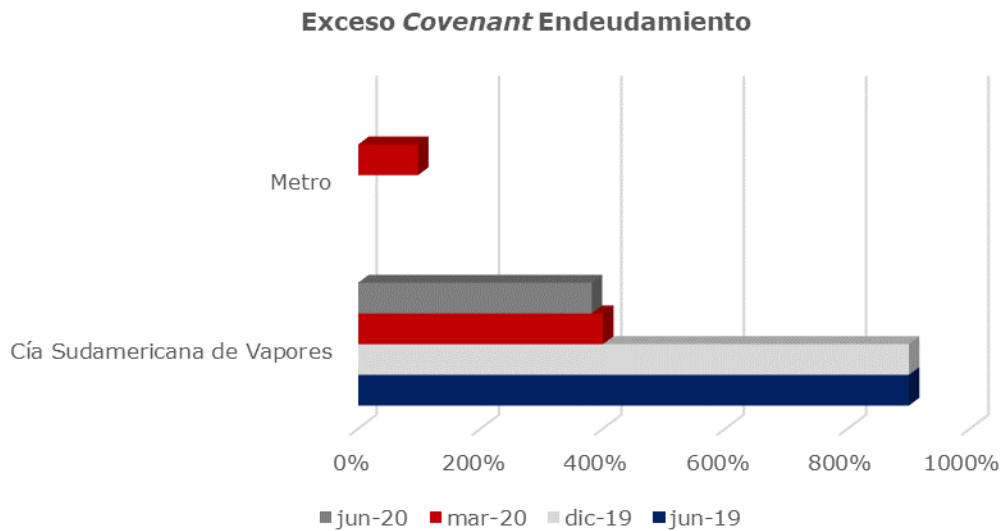


Medido el endeudamiento como pasivo exigible sobre patrimonio se observa un bajo nivel en Vapores de 0,3 veces (0,1 a junio de 2019) y en Metro un ratio que pasa de 0,9 a 1,2 veces. En Ferrocarriles y Latam el indicador se torna negativo producto del patrimonio negativo, en el caso de Ferrocarriles por una cuestión estructural y de arrastre y en Latam por las pérdidas originadas por la disminución en la actividad del negocio como consecuencia de las restricciones a los viajes producto de la pandemia.

En cuanto a la liquidez, entendido como razón entre activos circulantes y pasivos circulantes, Metro y Ferrocarriles fortalecen su posición y mantienen índices con ratios elevados. Naviera y Latam, muestran una baja liquidez con un indicador bajo uno.



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento, y las empresas que mantienen este tipo de exigencia presentan un holgado exceso.





Sector Financiero No Bancario

Empresas Consideradas: Caja 18 de Septiembre, Caja Los Andes, Caja La Araucana, Caja Los Héroes, Eurocapital, Factoring Security, Factotal, Incofin, Penta Financiera, Primus Capital, Autofin, Forum, General Motor Financial Chile, Santander Consumer, Progreso y Tanner.

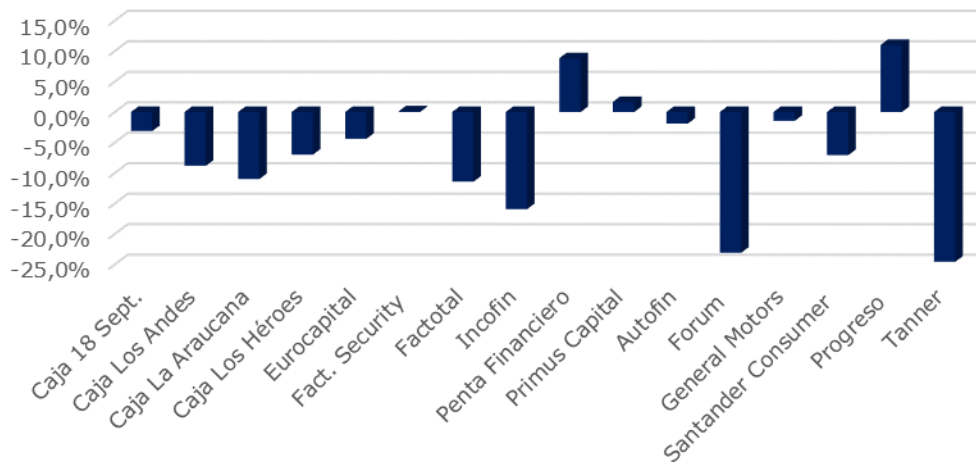
Si bien en tiempo de crisis las personas y empresas incrementan sus necesidades de endeudamiento, el mayor riesgo crediticio de los agentes económicos lleva a políticas más prudentes para el otorgamiento de préstamos lo cual repercute en un menor *stock* de colocaciones y, por ende, en menores ingresos. También se debe tener en consideración que parte de este sector podría tener rezago en la baja de sus ingresos, si es que a futuro, producto de la cesantía, se debilita la cobranza y se aumentan los castigos de las cuentas por cobrar.

Las empresas del sector, comparando el segundo trimestre de 2020 y 2019, tuvieron una caída en sus ingresos del 12%, siendo mayor la variación en aquellas entidades, excluidas las cajas de compensación, ligadas principalmente a créditos de mediano plazo (automotrices, leasing y consumo) las cuales redujeron sus ingresos en 18,7%. Una baja más atenuada tuvieron las cajas de compensación, del orden del 8,4%. y, por sobre todo, las sociedades intensas en factoring con un decrecimiento del 3,9%. En conjunto, el rubro generó ingresos por US\$ 814 millones durante el primer semestre de 2020.

Dado lo anterior, el sector experimentó una brusca disminución en sus resultados, del 67,6%, en particular las cajas de compensación (72,2%) y las compañías con colocaciones de mediano plazo (86,5%). Las entidades de factoring, aun cuando vieron caer sus utilidades, la variación fue de sólo 6,4%.

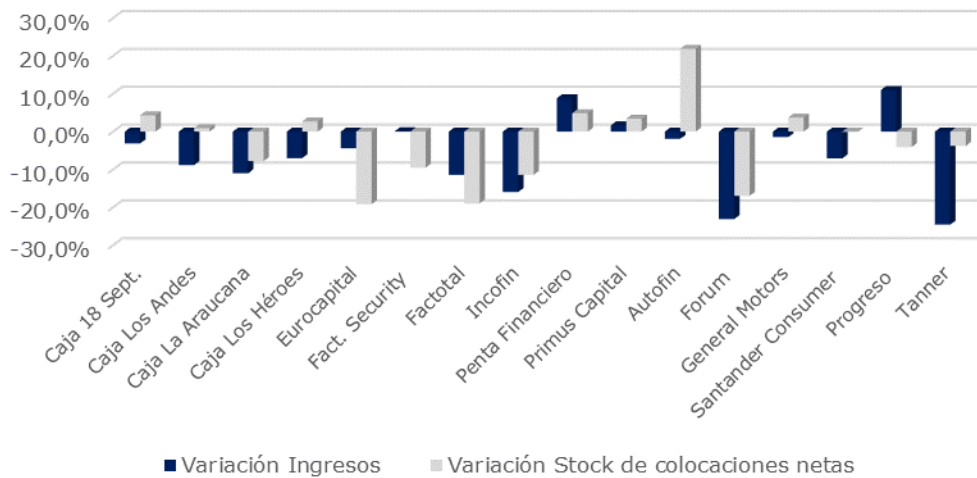
Las cuentas por cobrar a junio de 2020 sumaban US\$ 8.153 millones, del cual el 50,1% se concentraba en empresas con préstamos preferentemente de mediano plazo; el resto se distribuía en 36,0% y 13,8% en cajas de compensación y sociedades de factoring, respectivamente. Este monto significó una baja de un 5,2% en relación con el *stock* de colocaciones a junio de 2019; la mayor baja la experimentaron las instituciones de factoring, con una variación de un 8,5%, seguidos por las entidades con activos crediticios de mediano plazo, con reducción de 7,8%. Por su parte, las cajas de compensación mantuvieron relativamente constante su nivel de cuentas por cobrar (crecimiento de 0,1%).

Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020





Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20

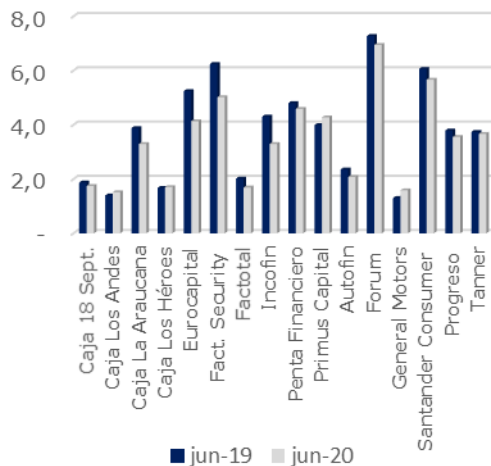


En cuanto a los pasivos financieros, que a junio 2020 eran del orden de los US\$ 6.651 millones, se mantuvieron estables en pesos, creciendo en sólo 1,1% en relación con igual mes de 2019; sin embargo, las empresas de factoring tuvieron una caída del 16,8%. Por su parte, las sociedades focalizadas preferentemente en préstamos de mediano plazo tuvieron un aumento de su deuda financiera de un 2,2%. En cuanto las cajas de compensación incrementaron sus pasivos financieros en 7,8%, impulsadas por el aumento que tuvo Caja Los Andes (13%).

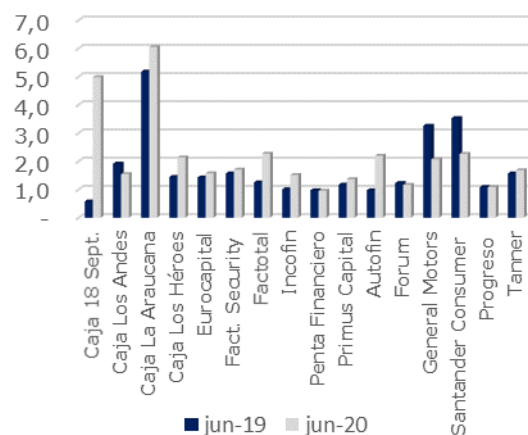
Con todo, el sector financiero no bancario disminuyó su endeudamiento relativo entre junio de 2019 y junio de 2020; de esta forma, al medir la relación entre pasivos exigibles y patrimonio, el promedio simple se redujo desde 3,7 a 3,4 veces. Por subsector, las cajas de compensación pasaron de un ratio de 2,2 veces a uno de 2,1 veces; las sociedades de factoring de 4,4 a 3,8 veces y el resto de 4,1 a 3,9 veces.

En cuanto a la liquidez, esta se fortaleció si se mide como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, pasando desde 1,8 a 2,2 veces (promedio aritmético) entre junio de 2019 y de 2020. Por rubro, se tuvo los siguientes cambios, cajas de compensación desde 2,3 a 3,7 veces; compañías de factoring de 1,2 a 1,6 veces y las restantes, mostrando un leve deterioro, desde 1,9 a 1,7 veces.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



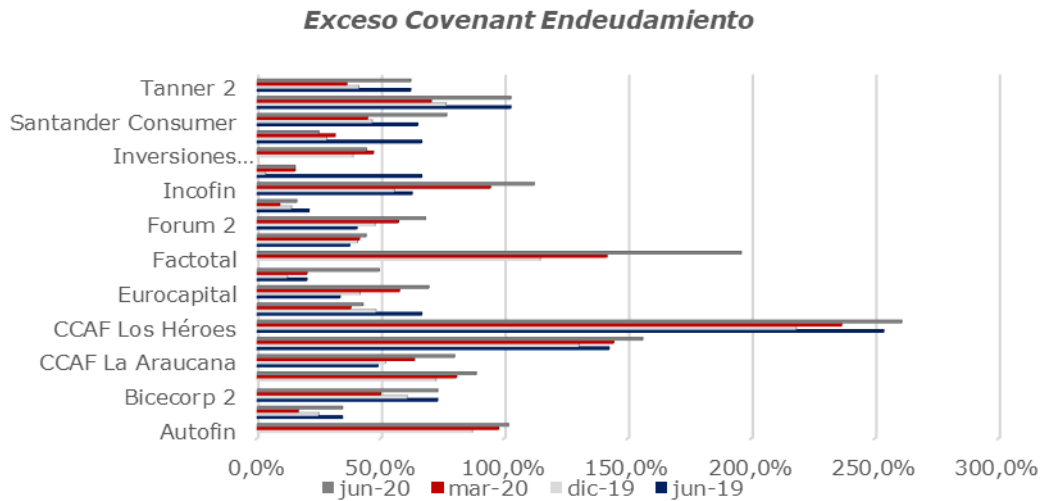
Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes





En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento. Este tipo de *covenant* es el que usualmente se exigen a las empresas del sector (y no los relacionados con el Ebitda).

Los datos muestran una muy buena posición del sector en cuanto a los indicadores de las empresas en relación con los endeudamientos máximos permitido. Si bien algunas entidades están teniendo resultados negativos, son en niveles que no conllevarían a caídas en el patrimonio que pudiesen llevar a incumplimientos.





Sector Distribución Gas y Petróleo

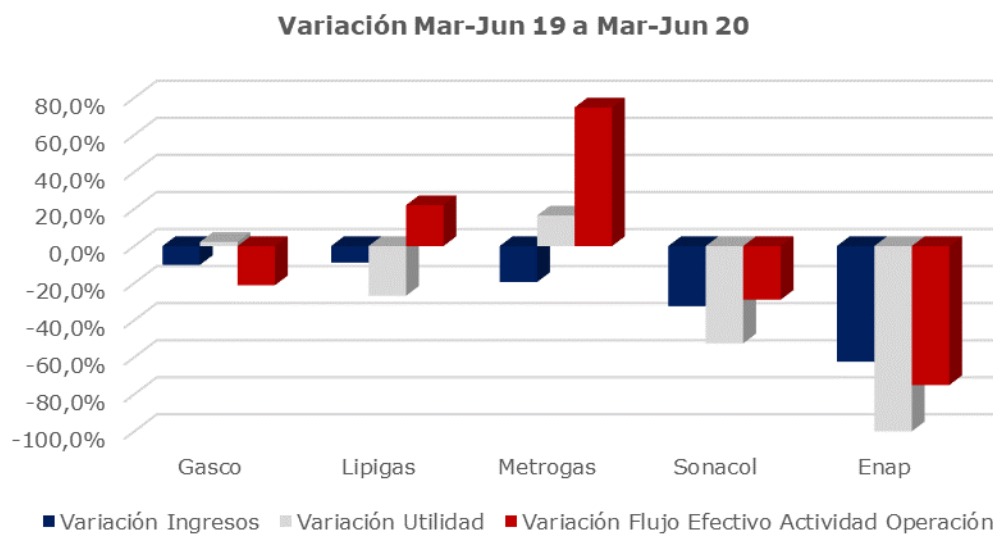
Empresas Consideradas: Gasco, Lipigas, Metrogas, Sociedad Nacional de Oleoducto (Sonacol) y ENAP.

Dentro de este sector se distinguen los segmentos distribución de gas y el de distribución de petróleo, cuyo comportamiento varía, principalmente, porque atiende distintos tipos de consumidores, el primero se orienta, fuertemente, pero no en forma exclusiva, a una demanda residencial, el segundo finalmente depende de la demanda industrial y del sector transporte.

La crisis provocada por la pandemia llevó a una fuerte caída en los ingresos en el segundo trimestre del sector, básicamente por la baja que tuvieron las ventas del segmento de distribución de petróleo, particularmente en ENAP, lo que implicó una variación negativa de un 53,5%³ en relación con igual período de 2019. A junio de 2020, los ingresos del sector ascendieron a cerca de US\$ 3.237 millones, de los cuales 21,6% corresponden al segmento de distribución de gas y 78,4% al de distribución de petróleo (principalmente ENAP).

Separado por subsector, se aprecia que el segmento de distribución de gas, medido en términos comparativos y considerando lo severo de la crisis, tuvo una baja moderada de sus ingresos; así, la baja entre el segundo trimestre de 2020 y 2019 fue de 12,9%. En cambio, el rubro distribución de petróleo experimentó un descenso abrupto de un 62,1% (explicado, principalmente por ENAP), en parte, explicado por la menor actividad industrial y por el transporte en general. La venta de gas, como era esperable, se ve favorecida por cuanto el consumo residencial se mantiene más estable, contrario a lo que sucede en el área industrial y comercial (especialmente restaurantes).

Obviamente la menor actividad conlleva en un menor costo de explotación, que cae en un 53,7%; a su vez, los gastos de administración se reducen en un 11,4%, influenciado esencialmente por ENAP ya que las empresas de gas licuado, en conjunto, mostraron un aumento en sus gastos. Todo ello llevó a que las utilidades del segundo trimestre de 2020, comparado con 2019, se redujeran en un 162% en el sector, cifra que se distorsiona por la presencia de ENAP (baja 2.153%); puesto que la distribución de gas vio sus utilidades casi intactas, con una variación de -0,6% y Sonacol, si bien resintió fuertemente sus resultados, la caída fue de un 52%. En los hechos, Gasco y Metrogas vieron incrementada sus ganancias finales.



* Variación utilidad de Enap es -2.153% (para efectos del gráfico se acotó a -100%).

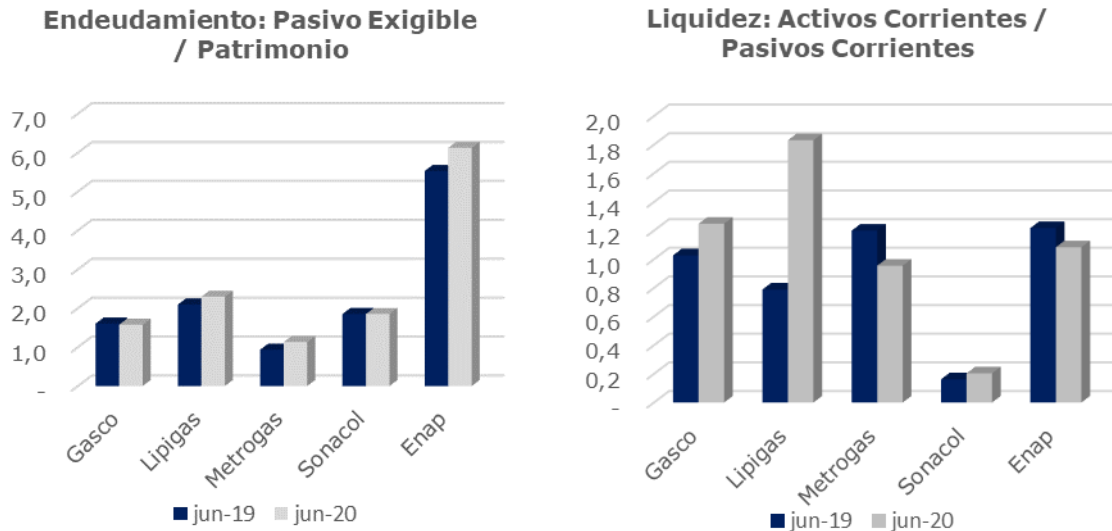
En cuanto a la deuda financiera, contrastada entre junio 2019 y 2020, se observa un incremento moderado, del orden del 4,5%, básicamente por los distribuidores de diésel (por segmentos, la distribución gas y petróleo fue de

³ Tomando como referencia los estados financieros terminados a junio de 2019 y 2020, la reducción es de 55,2%; sin embargo, ello se explica porque actualmente Gasco ya no consolida a su filial Gasmar (en proceso de venta). Todo el análisis del estado de resultado se efectúa asumiendo que tal situación era equivalente en 2019.



12,2% y 3,1%, respectivamente); sin embargo, en el mercado del gas el incremento se da, en buena parte, antes de marzo (la variación marzo-junio 20 es de 3,5%) y en petróleo el último trimestre (la variación marzo-junio 20 es de 4,2%). Con todo, al examinarse la relación pasivo exigible sobre patrimonio, los ratios se mantiene sin variaciones relevantes. A junio de 2020, la deuda financiera del sector era de US\$ 5.435 millones (\$ 5.202 millones a junio de 2019), distribuida en 16,5% y 83,5% para gas y petróleo, respectivamente.

En cuanto a los indicadores de liquidez, se observa un fortalecimiento en empresas como Gasco y Lipigas y variaciones no relevantes en las restantes empresas.

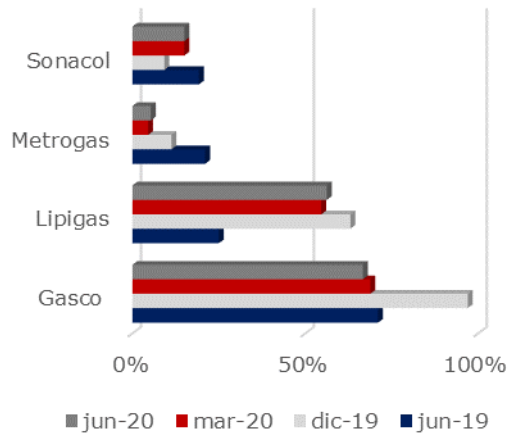


En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento, observándose que los índices se han fortalecido o deteriorado en forma acotada y, en general, se mantienen holguras razonables entre los indicadores respectivos y los límites establecidos, salvo en el caso de Metrogas en donde el diferencial es de 5,3% (en todo caso superior al 4,5% de marzo de 2020, pero inferior al 21% y 11% de junio y diciembre de 2019).

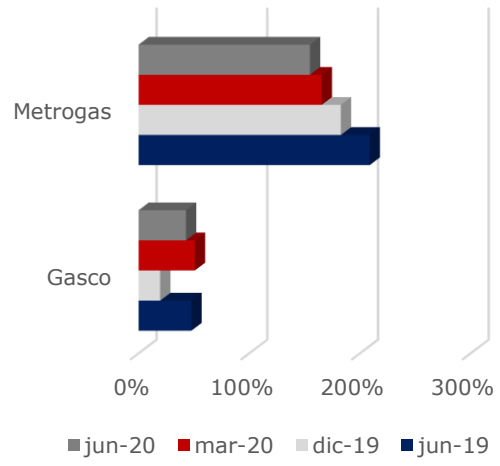
Respecto a las empresas que presentan *covenants* relacionados con el Ebitda, se aprecia un deterioro de los indicadores de Metrogas, aunque manteniendo amplias holguras. En el caso de Gasco alcanza a junio de 2020 una holgura de 43% manteniéndose estable respecto a junio de 2019.



**Exceso Covenant
Endeudamiento**



Exceso Covenant Ebitda





Sector Inmobiliario

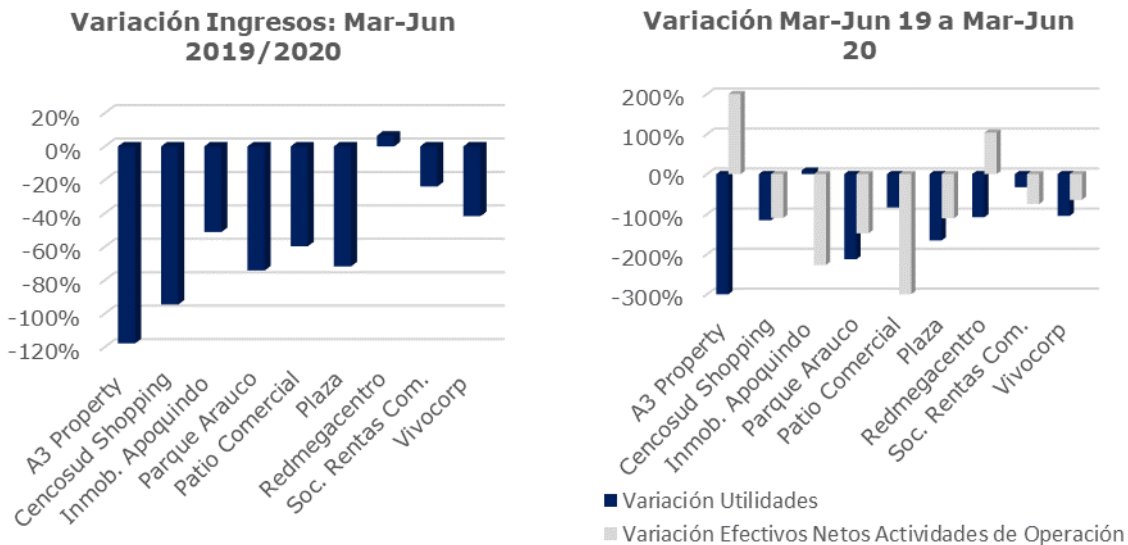
Empresas Consideradas: A3 Property, Cencosud Shopping, Inmobiliaria Apoquindo, Parque Arauco, Patio Comercial, Plaza, Red Megacentro, Sociedad de Rentas Comerciales, Vivocorp.

La realidad de este sector varía en función del tipo de inmueble administrado, pero, en general, salvo por las empresas dedicadas al arrendamiento de bodegas, los operadores del rubro sufrieron fuertes bajas en sus ingresos. Inmuebles como hoteles y locales comerciales, excepciones de por medio (supermercados y farmacias, por ejemplo), se vieron seriamente afectadas, incluso para tener una actividad levemente normal.

Este sector se vio seriamente afectado por las restricciones que impusieron la pandemia, por ello, al comparar el trimestre marzo-junio de 2020 con igual período de 2019, se observa una caída en los ingresos de un 72,3% que, en algunas empresas, como A3 Property implicó bajas del 117% (declara ingresos negativos por gastos asociados a administración de los inmuebles). El único operador del rubro que incrementó sus ingresos fue Red Megacentro, los cuales aumentaron en 6,5%. Es necesario mencionar que esta variación de ingresos en algunos casos incorpora la revaloración de activos, lo cual no corresponde a una reducción de flujos dentro del periodo.

Obviamente las utilidades también se vieron resentidas, reduciéndose en un 137%, generando pérdidas el segundo trimestre en la mayoría de los operadores del rubro y variaciones negativa en los resultados de las empresas, excepto Inmobiliaria Apoquindo que experimentó un aumento en sus ingresos de 8,8%, lo que da cuenta de un *mix* solvente de arrendatarios. Las pérdidas más severas las tuvo A3 Property (1.212%) en el mercado hotelero.

Otra forma de notar los efectos de la crisis dice relación con la recaudación de estas inmobiliarias. Si se compara el segundo trimestre de 2020 con el segundo trimestre de 2019 se puede apreciar que la cobranza (cobros por actividades de operación) cae en un 65,1%. La normalización de la actividad de la población debiera ir, de a poco, revirtiendo la caída en la cobranza. En este ítem, Red Megacentro también es la excepción ya que sus cobros crecieron en un 8,0%.

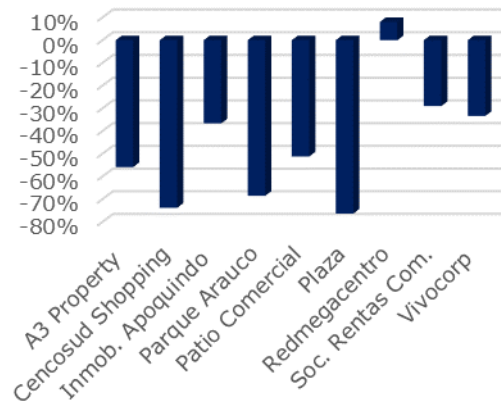


* La variación de utilidad de A3 Property es -1.212%, para efectos del gráfico se acota en -300%.

* La variación de efectivos netos por actividades de operación de A3 Property es 308% y Patio Comercial -2.817%, para efectos del gráfico se acota en 200% y -300%.



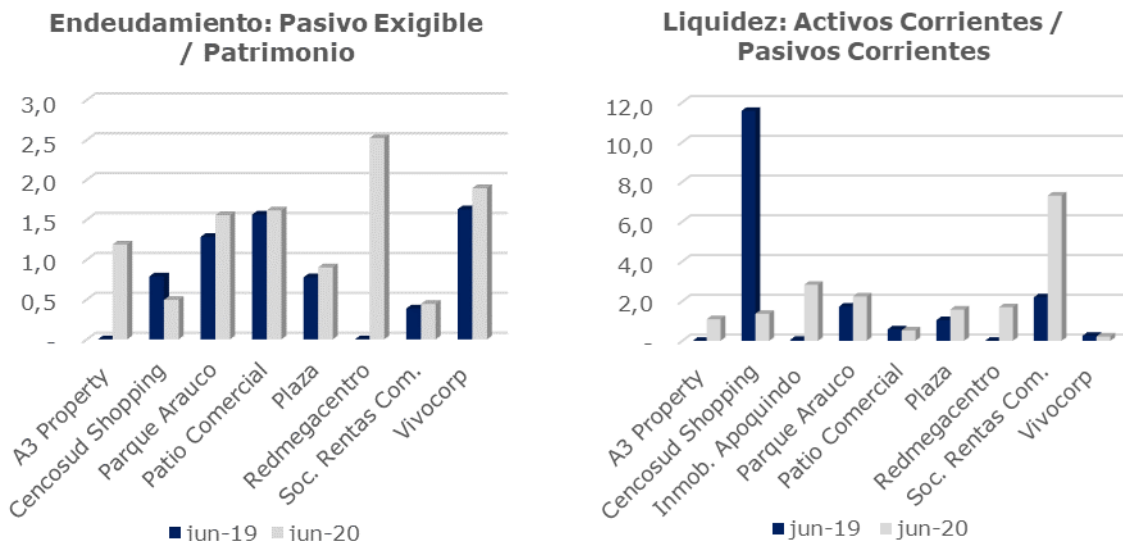
Variación Cobros por Actividad de Operación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



En cuanto a la deuda financiera del sector, esta se incrementó en 22,7% entre junio de 2019 y junio 2020⁴. Cabe agregar que entre marzo y junio de 2020 los pasivos financieros crecieron en un 13,9% (deuda más asociada a la pandemia), guarismo que cambia a 11,2% si se agrega A3 Property y Red Megacentro.

No obstante lo anterior, el endeudamiento del sector, medido como pasivo exigible a patrimonio, no tuvo un cambio significativo; con todo, empresas como Parque Arauco incrementaron el ratio desde 1,3 a 1,6 veces entre junio de 2019 y 2020., y Vicocorp desde 1,6 a 1,9 veces.

En cuanto a la liquidez, activos corrientes sobre pasivos corrientes, esta se fortaleció en la pandemia, ya que el promedio simple de los ratios a marzo de 2020, de 1,4 veces se incrementó a 2,1 veces en junio. Sin embargo, entidades como Patio Comercial y Vivocorp exhibieron una razón bajo uno, y A3 Property levemente sobre uno (1,1).

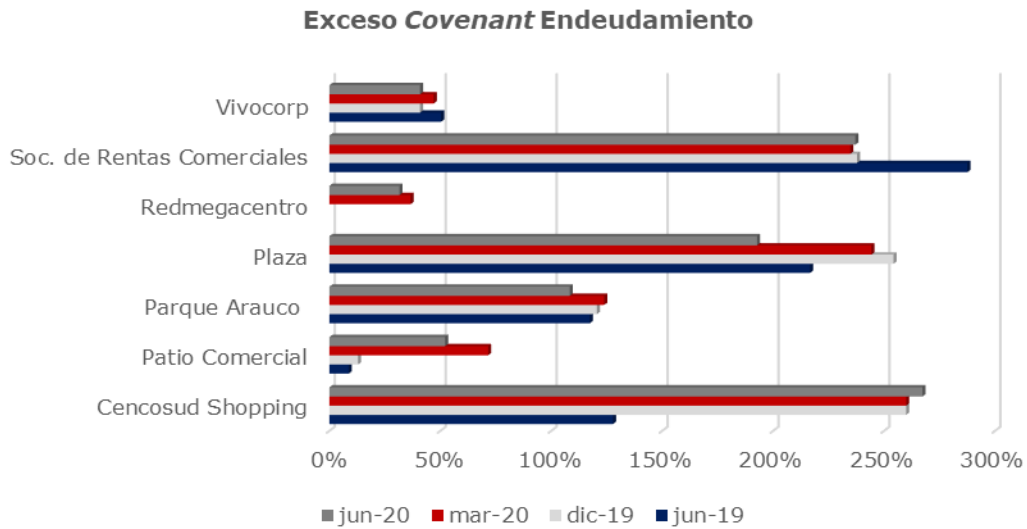


* En el gráfico de endeudamiento se excluye Inmobiliaria Apoquindo, con ratio muy superior dado su modelo de negocio.

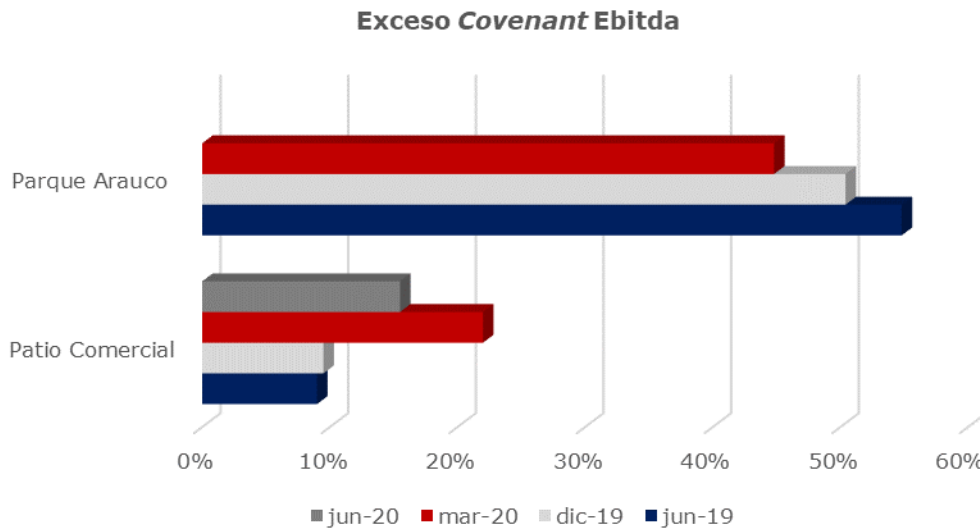
⁴ Se excluyen A3 Property y Red Megacentro por no presentar información pública a junio de 2019. Al 30 de junio de 2020 la deuda de estas empresas representaba el 28,2% del total.



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento. Todas las tres empresas que presentan este tipo de exigencias mantienen buenos niveles de holgura; el con menor excedente, Redmegacentro, tiene un 32%.



De las empresas del sector que tienen *covenant* relacionado con el Ebitda, la situación menos holgada corresponde a Patio Comercial, que si bien presenta un exceso de 15,5%, podría ajustarse si no comienza a incrementar el nivel de ingreso.



Sector Salud

Empresas Consideradas: Banmédica, Bupa Chile, Clínica Las Condes, Red Salud, Instituto de Diagnóstico (Indisa) y Nexus Chile Health (Nueva Mas Vida).



La crisis causada por el Covid-19 en el sector Salud provocó una contracción de los ingresos de un 10,1% en el segundo trimestre de 2020 comparado con el mismo trimestre de 2019, explicado principalmente por una caída de las ventas en las compañías que prestan servicios ambulatorios y hospitalarios, dada la menor actividad durante todo el trimestre, teniendo su menor nivel de actividad durante el mes de abril, particularmente por la suspensión de las cirugías electivas no prioritarias y las menores consultas médicas, mostrando una recuperación paulatina en los meses venideros.

Una caída más fuerte se observa al considerar solo aquellas compañías ligadas a los segmentos hospitalarios y ambulatorios alcanzando, en el mismo periodo, una disminución de las ventas de un 31,6%, entre ellas, Clínica Las Condes (26,5%), Empresas Red Salud (35,0%) e Instituto de Diagnostico (29,9%). Por otro lado, las empresas ligadas al segmento de Isapres, como al menos uno de sus negocios principales, exhiben bajas menos significativas de aproximadamente un 4,2%, tales como, Banmédica (1,3%), Bupa Chile (9,1%) y Nexus Chile Health (5,7%), lo que se produce principalmente por la menor recaudación de cotizaciones previsionales.

Las empresas de este sector, durante el primer semestre de 2020 generaron ingresos por US\$ 2.239 millones (US\$ 2.277 a junio de 2019).

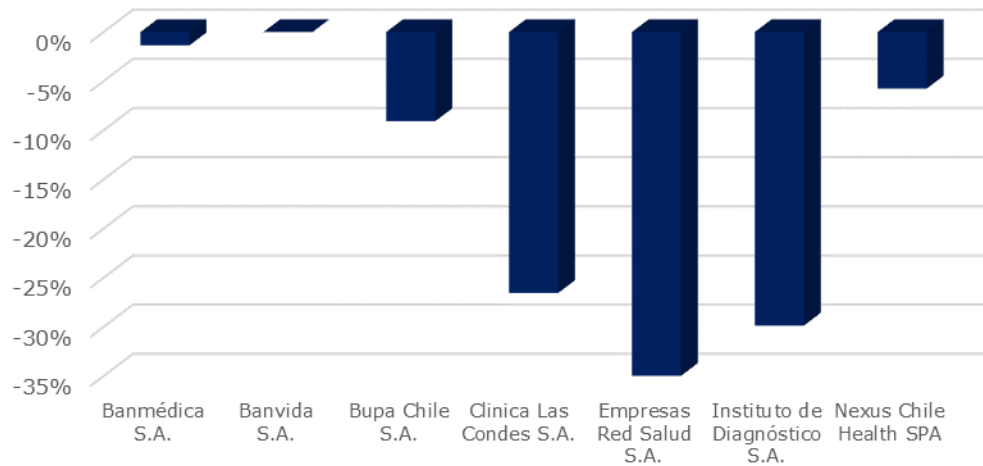
Dada la naturaleza de estos negocios, una menor actividad repercute en una contracción de los costos de ventas, en particular, por la menor siniestralidad exhibida por las isapres y las reducciones de costos que han realizado las empresas, en general, producto de la pandemia, mostrando una caída de 16,4% en términos agregados y de un 16,8% para las compañías ligadas al negocio de Isapre (con al menos uno de sus negocios) y un 14,8% para las empresas que prestan servicios de salud ambulatorio y hospitalaria. En cuanto a los gastos de administración, se observa en el sector consolidado un aumento de 14,8%, dado que las compañías del negocio de isapres muestran un crecimiento de 20,6%, mientras que el resto presenta una disminución de 6,4% (influenciado en mayor medida por Empresas Red Salud).

Todo lo anterior conllevó a que las utilidades del segundo trimestre de 2020, en comparación con 2019, aumentaran un 70,3%, teniendo amplias diferencias dependiendo del segmento en los cuales operan las compañías dentro de este sector. Dentro de las empresas del segmento de isapres se observa un aumento de las utilidades en la totalidad de ellas, tales como, Banmédica con un crecimiento de 154,1%, Bupa Chile pasando de un resultado negativo de alrededor de \$ 778 millones a ganancias de \$ 3.154 millones, mientras que, Nexus Chile Health alcanza utilidades de \$ 5.149 millones en el segundo trimestre de 2020, teniendo un crecimiento de 1.445,7% respecto del mismo periodo de 2019.

En tanto, los segmentos del sector ambulatorio y hospitalario presentan un comportamiento divergente a las demás compañías del sector, no pudiendo evitar pérdidas en todas las empresas analizadas que operan en estos dos negocios y mostrando pérdidas más pronunciadas tanto Clínica Las Condes como Red Salud y en menor medida el Instituto de Diagnóstico (Indisa), teniendo en este segmento una disminución de 361,1% de las utilidades respecto del año anterior. Situación esperable dados los menores ingresos obtenidos, en especial durante el mes de abril, reflejando el fuerte impacto que ha tenido la pandemia en estos segmentos.

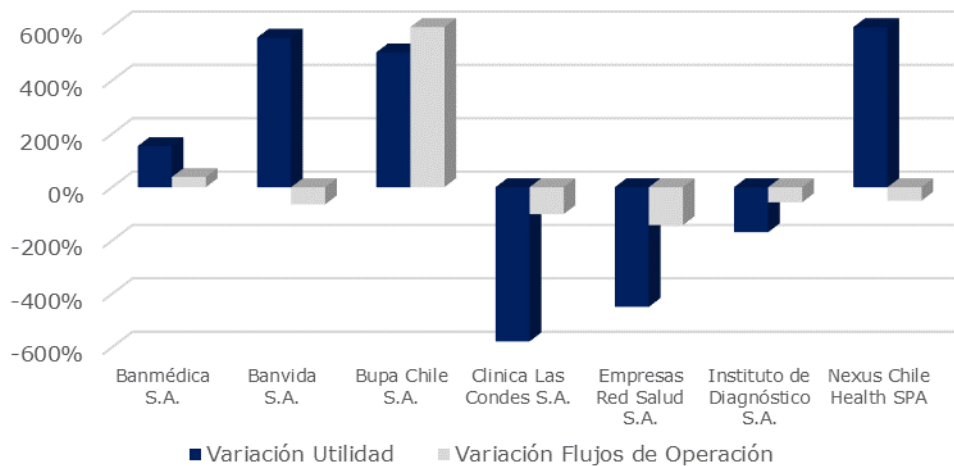


Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020



* variación promedio de ingresos de la industria fue de -18%

Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



* Variación en flujo de operación de Bupa fue de 986% (para efecto del gráfico se acotó en 600%).

* Variación de utilidad de Nexus fue de 1446% (para efecto del gráfico se acotó en 600%).

El sector tuvo una disminución de su endeudamiento financiero de un 5,7% a nivel consolidado entre junio de 2019 y junio 2020 influenciado, en particular, por una baja significativa en la mayoría de las empresas ligadas a isapres. Sin embargo, en forma individual, las empresas que aumentaron sus pasivos financieros son Instituto de Diagnóstico (29,4%), Empresas Red Salud (12,4%), Bupa Chile (10,4%) y en menor medida Clínica Las Condes con un aumento de 2,9%. Pero esta mayor deuda no necesariamente es producto de la pandemia, ya que gran parte de ella se genera antes de marzo de 2020. Como contrapartida, dos empresas reducen sus obligaciones financieras, como es el caso de Banmédica (26,4%) y Nexus Chile Health (11,2%).

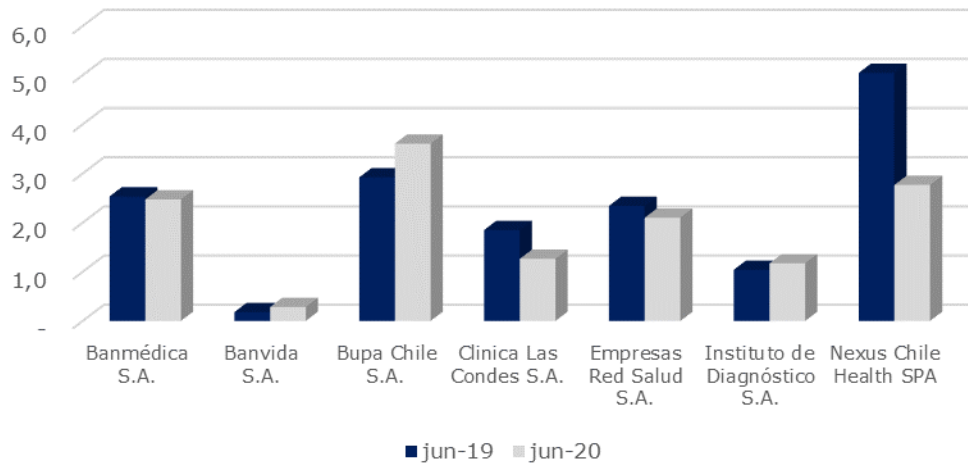
La deuda financiera, todas medidas al dólar de junio de 2020, paso de US\$ 1.766 millones a US\$ 1.664 millones entre junio de 2019 y 2020.

Lo anterior, provocó una contracción en los niveles de endeudamiento del sector, pero no en forma significativa. Así, si el promedio simple de la relación entre pasivo exigible y patrimonio era de 2,6 veces en junio de 2019, al mismo mes de 2020 era de 2,2 veces. Con todo, el rubro isapre disminuyó su endeudamiento relativo, pasando de

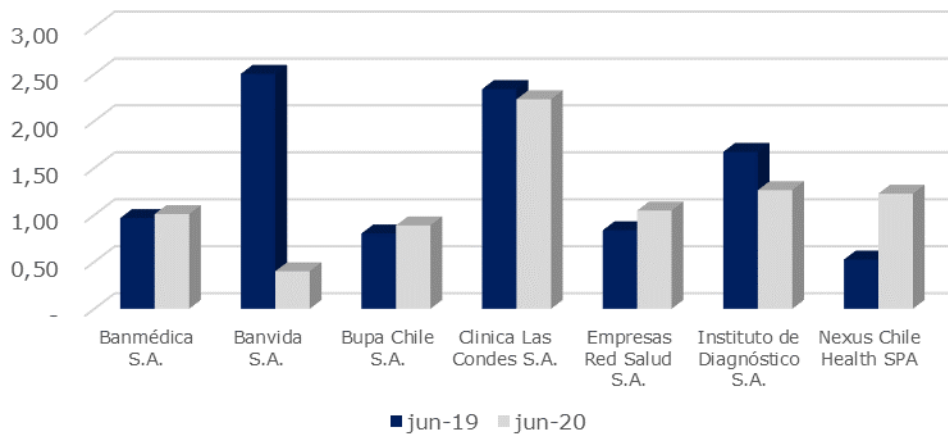


un promedio simple de 3,5 veces a 2,9 veces, influenciado fuertemente por Nexus quien pasa de un indicador de 5,0 veces a 2,8 veces. Del mismo modo, ambulatorio y hospitalario disminuyeron su ratio de 1,7 vez a 1,5 veces. En cuanto a los indicadores de liquidez, se observa un fortalecimiento en empresas como Banmédica, Empresas Red Salud y Nexus pasando de valores bajo la unidad a valores por sobre la unidad. El resto de las empresas no muestra variaciones relevantes. No obstante, el segmento hospitalario y ambulatorio presenta mayor nivel de liquidez que el de isapres.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



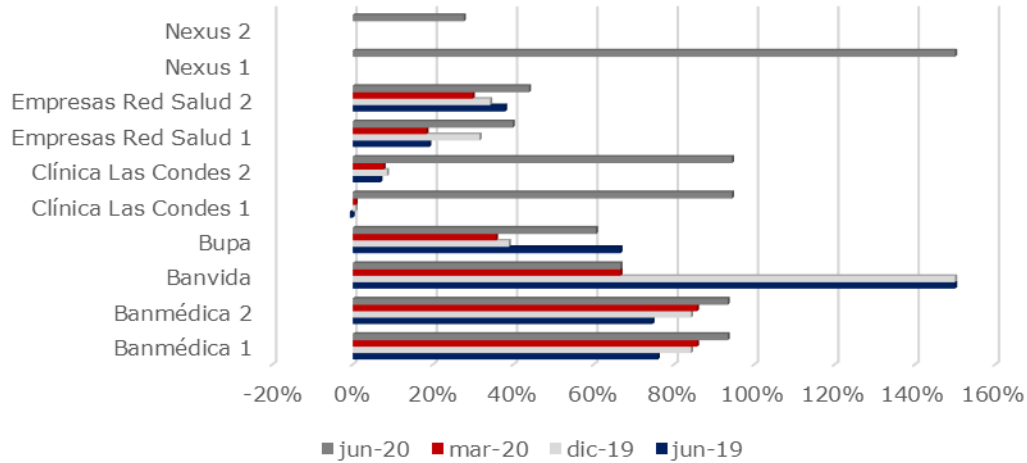
Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en los respectivos contratos de bonos), actualmente, las empresas del sector presentan indicadores con holguras muy elevadas, por lo tanto, con muy baja probabilidad de incumplimiento.



Exceso Covenant Endeudamiento



Respecto a las empresas que presentan *covenant* relacionados con el Ebitda, se aprecia elevados niveles de cobertura en Banmédica. En cuanto a Bupa Chile se observa una disminución en la holgura de este tipo de *covenant* en los últimos trimestres, sin embargo, manteniéndose dentro de sus límites.

Finalmente, en el caso de Red Salud a junio de 2020 el *covenant* está por debajo de su límite superior, no obstante, no incurre en incumplimiento dado que, de acuerdo al contrato de emisión de bonos, requiere dos periodos consecutivos en la situación actual para caer en incumplimiento, adicionalmente, la compañía ha acordado el cambio de *covenants* donde se eliminaría este ratio homologándose con la serie E, el cual comenzaría su revisión a partir de los estados financieros de septiembre de 2020.



Sector Sanitarias

Empresas Consideradas: Aguas Andinas, Aguas Araucanía, Aguas de Antofagasta, Aguas del Altiplano, Aguas Nuevas, Aguas Magallanes, ESSAL, Essbio, Esva, Inv. Southwater y Nuevo Sur.

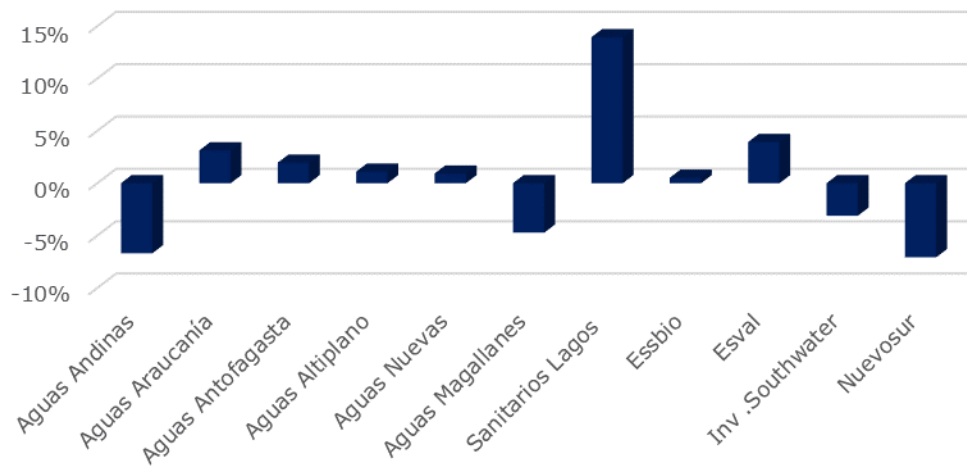
Este sector provee un bien de primera necesidad, por lo tanto, sus ventas no se ven afectadas, al menos en forma significativas, por las crisis económicas. A futuro, producto de la postergación de las cuentas de consumo por parte de los clientes, podría verse un aumento en los niveles de morosidad del sector, pero se estima que trataría de porcentajes administrable por la industria.

Comparando el segundo trimestre de 2020 con el segundo trimestre de 2019, las empresas operativas del sector sanitario (excluye *holding*) tuvieron una caída de sus ingresos de un 1,6% (-1,7% si se consideran matrices con exposición casi total en el sector). Si bien se podría presumir que se trata de una actividad con baja exposición a la pandemia, las variaciones en los ingresos muestran una amplia dispersión entre las empresas del rubro. Así, mientras los ingresos de Nuevo Sur se redujeron un 6,7% y 7,1%, respectivamente, Essal vio crecer sus ingresos en un 13,9%; el resto de las compañías tuvieron variaciones menos significativas.

Junto con la caída de los ingresos, el sector operativo tuvo un alza tanto de sus costos como de sus gastos de administración, con variaciones de 6,0% y 7,4%; de hecho, salvo Aguas Magallanes (-13,2%) y Aguas de Antofagasta (-1,8%) decrecieron en costos y la primera de ellas fue la única en disminuir sus gastos, aunque en forma bien marginal (0,2%).

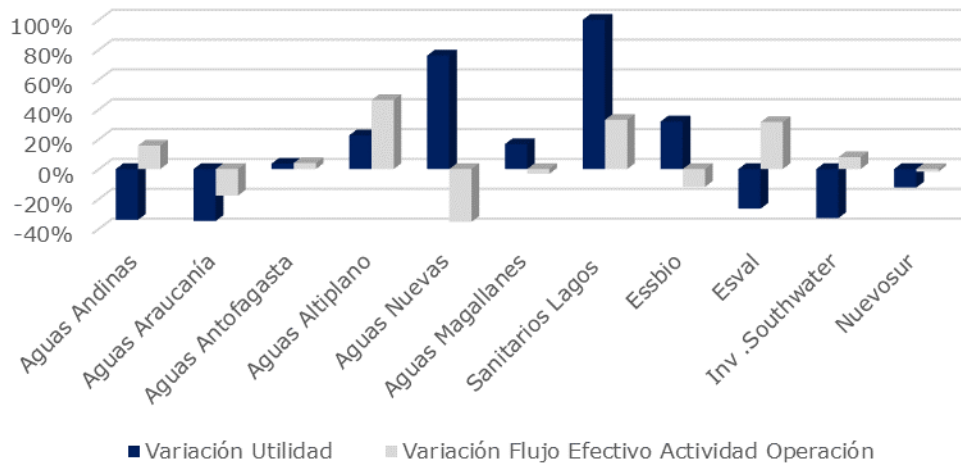
Producto de la baja en los ingresos y alza en los costos y gastos, las utilidades del sector operativo cayeron en un 13,5%, pero con resultados aleatorios, ya que hubo empresas que crecieron en términos de ganancias y otras que disminuyeron. Así, comparado el segundo trimestre de 2020 y 2019, experimentaron fuertes bajas en los ingresos Aguas de la Araucanía (34,8%), Aguas Andinas (34,0%) y Esva (26,5%); y elevaron en forma importantes sus utilidades: Essal (159%), Essbio (31,9%) y Aguas del Altiplano (22,6%).

Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020





Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



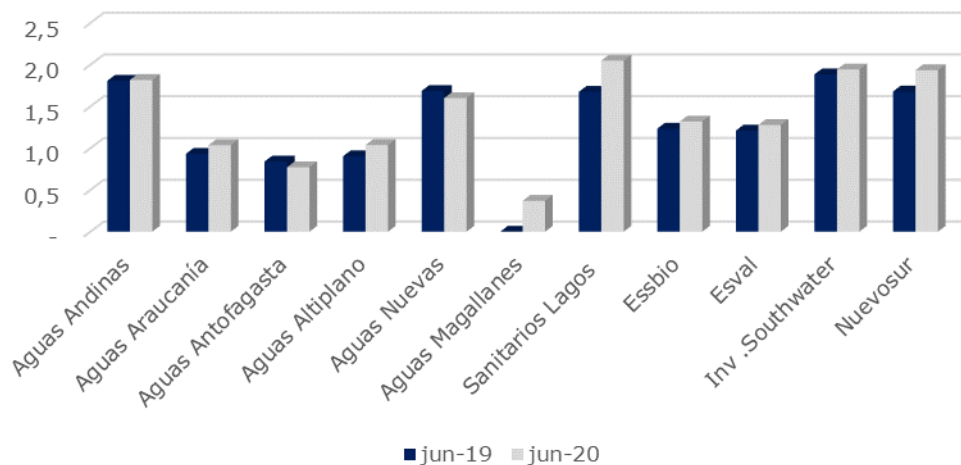
* Variación de utilidad de Sanitarios Lagos fue de 160% (para efecto del gráfico se acotó en 100%).

En cuanto la deuda financiera, entre junio de 2020 y 2019, se observa un aumento de ella para las empresas operativas, con una variación de 9,7%⁵; préstamos contratados en su mayoría antes de marzo (entre junio y marzo de 2020 el incremento de la deuda es de sólo 1,6%).

Con todo, el endeudamiento del sector, medido como la relación entre pasivo exigible y patrimonio, tuvo un leve incremento entre junio 2019 y junio 2020, pasando de 1,3 a 1,4 veces en el promedio simple de las empresas operativas y de 1,4 a 1,5 si se agregan matrices. Las relaciones más elevadas se encuentran en Essal (2,0), Inversiones Southwater y Nuevo Sur (ambas 1,9) y en Aguas Andinas (1,8). Los ratios más bajos están en Aguas Magallanes (0,4) y Aguas de Antofagasta (0,8).

Por su parte la liquidez del sector, medido como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, se mantuvo estable en 1,4 veces para las empresas operativas y en 1,3 veces si se incluyen las matrices.

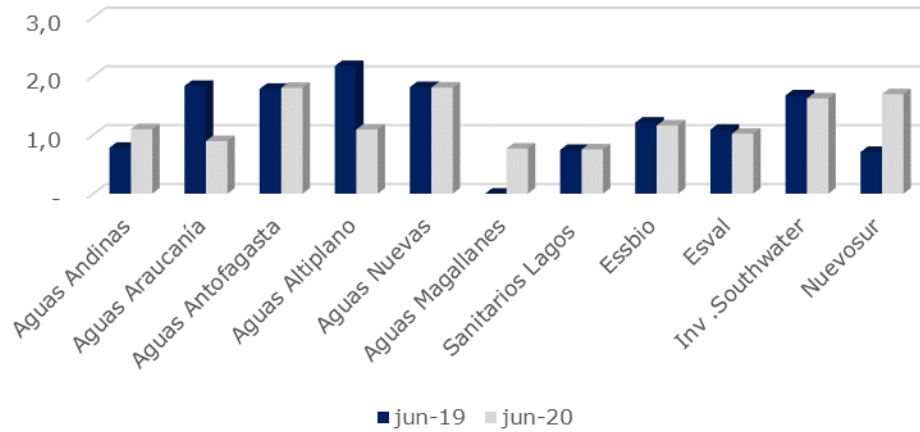
Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



⁵ Se excluye Aguas Magallanes por no presentar información pública a junio de 2019. Sin embargo, su omisión de genera cambios relevantes (a junio de 2020 representa el 0,1% de la deuda total del sector)

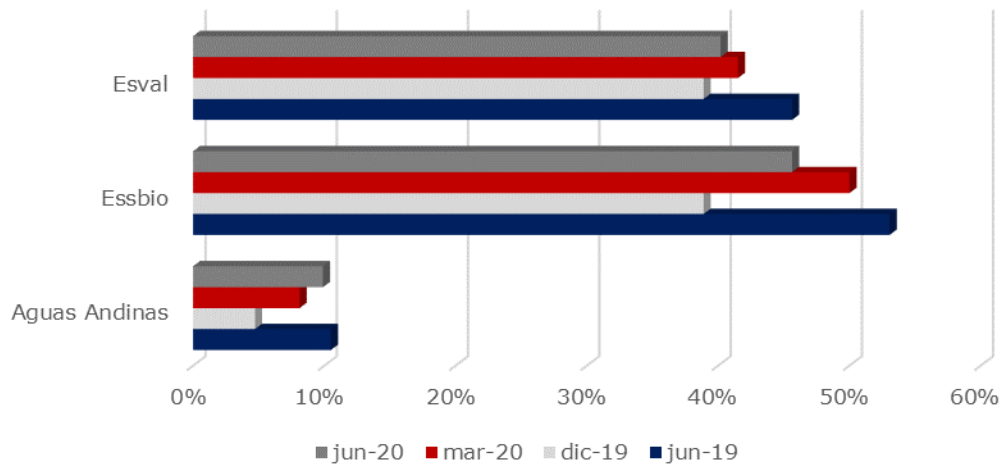


Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

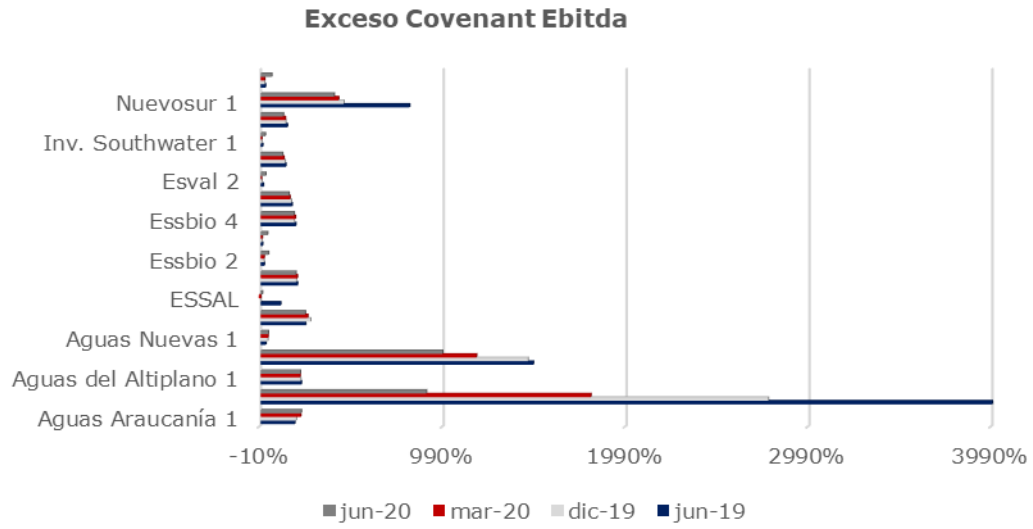


En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento. De las tres empresas que presentan este tipo de exigencias, sólo Aguas Andinas presenta una situación menos holgada (excedente del 9,9%), pero ello no obedece a la crisis pandémica, sino ha sido un constante en los últimos trimestres (que tampoco implica un riesgo elevado, dada la estabilidad que presenta la actividad sanitaria).

Exceso Covenant Endeudamiento



Respecto a los *covenant* asociados al Ebitda, sólo Essal presenta holgura reducida, entre el el indicador efectivo y el mínimo permitido, en este caso. El excedente es del 8,3%. En todo caso, la empresa ha incrementado sus resultados, por lo tanto, *ceteris paribus*, el índice debiese fortalecerse a futuro.



* AguasAraucanías 2, Aguas Altiplano 2 y Nuevosur 1 (sólo en junio 19), presentan holgura sobre 800% (para efecto del gráfico se acotó en 5600%).

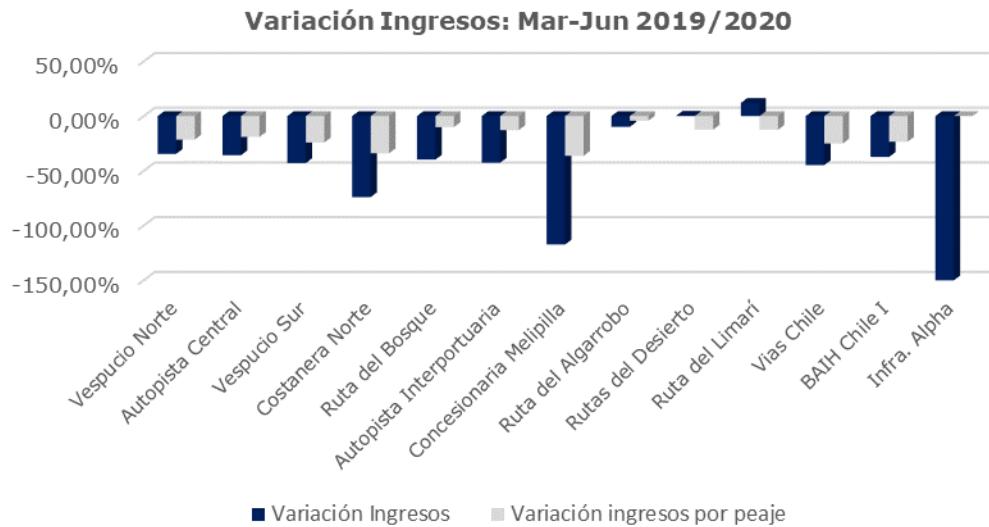


Sector Autopistas

Empresas Consideradas: Vespucio Norte Express, Autopista Central, Nueva Vespucio Sur, Costanera Norte, Ruta del Bosque, Autopista Interportuaria, Concesionaria Melipilla, Ruta del Algarrobo, Rutas del Desierto, Ruta del Limarí, Vías Chile, Brookfield Americas Infrastructure Holdings Chile I e Infraestructura Alpha

El sector de las autopistas durante el segundo trimestre de 2020 registró, en general, una caída de un 47,5% en sus ingresos y de un 84,4% en sus utilidades en comparación al mismo trimestre del 2019. Sin embargo, estas variaciones consideran sociedades que consolidan la operación de algunas concesiones ya incluidas para estos cálculos, por lo que se duplica su participación en estos guarismos. Sin considerar los *holdings* de las concesiones, los ingresos se reducen en un 46,0% mientras que las utilidades caen en un 60,8% con respecto al mismo trimestre de 2019. Al aperturarlo por tipo de autopista, se observa que las urbanas redujeron sus ingresos en un 46,0% al segundo trimestre de 2020 frente al de 2019, mientras que las autopistas interurbanas registraron una caída de 26,1%. Al observar las utilidades en el mismo periodo de tiempo, las urbanas tuvieron una variación de -60,8% mientras que las interurbanas aumentaron en un 9,8%.

Sin embargo, debido a los diversos criterios contables que tienen las concesiones para registrar sus ingresos, estos indicadores no reflejan de buena forma el impacto que tiene la pandemia sobre el tráfico en los ingresos. Al medir el efecto en el tráfico sobre el pago de peajes, en las autopistas urbanas se redujo en un 46,4% mientras que las interurbanas la recaudación por peajes tuvo una caída de un 27,4%.

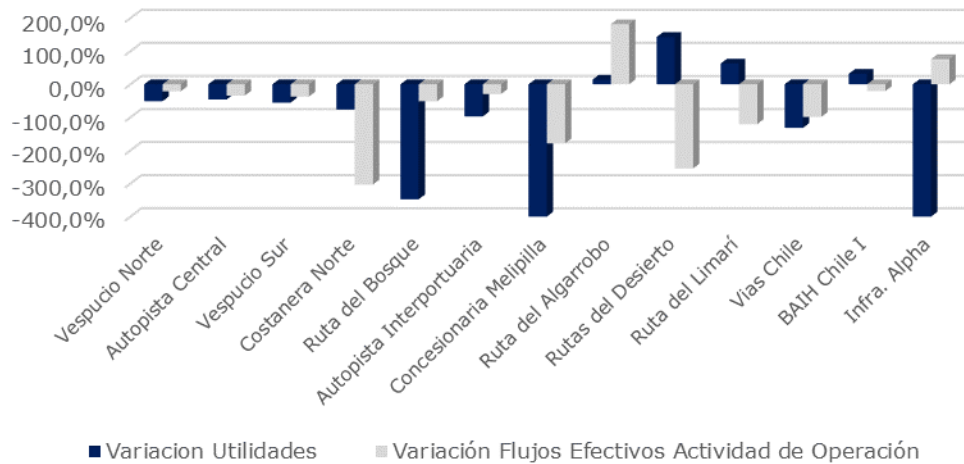


*Infraestructura Alpha presenta variación en los ingresos por 936% (se limita a -150% y 50% para efectos visuales del gráfico), los que corresponde a ingresos financieros al no consolidar al activo subyacente de inversión, los que corresponden al 33% de Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal de forma indirecta.

Por otro lado, las concesionarias de infraestructura vial han logrado ajustar sus costos y gastos, ya que las autopistas urbanas registran una reducción de un 15,9% en sus costos, pero un incremento de 0,4% en sus gastos mientras que las interurbanas han aumentado en un 21,6% sus costos, pero reducen en un 29,9% sus gastos a segundo trimestre de 2020 en comparación con el de 2019. Al observar las empresas que consolidan operaciones de otras concesiones, se registra una caída de 67,1% y 11,4% sus costos y gastos respectivamente.



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20

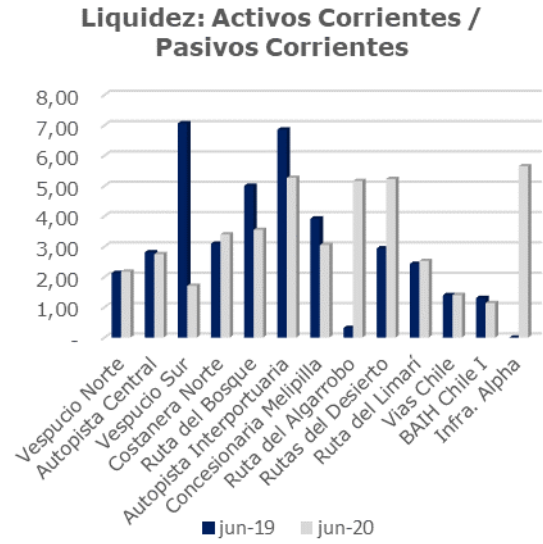
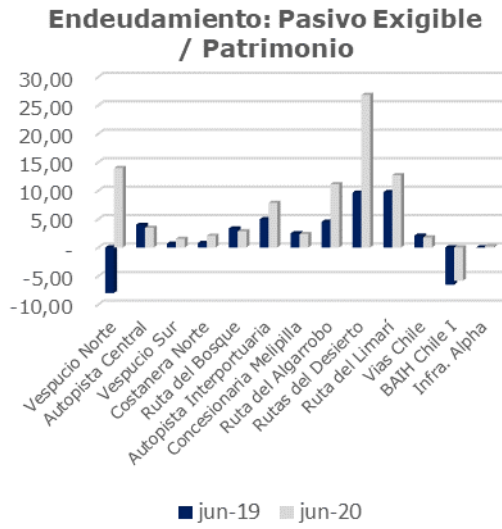


*Variación en la utilidad Soc. Cons. Melipilla fue de -4.044% e Infra. Alpha de un -3.969% (se limita a -400% y 200% para efectos visuales del gráfico).

En cuanto al endeudamiento financiero, se observa una variación en junio de 2020 con respecto a lo registrado al mismo mes del año anterior en las concesionarias. Algunos casos puntuales son Vespucio Norte que empezó a registrar un patrimonio positivo; Costanera Norte que obtuvo una deuda subordinada al pago de los bonos; Autopista Interportuaria que realizó una disminución de capital acordada a fines de 2019; y Ruta del Algarrobo, Rutas del Desierto y Ruta del Limarí que emitieron deuda con tal de modificar su estructura de capital. Por otro lado, es importante considerar que las concesiones urbanas poseen estructuras que permiten asegurar el pago de hasta un año de sus cupones, lo que ha permitido hacer frente a sus compromisos financieros durante el 2020, reduciendo la necesidad de endeudamiento adicional.

El endeudamiento relativo del sector, considerando los cambios particulares de cada concesión vial, aumentó desde 1,5 veces a junio de 2019 a 2,7 veces a junio 2020 en las autopistas urbanas, mientras que las interurbanas pasaron desde 5,5 veces a 8,9 veces en el mismo periodo. Sin embargo, a nivel global y considerando las empresas que consolidan otras concesiones, el endeudamiento se redujo de 3,8 veces a 2,8 veces entre el primer semestre de 2019 y de 2020.

Por último, la liquidez de las autopistas (sin considerar los holdings) se ha mantenido relativamente igual entre junio de 2019 y junio de 2020, pasando de 2,8 veces a 3,0 veces, influenciado principalmente por las autopistas interurbanas que registraron un incremento desde 1,9 veces a 3,7 veces mientras que las urbanas se redujo de 3,3 a 2,8 veces, pero aún dentro de niveles adecuados.





Sector Industrial y Metalúrgico

Empresas Consideradas: Cap, Cintac, Elecmetal, Volcán, Cristalería, Enaex, Masisa, Molymet, Sigdo Koppers y Tecno Fast

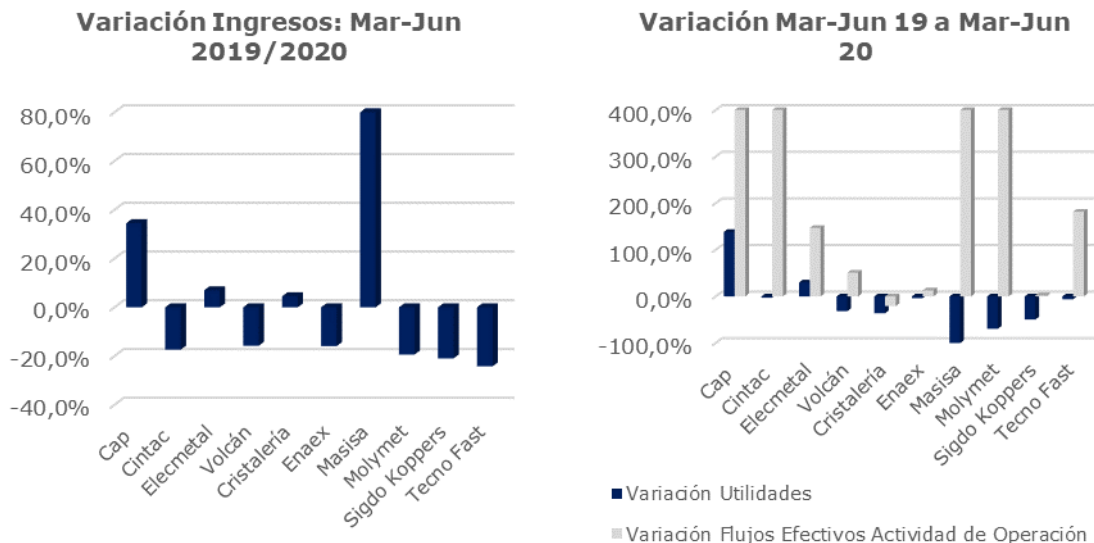
Este sector atiende demandas diferentes por ello sus participantes presentan resultados disímiles, pero en general, presenta reducciones en sus ingresos comparativamente acotadas en relación con lo observado en sectores con las caídas más abruptas en sus ingresos.

En términos de ingresos, el sector, como un todo, tuvo un buen desenvolvimiento el segundo trimestre de 2020 en comparación con igual período de 2019; es así como sus ingresos crecieron en un 6,03%; sin embargo, se observa una fuerte dispersión de resultados y una elevada influencia por el aumento en los ingresos experimentado por Masisa, en un 189%, y por Cap en un 34,5% (empresa que en 2019 se vio negativamente afectada por la paralización del puerto Guacolda). De hecho, la variación de los ingresos del sector, excluido Cap, es negativa, pero con una baja leve de 1,85%, pero si se excluye también Masisa, la reducción es de 14,3%.

Dentro de las empresas que vieron crecer sus ingresos, además de Cap y Masisa, están Elecmetal y Cristalerías Chile, con variaciones de 7,0% y 4,5%, respectivamente. Por su parte, tuvieron fluctuación negativa: Tecno Fast (24,2%), Sigdo Koppers (20,9%), Molymet (19,4%), Cintac (17,4%), Enaex (-15,9%) y Volcán (15,8%). Durante el primer semestre de 2020 las empresas del sector, corregido por los efectos de consolidación entre algunas de ella, sumó US\$ 3.886 millones.

En concordancia con lo anterior, la utilidad en el segundo trimestre de 2020, en relación con igual período de 2019, crecieron 2,78%; sin embargo, si no se considera a Cap se tiene una baja de 50,28%. En los hechos, sólo Cap (138%) y Elecmetal (29,9%) vieron incrementadas sus ganancias, el resto sufrió una reducción de sus resultados y en el caso de Masisa hubo un mayor nivel de pérdidas, de un 126%.

En términos de flujo de efectivo neto de actividades de operación, sólo Cristalería Chile tuvo una generación más desfavorable en comparación al segundo trimestre de 2019, incrementando su flujo negativo en un 20,7%. Algunas empresas como Elecmetal, Masisa y Tecno Fact revirtieron el flujo negativo. El resto acrecentó sus flujos en porcentajes que variaron entre 2,3% y 403%.



* Masisa aumenta sus ingresos en 189% (se limita a 80% para efectos visuales del gráfico)

* Masisa reduce sus resultados en 126% (se limita a -100% y 400% para efectos visuales del gráfico)

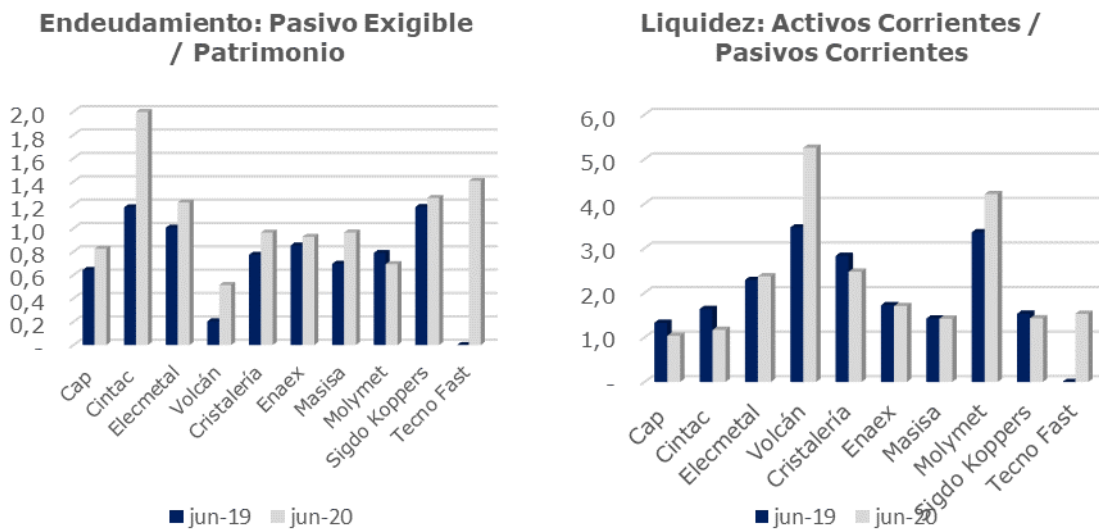
* Cap, Cintac, Masisa y Molymet presentan variaciones positivas de sus flujos en 403%, 527%, 562% y 530% respectivamente (se limita a -100% y 400% para efectos visuales del gráfico)



En cuanto a la deuda financiera del sector, que a junio de 2020 llegó a US\$ 5.018 millones, se observa un crecimiento, que sin considerar Tecno Fast⁶, es de 21,7%. Los mayores incrementos se dan en Volcán (656%), Cintac (78,4%) y Elecmetal (47,6%). Importante es señalar que el aumento del endeudamiento en algunos casos, por ejemplo, Elecmetal responde a la decisión de las empresas de fortalecer su liquidez. En este escenario, una evolución distinta muestra Molymet que redujo sus pasivos financieros en 14,1%.

Lo anterior, como era de esperar, llevó a un aumento en el endeudamiento relativo del sector, medido como la relación entre pasivo exigible y patrimonio. Así, el promedio simple de los ratios, sin considerar Tecno Fast, subió, en forma moderada, de 0,8 veces en junio de 2019 a 1,0 vez en junio de 2020.

Por otra parte, se puede observar un leve fortalecimiento de la liquidez del sector, que ya era adecuado a junio de 2019. De esta forma, medido como promedio simple y sin considerar a Tecno Fast, la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes pasó de 2,2 a 2,3 veces entre el primer semestre de 2019 y de 2020.

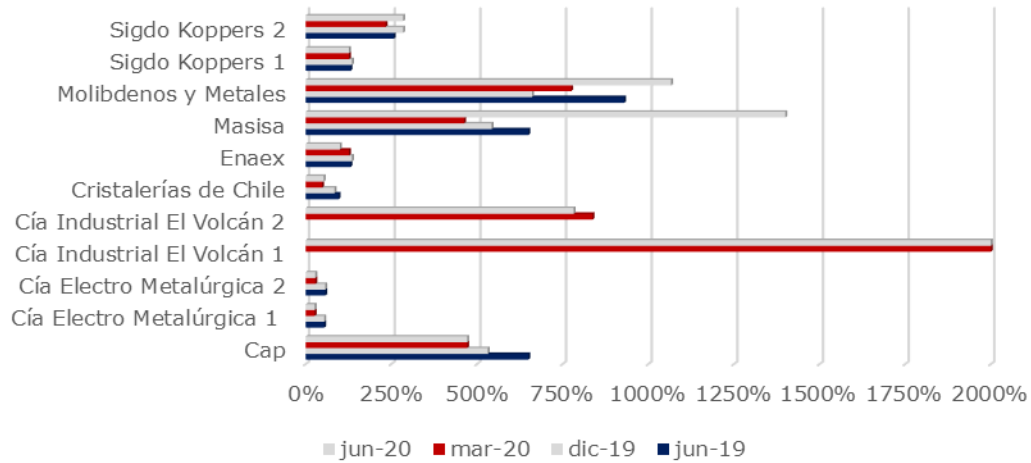


En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento, y tampoco se espera que se produzcan en el corto plazo. Todas las empresas del sector presentan un elevado exceso entre indicador y *covenant*, siendo el más reducido de un 26%.

⁶ Tecno Fast no tiene EEFF públicos a junio de 2019 (y los terminados a junio de 2020 no compara su balance con junio de 2019). En todo caso, dada la baja importancia relativa de la empresa dentro del sector, su omisión no genera distorsiones relevantes (la deuda financiera a junio de 2020 representa el 1,9% del total).



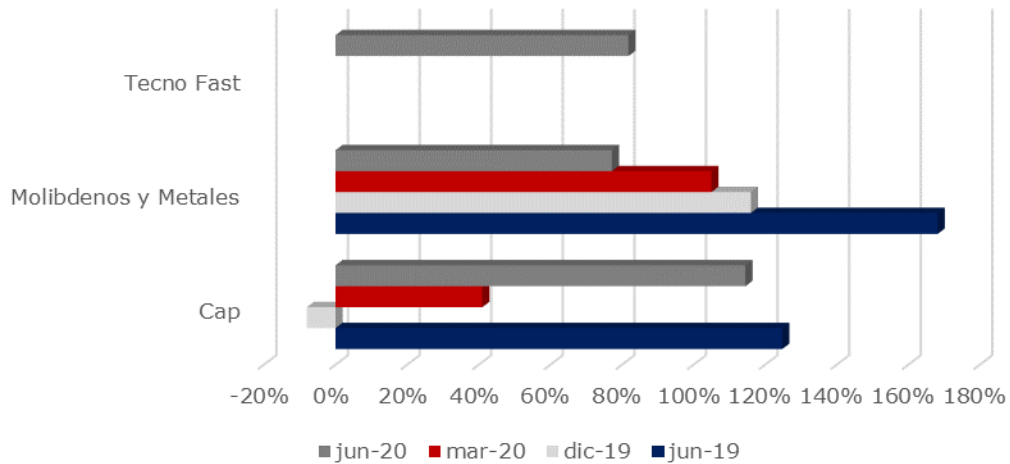
Exceso Covenant Endeudamiento



*El Volcán 1 presenta una variación de 17.600% (se limita a 2.000% para efectos visuales del gráfico)

En cuanto a las empresas que presenta *covenant* relacionados con el Ebitda, también se aprecia una holgura elevada de cumplimiento (77% el menor), estimándose una alta probabilidad que no exista incumplimientos en el corto plazo.

Exceso Covenant Ebitda



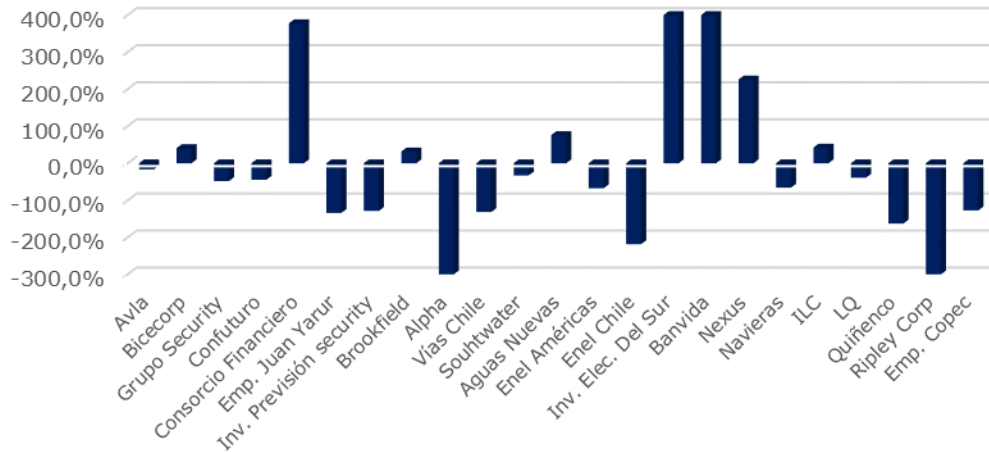


Sector Holding

Empresas Consideradas: Avla, Bicecorp, Grupo Security, Inversiones Confuturo, Consorcio Financiero, Empresas Juan Yarur, Inversiones Previsión Security, Brookfield Infraestructura, Infraestructura Alpha, Vías Chile, Inversiones Southwater, Aguas Nuevas, Enel Américas, Enel Chile, Inversiones Eléctricas del Sur, Banmédica, Nexus, Grupos de Empresas Navieras, Inversiones La Construcción (ILC), LQ Inversiones Financieras (LQ), Quiñenco, Ripley Corp, Empresas Copec.

Este sector es totalmente heterogéneo, por lo tanto, no es muy válido sacar conclusiones grupales. Dado ello se muestran gráficos que exhiben la variación de ingresos entre el segundo trimestre de 2020 y segundo trimestre de 2019. También, indicador de endeudamiento y de liquidez comparativo entre junio de 2019 y 2020.

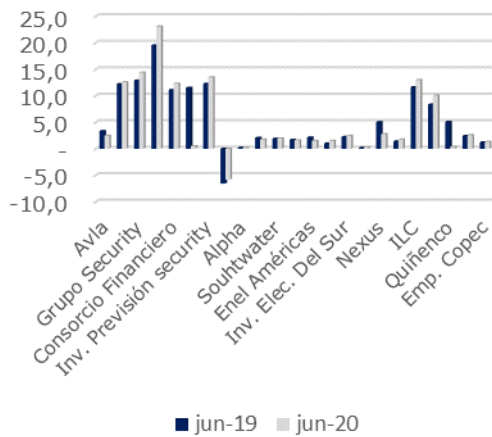
Variación Utilidad: Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



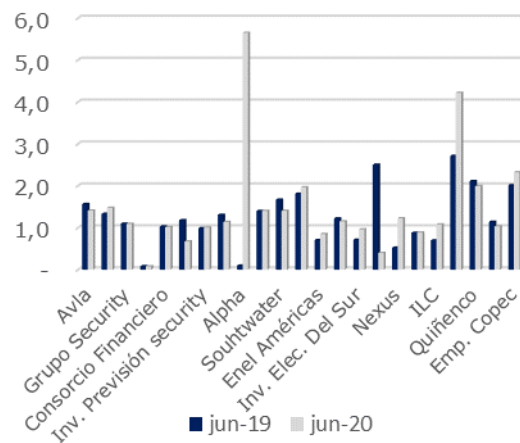
*La variación de la utilidad de Alpha varía un -3.969%, Inv. Eléctricas del Sur 1.096%, Banvida 561% y Ripley Corp. -397% (se limita a -300% y 400% para efectos visuales del gráfico)

Al analizar el promedio simple de los ratios de endeudamiento de las distintas empresas, pasivo exigible sobre patrimonio, se observa una caída del ratio de 5,3 veces en junio de 2019 a 5,0 veces en junio de 2020. En paralelo se observa un fortalecimiento en la liquidez, activos corrientes sobre pasivo corriente, pasando el indicador desde 1,3 a 1,5 veces.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio

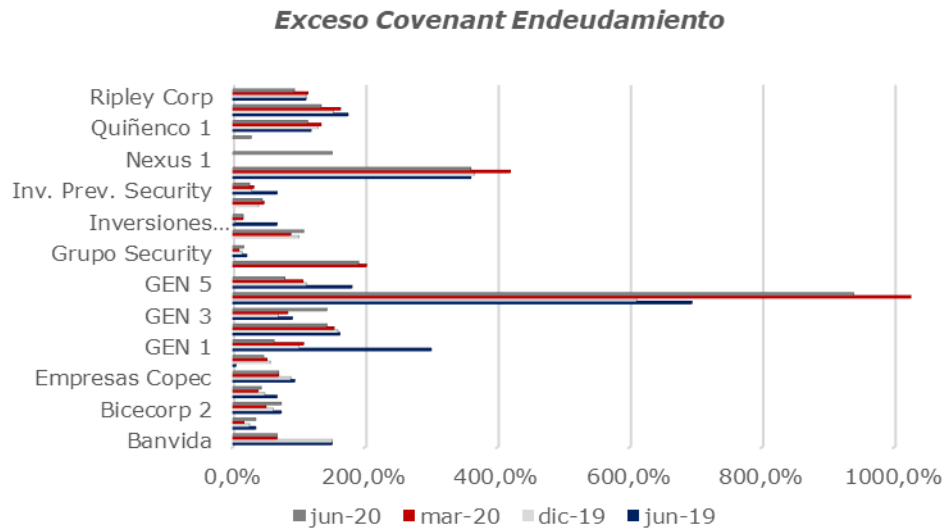


Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

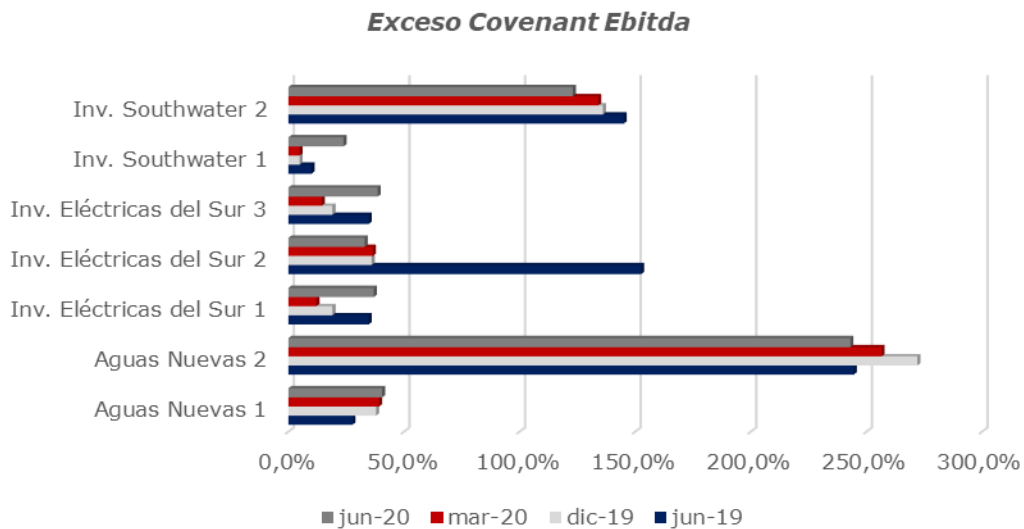




A la fecha no ha habido incumplimiento en los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos); tampoco se espera que ello suceda en el corto plazo. La diferencia más acotada entre indicador efectivo y máximo permitido es de un 25% (Inversiones Previsión Security).



Tampoco se visualizan riesgos significativos de incumplimiento de *covenant* vinculado con el Ebitda. Las menores holgura, de un 23,8%, corresponden a indicadores de Southwater, holding del sector sanitario, menos expuesto a la crisis pandémica





Sector Construcción y Materiales para la Construcción

Empresas Consideradas: Besalco, Echeverría Izquierdo, Moller & Pérez-Cotapos, Ingevec, Salfacorp, Cementos Bío Bío, Cementos Melón, Polpaico, Sodimac

Este sector se ve afectado por cuanto las obras en construcción tuvieron que paralizarse total o parcialmente en períodos específicos. Esta misma situación afecta a los proveedores (menos demanda de materiales). Asimismo, algunas empresas de construcción incluyen el negocio inmobiliario (casas y departamentos), por lo tanto, la crisis conlleva una ralentización en las ventas, tanto por la imposibilidad de visitar los proyectos inmobiliarios como por la mayor incertidumbre económica que, junto con postergar la decisión de compra, tiende a incrementar el costo de financiamiento para la adquisición de viviendas.

El sector, comparado el segundo trimestre de 2020 y 2019, experimentó una caída de sus ingresos de un 28,9%, pero disímil por segmento, así la baja fue de 40,5% para la construcción y de un 21,2% para el rubro materiales para construcción. Cabe notar la regularidad en el descenso en las ventas de las empresas de este último segmento, que tuvieron variaciones negativas entre 20,1% y 24,9%.

Distinta es la situación de las empresas inmobiliarias y de construcción, en donde se tiene sociedades como Echeverría Izquierdo en el que la baja en los ingresos sólo fue de un 13,1% y otras, como Ingevec y Salfacorp, que experimentaron caídas de 49,8% y 56,5% respectivamente. Estas divergencias, se explica, en parte, por las diferencias en los modelos de negocios y en los *mix* de obras; así no es neutro para estas entidades la importancia relativa del negocio inmobiliario, el porcentaje de obras en comunas con menor o mayor restricción y el tipo de mandante para los proyectos de construcción, entre otros factores.

Durante el primer semestre de 2020 el sector tuvo ingresos por US\$ 2.300, distribuidos en un 34,4% para construcción y 65,6% para materiales para la construcción.

Dada la naturaleza de estos negocios, la reducción de los costos ventas estuvieron bastante alineados con la variación en los ingresos, con una caída de un 29, % en términos agregados y de un 40,3% y un 19,4% para el rubro construcción y materiales para la construcción, respectivamente. En relación con los gastos de administración, se observa una reducción importante en el segmento construcción, de un 24,6%, pero menor en materiales para la construcción, de sólo un 0,6% (pero influenciado por el aumento observado en los gastos de Sodimac). Consolidado, la caída de los gastos del sector fue de 3,4%.

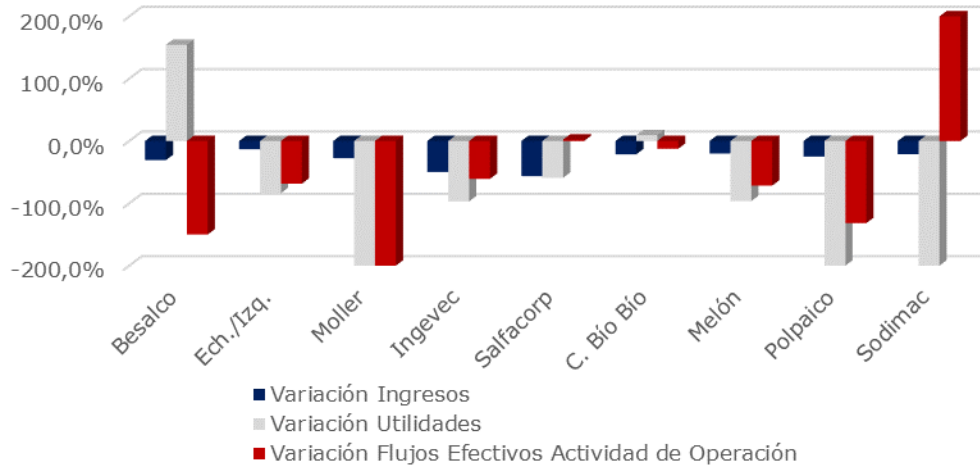
Con todo, el sector en su conjunto tuvo una severísima disminución en sus resultados, del orden del 200%, con situaciones dispares, tanto por segmento como por empresa. Sorpresivamente fue la actividad de materiales para la construcción quien tuvo la baja más pronunciada en sus utilidades, de un 463%; por su parte, construcción vio caer sus ganancias finales en 67,7%.

Dentro de materiales para la construcción, sorprende la baja en resultados de Sodimac, que, comparando el segundo trimestre de 2020 y de 2019, muestra una caída de 635%, explicado por las pérdidas contables que arroja producto de una reducción en el margen del negocio combinado con un incremento en los gastos de administración. Dentro del segmento, Polpaico y Cemento Melón también exhiben fuertes caídas en sus resultados, de 890% y 96%, respectivamente; de hecho, el primero de ellos obtiene pérdidas en el segundo trimestre. En contraposición se tiene a Cementos Bío Bío que incrementó sus utilidades en un 9,4%, lo cual responde a que tuvo un menor deterioro de sus ganancias brutas y, a la vez, al contrario del resto, redujo sus gastos de administración.

En el segmento construcción, las utilidades también, en algunos casos, presentan un comportamiento divergente al de los ingresos y no homogéneo entre las distintas empresas del sector. Caso singular es de Besalco, que teniendo un descenso en los ingresos de un 30,7% logra incrementar sus utilidades en 154%, particularmente por que fue capaz de lograr ahorros superiores al contener costos y gastos. Por otro lado, Moller & Pérez Cotapos, con una caída en los ingresos de 27,6%, experimenta una baja de resultados de un 138%. El resto presenta mayor correspondencia entre debilitamiento de ingresos y de ganancias finales.



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



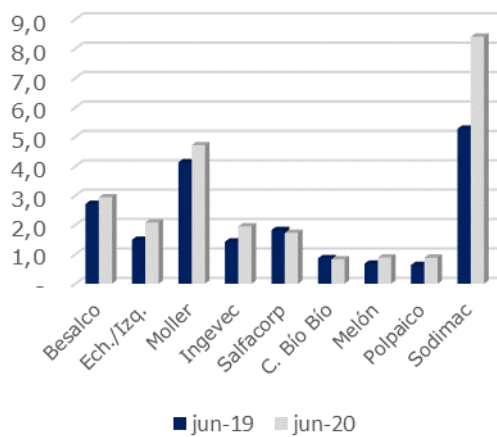
*Moller, Polpaico y Sodimac presentan caídas en las utilidades de 138%, 890% y 636% respectivamente (para efectos de el grafico se acoto en 200% y -200%).

*Moller presenta una caída en su flujo de operación de un 951% y Sodimac presentan un crecimiento en su flujo de operación de 611% (para efectos de el grafico se acoto en 200% y -200%).

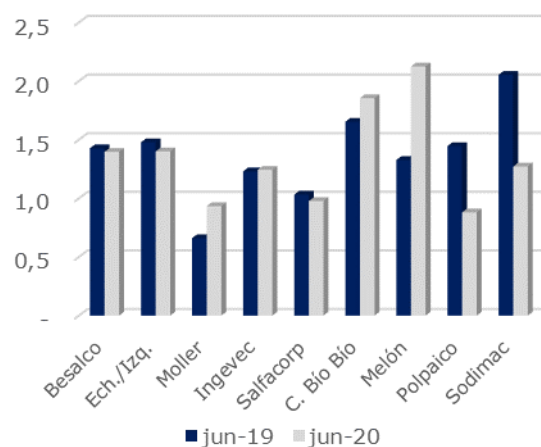
Dado la contracción de las actividades, todas las empresas del sector vieron disminuidos los flujos propios de las actividades de operación y en los casos de Besalco, Pérez Cotapos y Polpaico, incluso fueron negativos. En parte esto explica las necesidades de mayor endeudamiento del sector, el cual incrementó sus pasivos financieros 15,9%, en forma relativamente parecida en ambos segmentos, con alza de 16,7% y 14,7% para construcción y materiales para la construcción, respectivamente. Dado ello, entre junio de 2019 y 2020 los préstamos financieros pasaron desde US\$ 2.364 millones a US\$ 2.792 millones, distribuido en un 54,9% para la rama construcción y un 45,1% para materiales para la construcción.

En consecuencia, el incrementar los pasivos financieros conllevó a un aumento en los ratios de pasivo exigible sobre patrimonio (como promedio simple del sector pasó desde 2,1 a 2,7 veces), pero permitió no debilitar la liquidez de las compañías, medida como la razón entre activos y pasivos corrientes (como promedio simple del sector pasó desde 1,4 a 1,3, veces).

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



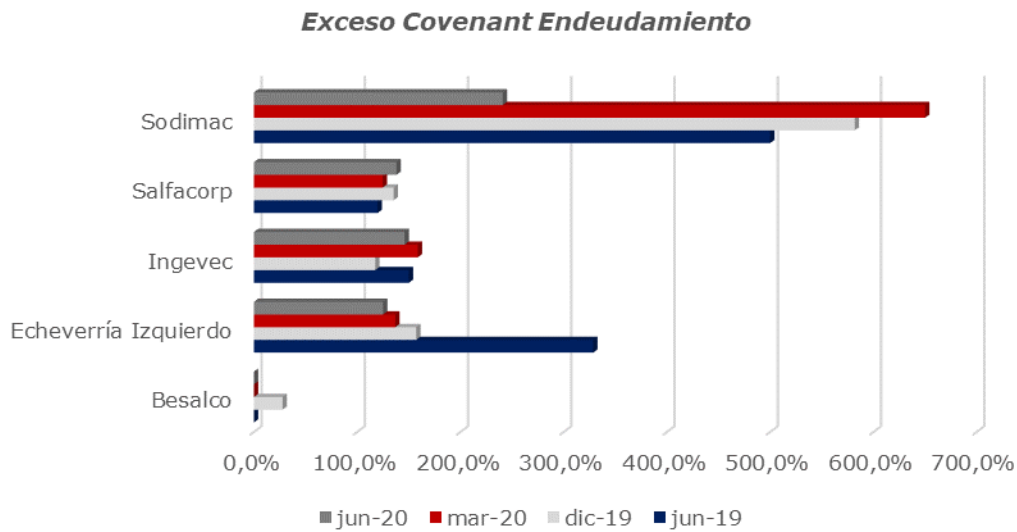
Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento y, en general, se observa holgura en relación

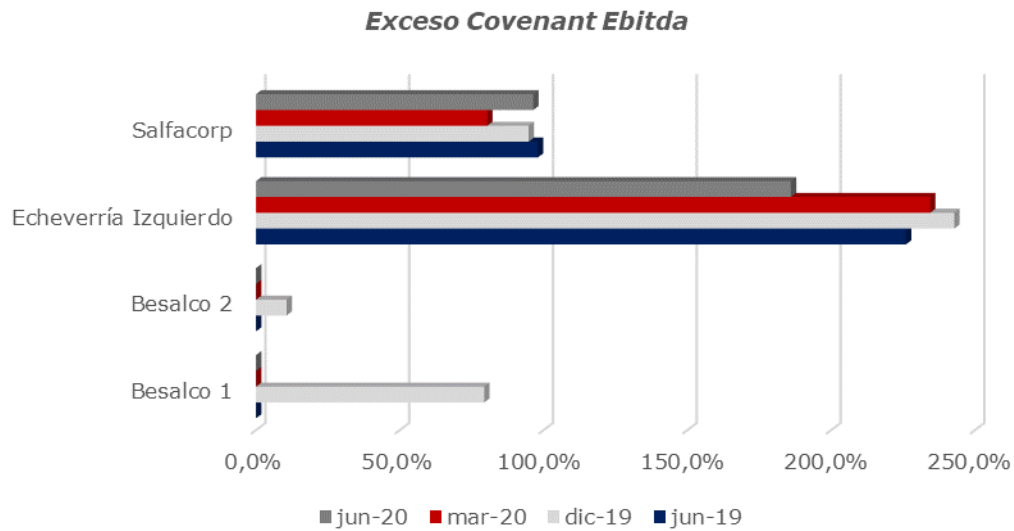


con las exigencias estipuladas en los contratos; aunque en Besalco es más limitada (pero la empresa ha tenido utilidades, de seguir así, su patrimonio no se debilitaría. Además, a junio presente una elevada relación entre pasivo exigible y patrimonio).



*Covenant de Besalco se mide sólo a diciembre

Respecto a las empresas que presentan *covenant* relacionados con el Ebitda, se aprecia adecuados excesos en su cumplimiento, salvo en Besalco.



*Covenant de Besalco se mide sólo a diciembre



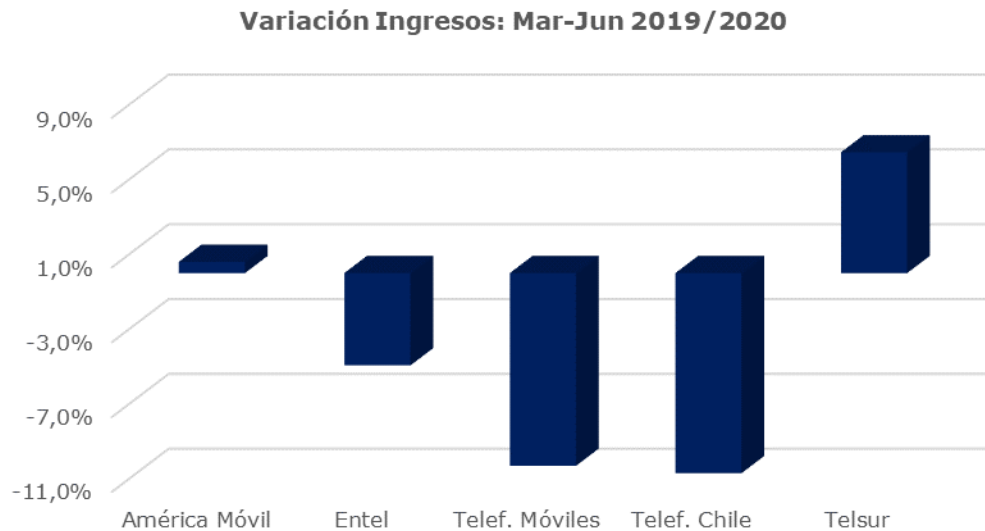
Sector Telecomunicaciones

Empresas Consideradas: América Móvil, Entel, Telefónica Chile, Telefónica Móviles y Telsur.

Dejando de lado las excepciones, telecomunicaciones, como proveedor de internet, telefonía móvil y otros servicios asociados, logra mantener un buen desempeño y no tener efectos significativos por efectos de la crisis provocada en la pandemia.

La crisis causada por el Covid-19 en el sector telecomunicaciones provocó efectos diversos en las empresas de telecomunicaciones que tienen bonos emitidos en el mercado de valores. Así, al comparar el segundo trimestre de 2020 y 2019, se tiene que Telsur incrementó sus ingresos en un 6,5% y América Móvil tuvo una variación marginal de 0,6%. Con bajas en sus ingresos se tiene a Entel, con un 4,9%, y valores superiores en Telefónica Móviles y Telefónica Chile, con descensos de 10,3% y 10,7%. En todo caso, se observa que el sector fue menos sensible a la crisis que la mayoría de los otros sectores⁷, básicamente porque persistió la necesidad de conexión, incluso se puede decir que aumentó a nivel de hogares.

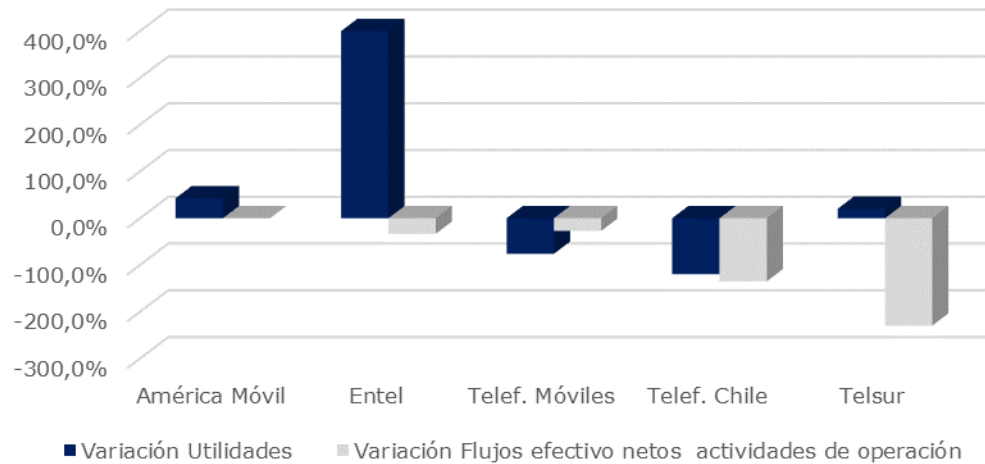
En paralelo, todas las empresas del sector disminuyeron sus costos y gastos, en rangos que van entre 1,0% y 6,0%, con la excepción de América Móvil que en sus gastos los incrementó marginalmente en un 0,6%. Sin perjuicio de ello, los cambios en las utilidades fueron significativos, pero en gran parte debido a los resultados fuera de explotación, lo que se verifica al contrastar la variación de las ganancias finales con las operacionales. El caso más notorio es Entel, entre el segundo trimestre de 2019 y de 2020, vio crecer sus utilidades en 414%, no obstante que su resultado operacional aumentó en cerca de 39%. América Móvil y Telsur incrementaron sus ganancias finales en 42,6% y 20,2%, respectivamente, pero el resultado operacional varió en menor proporción. Por otra parte, Telefónica Móviles que vio caer sus utilidades del ejercicio en 76,1%, tuvo una baja menos pronunciada en lo operacional; Telefónica Chile pasó a pérdidas finales, pero su resultado de explotación fue positivo, aunque reducido.



⁷ Aunque la fluctuación de los ingresos puede obedecer a más factores y no sólo a la pandemia (ello ocurre en todos los sectores, pero es importante destacarlo cuando las variaciones no son elevadas).



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



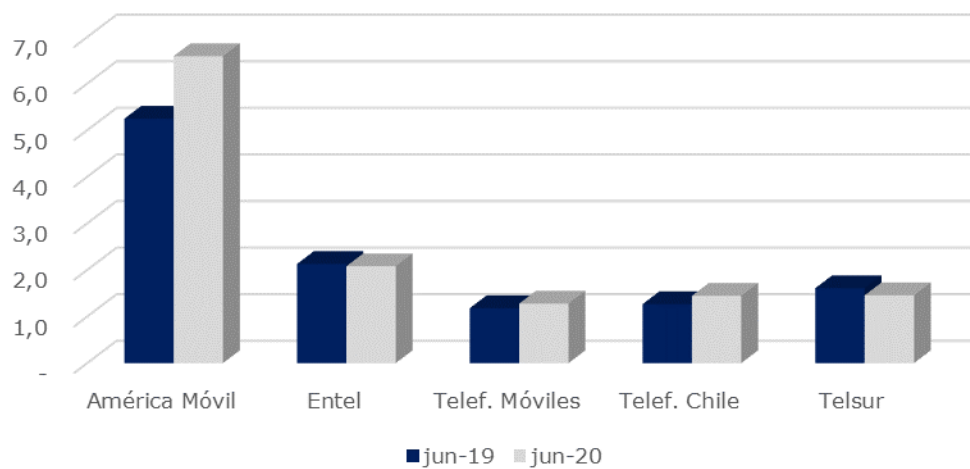
* Variación de utilidad de Entel fue de 415% (para efecto del gráfico se acotó en 400%).

En cuanto a la deuda financiera, salvo Telsur que vio caer este tipo de pasivo entre junio de 2019 y 2020 (1,2%), el resto experimentó un alza en este ítem en variaciones que oscilaron entre 13% y 20%. En todo caso, entre marzo y junio de 2020, Telsur aumentó sus pasivos financieros, mientras las restantes empresas tuvieron bajas entre 3% y 11% o, en su defecto, un incremento menor del 2%.

Dado lo anterior, entre junio de 2019 y 2020 las empresas del sector, salvo América Móvil, mantuvieron relativamente estable su endeudamiento relativo, medido como la razón en pasivo exigible y patrimonio, con cambios sólo marginales, cuando los hubo.

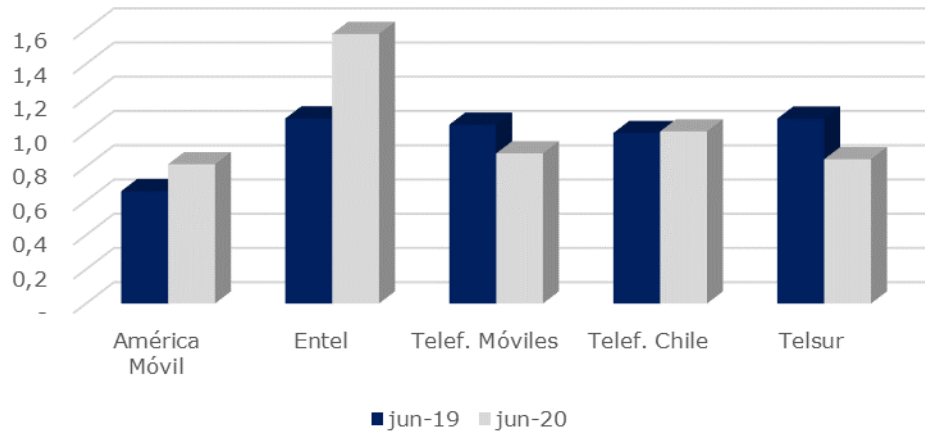
En cuanto a la liquidez, medida como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, se observa que sólo Entel fortalece en forma importante su liquidez al comparar junio de 2019 con junio de 2020. El resto de las empresas mantienen su liquidez o la varía en forma marginal o, al menos, no significativa.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



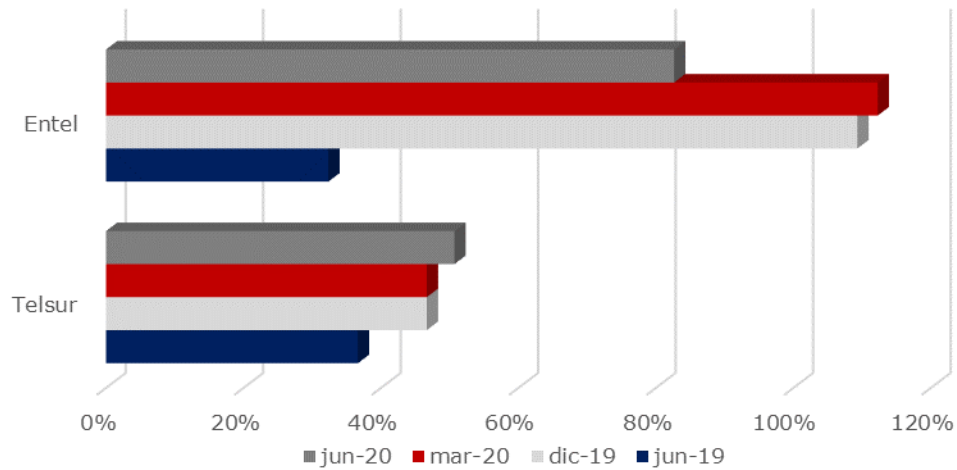


Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes



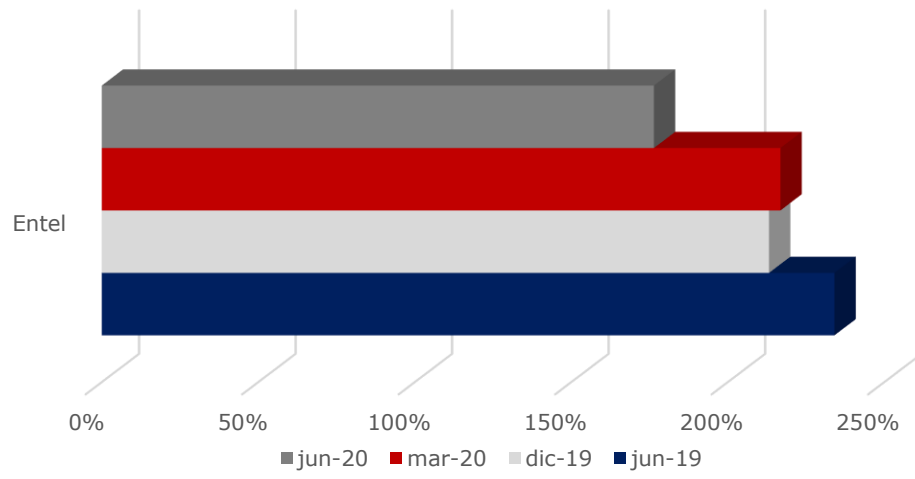
Las empresas del sector que están afectas a *covenant* relacionados con deuda y patrimonio y/o con Ebitda presentan un amplio diferencial entre los valores reales de los indicadores a junio de 2020 y los máximos o mínimos exigidos, según sea el caso.

Exceso Covenant Endeudamiento





Exceso Covenant Ebitda





Sector Eléctrico

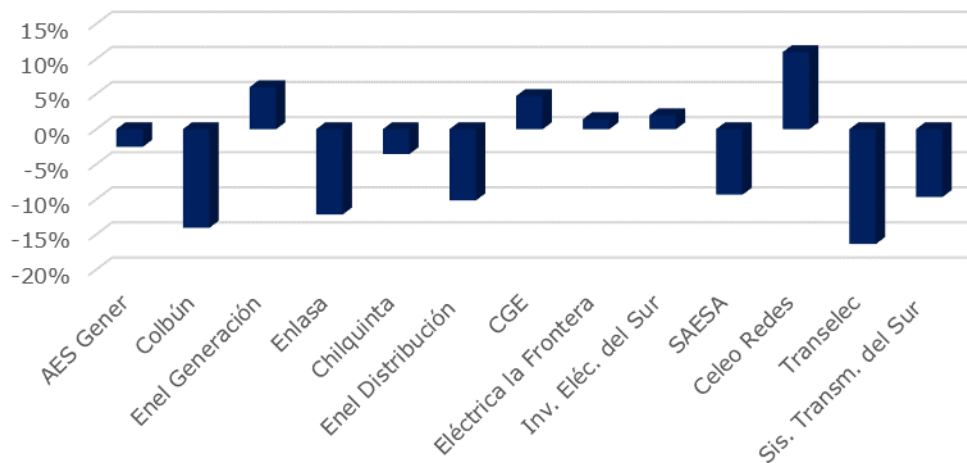
Empresas Consideradas: AES Gener, Colbún, Enel Generación, Enlasa Generación, Chilquinta, Enel Distribución, CGE, Eléctrica de la Frontera, Inv. Eléctrica de Sur, Sociedad Austral de Electricidad, Celeo Redes, Transelec y Sistema de Transmisión del Sur

Dentro del sector, los segmentos distribución y transmisión, presentan ingresos inelásticos a los *shock* económicos, por lo tanto, las variación de relevancia responden a factores diferentes a los provocados por la pandemia. En cuanto a la generación eléctrica, mantiene relativamente su dinamismo como consecuencia de ser el proveedor de la distribución eléctrica.

El sector, comparando el segundo trimestre de 2020 y 2019, tuvo una caída en sus ingresos, de un 3,4%⁸. Descompuesto por sub-sectores, se observa que generación y distribución experimentaron bajas de 3,0% y 2,1%, respectivamente. Por su parte, el segmento transmisión vio caer sus ingresos en 13,5%; sin embargo, se explica por Transelec que tuvo un descenso en sus ingresos de un 16,3% producto de la provisión efectuada por revisión de tarifas, que de haberse efectuado, hubiese significado un crecimiento de 16% (generando, también, un aumento del segmento).

Si bien la variación de los costos y de los gastos del sector se alinean con el cambio en los niveles de ingresos, las utilidades tienen un comportamiento volátil entre las distintas empresas del sector, provocado por situaciones extraordinarias, por ejemplo, en el caso de Chilquinta el reconocimiento de ganancias contables por toma de control, utilidades extras por venta de negocios en Saesa o por la reversión de pérdidas de deterioro de valor activos no financiero en Enel Generación. Sin embargo, si se analiza la variación del resultado operacional, este es de solo de menos 0,3%, siendo el segmento generación el que experimentó la mayor baja, de un -6,6% (lo que es concordante con el hecho que los otros segmentos, distribución y transmisión, presentan mayor estabilidad en sus operaciones).

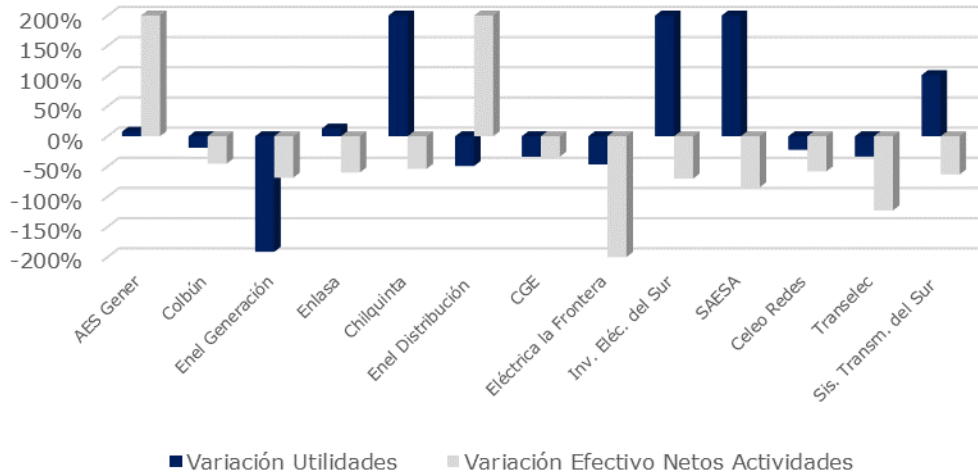
Variación Ingresos: Mar-Jun 2019/2020



⁸ No se considera Inversiones Eléctrica del Sur



Variación Mar-Jun 19 a Mar-Jun 20



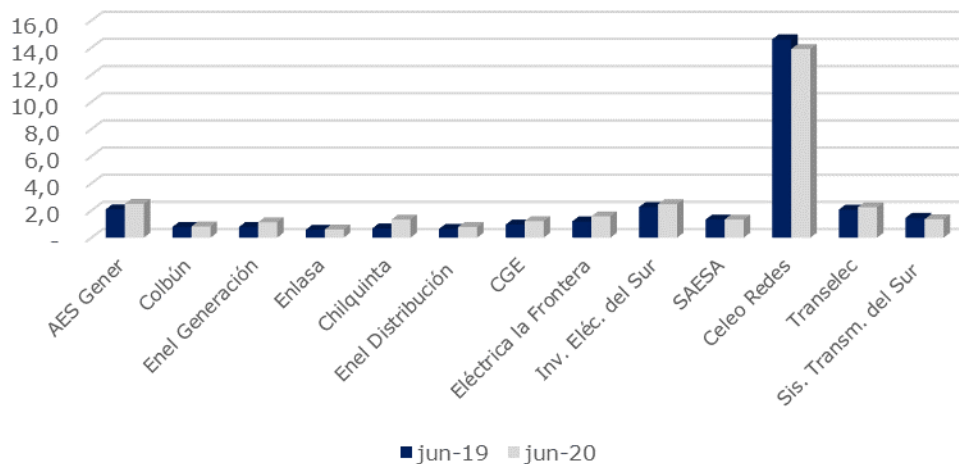
* Variación de flujo operacional de Enel Distribución, AES Gener y Eléctrica La Frontera fue de 987%, 203%, y -268% respectivamente (para efecto del gráfico se acotó en 200% y -200%).
* Variación de utilidad de Chilquinta, Inv. Elec. Del Sur y SAESA fue de 1.216%, 1.096% y 1.038% respectivamente.

En cuanto al endeudamiento financiero, se evidencia que entre junio de 2019 y junio de 2020 los pasivos financieros del sector crecieron en un 9,8%, porcentaje, que con diferencia de bajo margen, se dio en los tres segmentos de la industria. Comparado con marzo, la deuda financiera disminuyó un 4,9%, lo cual se hizo extensible a todo los sub-rubros, pero con mayor intensidad en distribución. Al 30 de junio los pasivos financieros de la industria totalizaron US\$ 12.412 millones, distribuidos en un 59,0%, 18,5% y 22,5% en generación, distribución y transmisión, respectivamente.

Producto de lo anterior, el endeudamiento relativo del sector, entendido como la relación entre pasivo exigible y patrimonio, se mantuvo sin cambios significativos. Si a junio de 2019, el promedio aritmético de la relación de las distintas empresas era de 2,3 veces a junio de 2020 cambio a 2,4 veces.

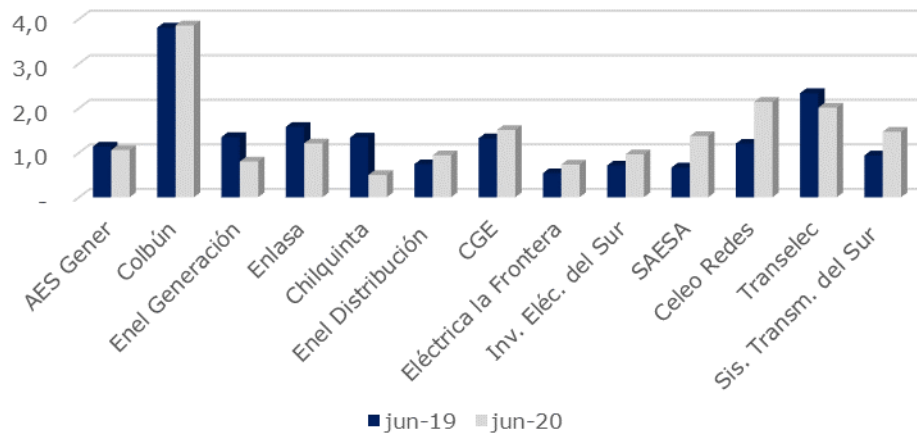
Respecto a la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, se observa que, a nivel de industria, comparando junio de 2019 y 2020, se mantiene la liquidez en 1,4 veces; no obstante, por empresa no existe un comportamiento uniforme.

Endeudamiento: Pasivo Exigible / Patrimonio



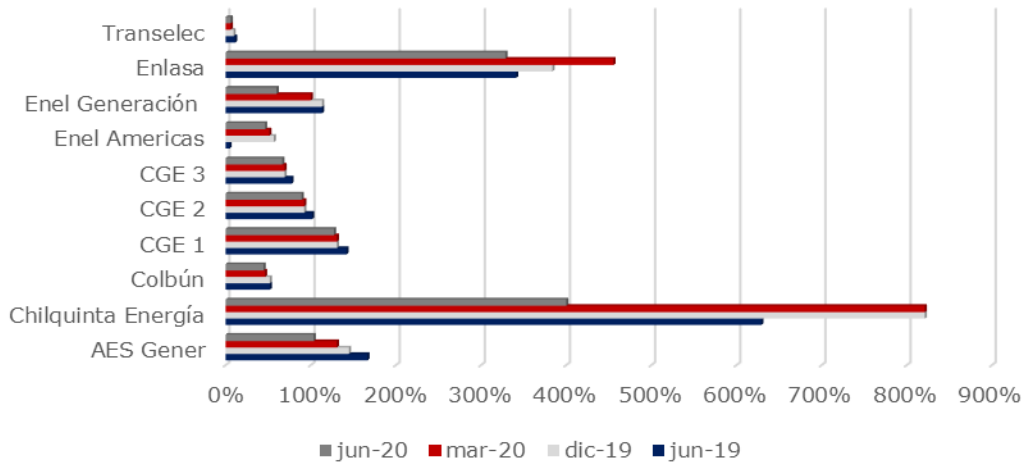


Liquidez: Activos Corrientes / Pasivos Corrientes



En cuanto a los *covenants* relacionados con niveles de endeudamiento y patrimonio (exigidos en las correspondientes emisiones de bonos), no ha habido incumplimiento. Las empresas poseen elevados excedentes entre indicadores exigidos y máximos permitidos, salvo en el caso de Transelec cuya holgura es de 6,1%, pero que no reviste riesgo por cuanto la empresa presenta resultados estables en el tiempo, incluido período de pandemia, y no necesita de mayores niveles de deuda.

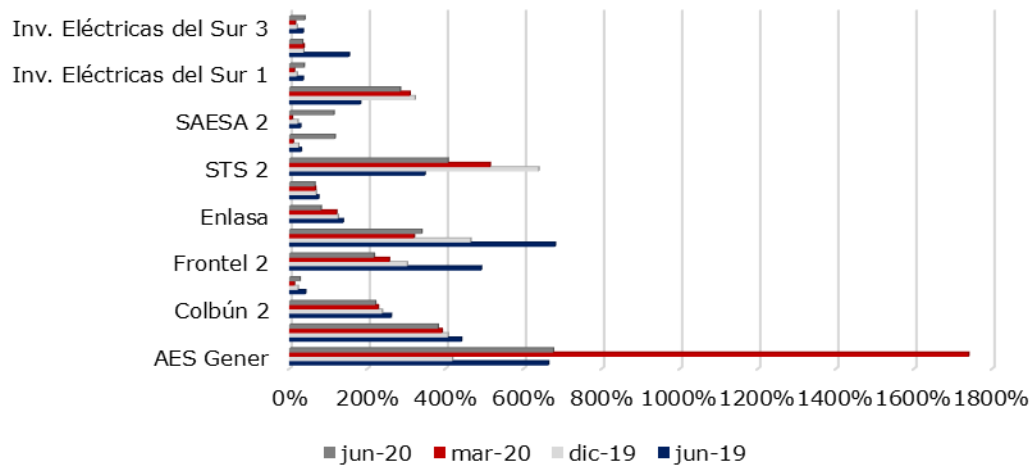
Exceso Covenant Endeudamiento



En relación con los *covenant* asociados al Ebitda, el sector no evidencia dificultades para su cumplimiento; de hecho la menor diferencia entre el indicador real y el máximo exigido es de un 26,4% (Eléctrica la Frontera). Además, debe considerarse que la industria eléctrica, comparativamente, se ha visto poco afectada por la crisis.



Exceso Covenant Ebitda



* A marzo de 2020 AES Gener tiene una holgura de 1700%. (para efecto del gráfico se acotó en 700%).