

Resultados Corporativos 4T20: Continúan mejoras graduales de demanda y márgenes, pero impulso se concentra en *commodities*

El balance preliminar de resultados al 4T20 continúa mostrando los impactos en consumo interno y operación, limitados por medidas de control del coronavirus, sumado a la depreciación de monedas locales debido a la incertidumbre económica que ha implicado esta crisis. No obstante, las cifras mejorarían respecto al 2T20 y 3T20, e incluso en relación al 4T19 (afectado por la crisis social), especialmente en sectores como consumo, forestal y *commodities* minero.

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda aumenta 2,8x en pesos (+194,9% a/a en dólares), debido a mejores precios del hierro (CAP), compensando menores precios del litio (SQM). También destacamos el alza en volúmenes de CAP, en donde reportaría niveles de Ebitda no vistos desde el 2013.

- El sector **forestal** exhibiría un alza de 17,9% a/a en pesos (+24,2% en dólares) en su Ebitda, asociado a mayores precios de la celulosa y menores *cash costs*. El segmento de combustibles acotaría las caídas vistas en los trimestres anteriores, mejorando los resultados de Copec.

- En tanto, el sector **consumo** mostraría una mejora de 2,8% a/a en Ebitda. Las embotelladoras presentarían importantes recuperaciones en sus volúmenes respecto al 3T20, sumado a mejoras operacionales, donde destaca la operación de Andina en Brasil. En cuanto a Conchatoro, las exportaciones y el mercado local le permitirían reportar un trimestre de significativo crecimiento.

- En el rubro **telecom & TI** esperamos un menor Ebitda, explicado por una mayor base de comparación por las ventas de torres por parte de Entel. En cuanto a Sonda, sus resultados se verían presionados tras la depreciación de su canasta de monedas y peores resultados en Brasil, Chile y OPLA.

- El sector **eléctrico** tendría una caída en Ebitda en pesos de 6,6% a/a excluyendo los efectos no recurrentes de este trimestre. Los márgenes se vieron potenciados por un *mix* de generación más eficiente, y un costo marginal que se mantuvo contenido. Lo anterior compensó costos de combustibles estables con respecto al mismo periodo de 2019. En la región, el efecto de la pandemia y la depreciación de las monedas continuarían presionando los resultados de Enel Américas.

- En **retail**, el Ebitda se mantendría virtualmente plano (+0,1% a/a), impulsado por una fuerte alza en ingresos en los segmentos de tiendas por departamento, mejoramiento del hogar y supermercados en Chile, luego de los retiros de fondos de las AFP's. Por otro lado, esperamos que un *mix* de ventas en tiendas por departamento que se mantiene menos favorable que en el trimestre comparable, junto a descuentos en el segmento de centros comerciales, mantengan los márgenes bajo presión.

- En resumen, estimamos para la muestra de empresas bajo cobertura un alza de 5% anual en el Ebitda medido en pesos para el 4T20 (excluyendo efectos no recurrentes en eléctricas sería un aumento de 1% a/a), cifra que se ve desfavorecida en parte por la apreciación de 5% a/a en el tipo de cambio de conversión. A nivel de utilidad, se registraría un crecimiento de 5% a/a para la muestra (7% sin *one-off*). Al incluir los resultados preliminares de la banca, la utilidad cae un 5% a/a.

Felipe Jaque S.
Economista jefe
felipe.jaque@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista Sector Financiero,
Retail y Construcción
nicolas.libuy@security.cl

Étienne Célery P.
Analista Sector *Commodities*,
Consumo e Industrial
etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista Sector Eléctrico
paulina.feliu@security.cl

Resultados Estimados 4T20:

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2020 IV-E	2019 IV	Var. %	2020 IV-E	2019 IV	Var. %
SECTOR COMMODITIES M.						
CAP (1)	119,7	-82,9	N/A	329,3	6,0	N/A
SQM (1)	52,3	66,8	-21,7%	151,1	156,9	-3,7%
SECTOR FORESTAL						
CMPC (1)	10,9	-18,6	N/A	273,9	222,8	22,9%
COPEC (1)	109,8	-206,4	N/A	496,0	397,0	24,9%
SECTOR TELECOM. Y TI						
Entel	55.553	314.958	-82,4%	191.333	347.558	-44,9%
Sonda	563	356	58,1%	22.288	27.254	-18,2%
SECTOR CONSUMO						
Andina	52.561	92.464	-43,2%	123.822	123.007	0,7%
CCU	50.064	56.371	-11,2%	120.881	119.766	0,9%
Concha y Toro	22.009	16.176	36,1%	44.353	34.710	27,8%
Embonor	19.713	33.996	-42,0%	37.926	40.655	-6,7%
SECTOR RETAIL						
Cencosud*	133.632	45.795	191,8%	285.940	257.450	11,1%
Cencoshopp	39.960	36.694	8,9%	34.057	46.675	-27,0%
Falabella	79.006	78.845	0,2%	279.029	287.913	-3,1%
Mallplaza	7.532	12.413	-39,3%	36.244	45.115	-19,7%
SMU	17.782	10.440	70,3%	57.776	55.896	3,4%
Ripley	-1.589	31.878	N/A	13.830	13.198	4,8%
SECTOR ELÉCTRICO						
AES Gener (1)**	164,0	-99,5	-264,8%	368,3	220,2	67,3%
Colbún (1)**	80,4	20,6	289,6%	194,4	183,8	5,8%
Engie Chile (1)**	43,6	-31,9	-236,7%	116,8	105,6	10,6%
Enel Américas (1)**	282,8	792,6	-64,3%	871,6	1.023,2	-14,8%
Enel Chile	97.518	89.934	8,4%	261.904	243.862	7,4%
Enel Generación	90.291	67.387	34,0%	179.726	138.586	29,7%
TOTAL MUESTRA	1.278.463	1.217.761	5,0%	3.680.742	3.515.343	4,7%

(1) Resultados en millones de USD (conversión \$711 para el 4T20 y \$748,7 para el 4T19).

* No considera IAS 29.

** Incluye ingreso extraordinario por término anticipado de contrato con BHP, y pérdidas no recurrentes por deterioro de activos y término de contrato con BHP.

Sector Minero: Precios del Hierro Impulsarían a CAP

Tras la recuperación de los volúmenes de **CAP** producto de la normalización de Guacolda II, despachos físicos proyectados en 4.200 ton. (+51,7% a/a) y mejores precios del hierro, esperamos un crecimiento en Ebitda hasta US\$ 329 millones en el 4T20. Este aumento en volúmenes se suma al efecto positivo de los altos precios del hierro, estimando un promedio de US\$126,2 por tonelada en el trimestre, situándolo en niveles no vistos desde el 2013. Respecto del acero, CAP vería un aumento de 16% en ingresos, explicado por mejores precios (+7% a/a) y despachos físicos (+8% a/a), manteniendo pérdidas en Ebitda (-US\$ 19 millones). Finalmente, en procesamiento de acero registraría un crecimiento de 81% a/a en Ebitda, tras mayores precios.

En **SQM**, el menor Ebitda (-3,7% a/a) se explicaría por menores ingresos (-5,6% a/a), aunque crecería en márgenes (+0,7 p.p., totalizando 33,9% de margen Ebitda). El resultado de su negocio de Litio (16% del resultado bruto de la empresa) continuaría presionado, anotando una caída de 50,5% a/a. A pesar del aumento en volúmenes de 63,6% a/a (alcanzando unas 18.000 TM), serían los menores precios (US\$5.250/t.; -42,1% a/a) los que generarían los menores resultados. Cabe mencionar que estos precios serían los menores del 2020, y que a partir del 1T21 se incorporarían las recientes alzas. El resultado de nutrientes vegetales de especialidad crecería 23,6% a/a, producto de mayores volúmenes. El yodo se vería presionado por menores volúmenes (-23,3% a/a) y precios (-1,6% a/a), cayendo 7,2% a/a en el resultado bruto. En el caso de cloruro de potasio y químicos industriales anotaría variaciones de +72,7% y -52,8% a/a, respectivamente.

Sector Forestal: Mayores Precios de la Celulosa Impulsarían Resultados

El sector forestal estaría favorecido por mejores precios de la celulosa y menores *cash costs*, por lo que **Copec** y **CMPC** registrarían crecimientos de 24,9% y 22,9% a/a en Ebitda, respectivamente. Como referencia, los precios promedios del trimestre en China aumentaron 6,5% a/a para fibra larga y 0,8% a/a para fibra corta. No obstante, las alzas de los últimos meses se verían registradas en los resultados de las compañías a partir del 1T21.

Desglosando los resultados de **Copec**, estimamos un crecimiento en el Ebitda para Celulosa Arauco de 56,5% a/a, debido a mejores precios de la celulosa (+3% t/t) y menores GAV (el margen Ebitda crecería 8,6 p.p. a/a, totalizando 26,7%). A nivel desagregado, celulosa anotaría una disminución de ingresos de 2% a/a, con variaciones de precios y volúmenes de -7% a/a y +5% a/a, respectivamente. A la vez, los ingresos de Maderas serían un 12,5% mayores a los del 4T19, aumentando sus volúmenes un 8% a/a. En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda un 34,2% menor al del 4T19, ante la menor actividad y la caída en el precio del petróleo, aunque acotando las caídas previas de volúmenes en Chile. Por último, el Ebitda de Abastible presentaría un aumento de 8,6% a/a.

El mayor resultado de **CMPC** se explicaría por el negocio Forestal y Celulosa, con un aumento en su Ebitda consolidado de 22,9% a/a, con una utilidad de US\$ 10,9 millones (en comparación a US\$ -18,6 millones el 3T19). Los ingresos caerían 4,2% a/a, asociados a menores resultados en el segmento Papeles. En cuanto al segmento principal, Forestal y Celulosa, mostraría un crecimiento de 75,8% a/a en su Ebitda, impulsado por mejores precios de la celulosa y un *cash cost* bajo, asociado a la depreciación del real. Por su parte, los resultados de *Softys* (*Tissue*) caerían 3,8%, producto de un menor precio del papel.

Sector Consumo: Fuerte Recuperación de Volúmenes Se Suma a Crecimiento en Exportaciones

El Ebitda del sector anotaría un alza de 2,8% a/a a nivel consolidado. En cuanto a las embotelladoras, sólo **Embonor** registraría una caída en Ebitda (-6,7% a/a), explicado por una caída de 8% a/a en los volúmenes de Bolivia y a peores márgenes en dicha operación. A pesar de lo anterior, las operaciones en Chile de la compañía y de **Embotelladora Andina**, se verían favorecidas tras el nuevo acuerdo de distribución de cervezas, que les permite mejorar los resultados a costa de un deterioro en los márgenes Ebitda, que serían de 19,4% y 27,6% sobre ingresos, respectivamente. En cuanto a las otras operaciones de Andina, Brasil mostraría una caída de 5,3% a/a en su Ebitda, explicado por la depreciación del real, pero con mejoras en volúmenes (+5,9% a/a), precios (+6,0% a/a en moneda local), costos (-100 pb a/a) y margen Ebitda (+220pb a/a, alcanzando 25,1% sobre ingresos). En Argentina estimamos un crecimiento de 5,8% a/a del Ebitda, tras menores gastos y mayores volúmenes. Finalmente, en Paraguay el Ebitda caería 20,2% a/a tras menores volúmenes y un menor mix, producto de mayores restricciones asociadas a la crisis sanitaria.

En cuanto a **CCU**, la depreciación de la moneda argentina, sobre la cual la empresa no realiza cobertura, se suma a las restricciones impuestas por el gobierno trasandino para realizar alzas de precios, quedando por debajo de la inflación. Estimamos un crecimiento en volúmenes de 3%, lo que le permitiría acotar la caída en Ebitda a un -0,4% a/a. En Chile esperamos un crecimiento de 3,6% a/a del Ebitda, con una caída acotada de 40pb en el margen. Respecto de la utilidad, esta caería 11,2% a/a, donde en este trimestre incorporaría menores resultados en Viña San Pedro en comparación al anterior.

Por último, en **Concha y Toro**, los ingresos aumentarían un 9,7% a/a, principalmente por mayores volúmenes (+9,7% a/a consolidado) y una canasta de monedas positiva (+2,5% a/a). Siguiendo la línea global de consumo de vino, estimamos aumentos en volúmenes en cada una de sus operaciones, destacando Chile Exportación (+11,7% en ventas y +9,3% en volumen) y Chile Doméstico (+8,1% en ventas y +7% en volumen). A nivel de Ebitda, este crecería un 27,8% a/a, tanto por el aumento en la primera línea como por una expansión en el margen bruto de 290 p.b., asociados a un costo del vino bajo en relación a su historia, y que sería un 6% más alto. En cuanto a la Utilidad, esta mejoraría un 36,1% a/a tras un mejor resultado operacional, mejores márgenes y el efecto positivo del tipo de cambio.

Sector Telecom & TI: Operaciones Fuera de Chile Continuarían Presionando Resultados

Sonda presentaría caídas en ingresos de -12,6% a/a, arrastrado por una depreciación de las monedas locales y menores actividades en las operaciones de Brasil y OPLA. Respecto del Ebitda, este caería 18,2% a/a, producto de una disminución de 54% a/a en Brasil, aunque con menores GAV consolidados (-17,1% a/a), llevando al margen Ebitda a un 10,7% (-74 pb a/a). La operación en Chile mostraría una caída de 27,5% a/a en su Ebitda, tras mayores costos (-350pb en margen bruto) e ingresos (-3,0% a/a).

Para **Entel**, esperamos una caída de -34,9% a/a en ingresos y -44,9% en Ebitda, con resultados mixtos en sus operaciones de Chile y Perú, tras una mayor base de comparación asociada a la venta de antenas. En nuestro país, el efecto en la actividad sería menor y le permitiría a la empresa mejorar en ingresos (+2,7%) y Ebitda (+4,0%), sin efecto de ventas de antenas. En la operación en Perú estimamos una caída de 54% a/a en el Ebitda, tras la venta de antenas, aunque mejoraría 520 pb en el margen Ebitda sobre ingresos.

Sector Eléctrico: *Mix* de Generación Más Eficiente Impulsa los Márgenes del Sector

El Ebitda del sector tendría una leve alza de 0,9% a/a, pero al excluir el ingreso extraordinario de AES Gener del 4T20 (término anticipado de contrato con BHP), el Ebitda del sector habría mostrado una contracción de un 6,6% anual. Los márgenes mostrarían resultados mixtos, principalmente por una mayor generación hídrica respecto al 4T19 en reemplazo de energía térmica. Esto se vio apoyado por una caída en el precio del carbón y un costo marginal estable en Chile. Así, las compañías mostraron márgenes Ebitda en torno a 36,0% en promedio (+4,2 p.p. a/a), excluyendo los ingresos no recurrentes.

La generación total en Chile alcanzó 19.654 GWh en el trimestre (+1,6 a/a), siendo un 36,9% generación hidro (+6,6 p.p. a/a), a cambio de una menor generación térmica (40,8% del total y -10,3 p.p. a/a). El costo marginal en la zona central disminuyó 0,5% a/a (US\$35,4/MWh), mientras que en el norte se incrementó 5,8% a/a (US\$37,4/MWh), producto de un *mix* de generación más eficiente y un incremento en el aporte de ERNC en la matriz.

A nivel internacional, la generación mostró condiciones más secas en casi todos los mercados y una recuperación en la demanda por energía eléctrica a lo largo del trimestre, con una crisis sanitaria más controlada, en conjunto con una flexibilización de las restricciones de movilidad. Los precios *spot* disminuyeron en Brasil y Colombia, y aumentaron en Perú en relación al 4T19. A esto se suma una depreciación generalizada en las monedas, sobre todo en Brasil y Argentina.

Por empresa, **Engie Chile** aumentaría su volumen de compra con respecto al 2019, producto de la caída en su generación. Sin embargo, los resultados se verían favorecidos por un leve crecimiento en ventas y un menor gasto de combustibles, debido a la indisponibilidad de centrales en el trimestre. **Enel Generación** disminuiría sus compras de energía gracias al incremento de 6,7% a/a en su generación, lo que impulsaría sus márgenes. **Enel Chile** vería un incremento en su Ebitda, principalmente por un mejor resultado en el segmento de generación y Enel Green Power, que compensarían la caída en el segmento de distribución. Colbún mostró un *mix* más eficiente de generación, con un aporte hidro que significó el 79,9% del total (+33,6 p.p. a/a), lo que junto con un costo marginal contenido, habría contrarrestado el incremento en compras al mercado *spot*. En cuanto a su operación en Perú, ésta se vería normalizada luego de la falla de Fénix en 2019. **AES Gener** muestra una baja en su generación en Chile y Colombia, con una disminución de 4,2% y 30,3% a/a, respectivamente. Esperamos una disminución en las compras *spot* de la compañía, producto de una caída en las ventas en los tres mercados donde opera, lo que mantendría estables sus márgenes. Además, este trimestre se reconocerá otra parte de los ingresos por el término de contrato con BHP. Por último, **Enel Américas** continuaría mostrando una recuperación paulatina en sus resultados, esta vez con una caída en su Ebitda cercana al 15% a/a por la baja demanda por energía eléctrica en los distintos países donde opera.

Sector Retail: A Pesar de Mejoras Importantes, Márgenes se Mantendrían Bajo Presión

El sector *retail* presentaría resultados planos, con un alza de 0,1% a/a en Ebitda. Durante el trimestre vimos una mayor reapertura del comercio, lo que junto con el segundo retiro de fondos de las AFP's, se han traducido en una mejora relevante en términos de las ventas del comercio minorista, registrando variaciones de 19,8% a/a y 25% a/a en octubre y noviembre, respectivamente. A la vez, se mantuvieron las mejoras mostradas en la calidad de las carteras del *retail* financiero, atenuando la presión en los costos por riesgo. Por otro lado, descuentos en el segmento de centros comerciales, junto a un *mix* de ventas que a pesar de que ha mostrado mejoras, se mantiene menos favorable que en 2019 en tiendas por departamento, mantendrían bajo presión los márgenes del sector, aunque mostrando una recuperación frente a los trimestres previos.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto negativo en el resultado de las compañías medidas en moneda local, producto de la depreciación del peso argentino (-25,6% a/a), el real (-23% a/a), el sol (-6,1% a/a) y el peso colombiano (-6,2% a/a), frente a la moneda chilena.

En **Cencosud**, el Ebitda Ajustado (no considera Revaluaciones de Propiedades de Inversión), sin norma IAS29, presentaría un aumento de 11,1% a/a, impulsado por un aumento en ingresos consolidados de 5,1% a/a, con un marcado crecimiento en supermercados y mejoramiento del hogar en Chile (en torno a 25% a/a y 40% a/a, respectivamente) y contrarrestando las presiones provenientes del segmento inmobiliario. Por último, esperamos una mejora en términos de márgenes, impulsado por un menor margen GAV, asociado a los planes de eficiencia que ha implementado la compañía.

Esperamos que **Cencoshopp** presente una caída de -27% a/a en su Ebitda ajustado, afectado principalmente por los descuentos asociados al cierre parcial de su GLA, el que alcanzaría un 85% operativo en promedio. Por su parte, si bien esperamos nuevas provisiones por incobrables, estas se encontrarían por debajo de las registradas un año atrás.

Falabella mostraría una caída en Ebitda de -3,1% a/a, a la vez que los ingresos anotarían un aumento de 5,5% a/a, impulsados por los retiros de fondos de las AFP's en Chile, impactando en todos los segmentos en los que opera. Sin embargo, esperamos que la participación del canal *online*, junto con un *mix* de venta que continuaría menos favorable que en 2019, mantenga los márgenes contenidos. Con todo, estimamos que la utilidad se ubicará en niveles similares al 4T19, con una variación de 0,2% a/a.

Mallplaza presentaría una caída en ingresos de -26,2% a/a, afectado por descuentos a arrendatarios, además del cierre parcial de los centros comerciales, donde esperamos que durante el trimestre registre un 75% de su GLA operativo en promedio. Por otro lado, menores gastos de administración producto de una alta base de comparación, llevarían a una reducción de -19,7% a/a en Ebitda.

Ripley mostraría una mejora de 4,8% a/a en Ebitda (sin considerar gastos por intereses y reajustes), producto de un alza de 5,5% a/a en ingresos, los que estarían impulsados por el segmento *retail* en Chile. Por otro lado, esperamos que los márgenes continúen mostrando presiones como consecuencia de un *mix* de ventas que se mantiene menos favorable que en el 4T19 y gastos de administración asociados a planes de eficiencia.

Por último, **SMU** anotaría un alza en ingresos de 8,1% a/a, impulsados en parte por los retiros de fondos, aunque bajo las cifras del resto del mercado, producto de su alta exposición a ubicaciones céntricas y el canal tradicional. Por otro lado, vemos algunas presiones en su margen bruto producto de una alta base de comparación, lo que sería parcialmente compensado por una mejora en el margen GAV ante mejoras en eficiencias. Con todo, esperamos un alza de 3,4% a/a en Ebitda.

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • @inv_security • (56 2) 2581 5600

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.