

Resultados Corporativos 1T21: Importante mejora en sectores *commodities* y *retail* es compensada en parte por débil desempeño en eléctricas

Aunque al 1T21 continuamos con impactos en demanda interna vinculados a la crisis sanitaria, al ser más acotados respecto a trimestres previos, permitieron desempeños más normalizados en sectores ligados a esta, a lo que se sumó el aumento en los precios de materias primas y mayores eficiencias. Sin embargo, un alto costo de energía y un *mix* de generación menos eficiente, entre otros factores, presionaron los márgenes de las empresas eléctricas, de alto peso en las cifras reportadas, opacando el mayor optimismo del resto de las industrias.

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda aumenta 1,6x en pesos (2x a/a en dólares), debido a mejores precios del hierro y acero para CAP, junto a alzas en los precios del litio en SQM. Los resultados de CAP destacan en la muestra, mientras que los otros segmentos de SQM mostrarían debilidades.

- El sector **forestal** exhibiría un alza de 31% a/a en pesos (+54% en dólares) en su Ebitda, asociado a mayores precios de la celulosa y *cash costs* bajos. El segmento de combustibles acotaría las caídas en volúmenes de los trimestres anteriores, mejorando los resultados de Copec por efectos cambiarios.

- En tanto, el sector **consumo** mostraría una mejora de 2,5% a/a en Ebitda. Las compañías se verían afectadas por una peor canasta de monedas, por lo que serían mayores volúmenes y mejoras en el *mix* de productos los drivers de los resultados.

- En el rubro **telecom & TI** esperamos un mayor Ebitda, explicado por un Ebitda de Entel que se mantendría plano y un crecimiento significativo en Sonda, dados los bajos resultados mostrados en el 1T20, con mejores resultados en todas las operaciones de la compañía a pesar de una desfavorable canasta de monedas.

- El sector **eléctrico** tendría una caída en Ebitda en pesos de 25,6% a/a excluyendo los efectos no recurrentes de este trimestre (-15% en dólares). Los márgenes se vieron afectados por un *mix* de generación menos eficiente, un costo marginal que mostró un incremento de 50% en la zona central y una normalización en costos de combustibles con respecto al 1T20. 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 mostraría un alza de 11,7% a/a, impulsado por un buen desempeño 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 menores costos por riesgo en el *retail* financiero y una baja actividad promocional atenúen las presiones provenientes de descuentos en el segmento de centros comerciales y un *mix* de ventas y canal más desfavorable en tiendas por departamento.

- En resumen, estimamos para la muestra de empresas bajo cobertura un alza de 10% anual en el Ebitda en pesos para el 1T21 (excluyendo el efecto no recurrente en AES Gener sería un aumento de 6% a/a), cifra que se ve desfavorecida por la baja de 15% a/a en el tipo de cambio de conversión. A nivel de utilidad, más que se duplicarían las ganancias obtenidas en el 1T20, lo que se acotaría levemente al incluir los resultados preliminares de la banca (ver tabla).

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 y
Telecom&TI
paulina.feliu@security.cl

Resultados Estimados IT21:

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2021 I-E	2020 I	Var. %	2021 I-E	2020 I	Var. %
SECTOR FINANCIERO (1)						
Itaú Corpbanca	90,222	27,130	232.6%			
Bci	148,950	94,830	57.1%			
Banco de Chile	162,492	136,882	18.7%			
Santander	183,970	144,014	27.7%			
SECTOR COMMODITIES M.						
CAP (2)	199.3	-0.6	-	484.5	77.9	-
SQM (2)	63.4	45.0	40.9%	152.3	133.0	14.5%
SECTOR FORESTAL						
CMPC (2)	80.3	-148.5	-	369.9	221.6	66.9%
COPEC (2)	206.2	6.4	-	634.5	428.8	48.0%
SECTOR TELECOM. Y TI						
Entel	20,895	-22,463	-	173,780	172,697	0.6%
Sonda	5,749	8,006	-28.2%	24,333	14,565	67.1%
SECTOR CONSUMO						
Andina	40,391	40,062	0.8%	99,892	103,959	-3.9%
CCU	35,018	32,234	8.6%	100,843	90,729	11.1%
Concha y Toro	9,016	7,863	14.7%	23,926	22,328	7.2%
Embonor	17,339	18,768	-7.6%	36,248	37,418	-3.1%
SECTOR RETAIL						
Cencosud (3)	126,597	-42,310	-	307,365	241,202	27.4%
Cencoshopp	34,695	35,438	-2.1%	38,840	49,032	-20.8%
Falabella	41,423	16,875	145.5%	239,882	211,498	13.4%
Mallplaza	11,133	22,614	-50.8%	44,960	58,399	-23.0%
SMU	4,795	6,901	-30.5%	55,292	53,914	2.6%
Ripley	-8,668	-11,995	-27.7%	12,394	11,696	6.0%
SECTOR ELÉCTRICO						
AES Gener (2) (4)	161.7	76.0	112.6%	332.0	162.1	104.8%
Colbún (2)	30.9	43.7	-29.2%	131.0	172.4	-24.0%
Engie Chile (2)	-11.9	25.6	-	67.3	99.1	-32.1%
Enel Américas (2)	187.8	208.1	-9.7%	751.5	848.5	-11.4%
Enel Chile	43,566	70,993	-38.6%	157,071	195,343	-19.6%
Enel Generación	19,209	62,420	-69.2%	76,376	106,447	-28.2%
TOTAL MUESTRA	1,614,240	833,847	93.6%	3,501,051	3,195,485	9.6%

(1) Resultados preliminares
(2) Resultados en millones de US\$ (conversión: \$721,8 para el IT21 y \$852,0 para el IT20)
(3) No considera IAS 29
(4) Incluye ingreso extraordinario por término anticipado de contrato con BHP

Sector Minero: Precios del Hierro y Acero Continuarían Impulsando a CAP

A pesar de las paralizaciones que afectaron a **CAP** en los primeros meses del año, los elevados precios del hierro, y más recientemente del acero, le permitirían a la compañía continuar con los niveles de crecimientos de los últimos dos trimestres. Como comparación, en el IT20 el precio promedio reportado de hierro fue de US\$ 85/t, mientras que del acero fue US\$ 631/t. En el IT21 estimamos precios en torno a US\$ 165/t para el hierro, con un *cash cost* bajo pero mayor al trimestre anterior de US\$ 53/t. Por el lado de los volúmenes, y producto de las paralizaciones, estimamos despachos por 4 millones de toneladas (vs 4,6 millones en el 4T20), y esperamos que en los siguientes trimestres la compañía logre alcanzar el mismo nivel que en el 2020. El Ebitda de Hierro crecería hasta los US\$ 420 millones, con un margen de 64%. Producto de los mejores precios, estimamos que el segmento de Acero continúa su camino a la rentabilidad, con un Ebitda positivo de US\$ 22 millones, tras 8 trimestres de pérdidas. A nivel consolidado, el Ebitda alcanzaría US\$ 485 millones, mientras que la utilidad los US\$ 199 millones.

En **SQM**, el crecimiento en Ebitda (+14,5% a/a) se explicaría por mayores ingresos (+22,5% a/a), aunque a un menor margen (-2,2 p.p., totalizando 31,7% de margen Ebitda). El resultado de su negocio de Litio (18% del resultado bruto de la empresa en el 2020) mostraría crecimientos en precios, proyectando en promedio unos US\$ 7.230/t (-3,8% a/a). A pesar de un aumento en volúmenes significativo (alcanzando unas 19.800 TM), somos cautos con el despegue de los precios, que si bien son mejores al 4T20, estimamos que las mayores alzas se incorporen en el segundo trimestre. El resultado bruto de nutrientes vegetales de especialidad crecería 43% a/a, producto de mayores volúmenes. El yodo se vería presionado por menores volúmenes y precios, cayendo 30% a/a en el resultado bruto. En el caso de cloruro de potasio y químicos industriales anotaríamos variaciones de -14,1% y +315% a/a, respectivamente.

Sector Forestal: Mayores Precios de la Celulosa Se Incorporan en Resultados

El sector forestal estaría favorecido por mejores precios de la celulosa y *cash costs* bajos, permitiéndoles a **Copec** y **CMPC** crecimientos de 48% y 66,9% a/a en Ebitda, respectivamente. Como referencia, los precios promedios del trimestre en China aumentaron +45% a/a para fibra larga y +32% a/a para la fibra corta. Como anticipamos, las alzas de los últimos meses se verían registradas en los resultados a partir del IT21, y proyectamos que impulsarían los resultados hasta el 2022.

Desglosando los resultados de **Copec**, estimamos un crecimiento en el Ebitda para Celulosa Arauco de 70,7% a/a, debido a mejores precios de la celulosa y mejoras en los GAV (el margen Ebitda crecería 6,3 p.p. a/a, alcanzando 25,4%). A nivel desagregado, celulosa anotaríamos un aumento de ingresos de 35,9% a/a, con variaciones de precios y volúmenes de +34,6% a/a y -3,1% a/a, respectivamente. A la vez, los ingresos de Maderas serían un 24,7% mayores a los del IT20, principalmente por mejores precios y volúmenes al alza (+4% a/a). En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda un 21,2% mayor a/a, ya que a pesar de una leve caída de 3,8% en el volumen consolidado- la menor desde el comienzo de la pandemia -, la apreciación del peso chileno produciría un efecto positivo en resultados.

El mayor resultado de **CMPC** se explicaría por el negocio Forestal y Celulosa, con un aumento en su Ebitda de 128% a/a. A nivel consolidado, el Ebitda crecería 66,9% a/a hasta los US\$ 370 millones, mientras que la utilidad llegaría a US\$ 80 millones, revirtiendo las pérdidas del año anterior. Tissue tendría una caída de Ebitda de 5% a/a por mayores costos, mientras que el de Biopackaging aumentaría en un 6% a/a, asociado a mayores volúmenes.

Sector Consumo: Canastas de Monedas Negativas, Positivos Efectos de *Mix* y Crecimiento en Volúmenes Marcarían los Resultados

El Ebitda del sector anotaría un alza de 4,3% a/a a nivel consolidado. En cuanto a las embotelladoras, tanto **Embonor** como **Embotelladora Andina** registrarían caídas en Ebitda (-3,1% y -3,9% a/a, respectivamente), debido a efectos negativos asociados a la depreciación del real y la apreciación del peso chileno. A pesar de lo anterior, las operaciones en Chile de ambas compañías 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, además de ver un impulso adicional en el precio promedio asociado a un mejor *mix* en relación al trimestre anterior y por el acuerdo de distribución. En cuanto a las otras operaciones de Andina, Brasil mostraría un crecimiento de 5% a/a en su Ebitda, explicado por mejoras en volúmenes (+3% a/a), aunque compensados por menores precios en CLP (-13% a/a), llevando la operación a un margen Ebitda de 19,8%.

En cuanto a **CCU**, si bien la depreciación de la moneda argentina arrastra parte de los resultados, esperamos buenas noticias respecto a precios, los cuales crecerían por sobre la inflación (+42% a/a estimado). Ello acotaría la caída en Ebitda a un -11% a/a, llegando a un 7,9% de margen sobre ingresos. En Chile, esperamos crecimiento en volúmenes en torno a un 2% anual, aunque creciendo 5% a/a en el precio promedio tras un mejor *mix*, cargado a cervezas de mayor valor. El Ebitda en Chile crecería un 15,6% a/a por los efectos mencionados, con un margen de 23%. A nivel consolidado, el Ebitda crecería un 11% a/a, mientras que la utilidad lo haría en un 7% a/a.

Por último, en **Concha y Toro**, a pesar de una canasta de monedas desfavorable en un 7% a/a, los resultados mostrarían aumentos significativos, aunque en menor medida a los dos trimestres previos. Los ingresos disminuirían un 3% a/a, principalmente por efectos cambiarios. Siguiendo la línea global de consumo de vino, estimamos aumentos en volúmenes en cada una de sus operaciones, destacando Chile Doméstico (+4,3% en ventas y +3% en volumen) y Chile Exportación (-5,5% en ventas y +4% en volumen). A nivel de Ebitda, este crecería un 7,2% a/a, con una expansión en el margen sobre ingresos de 160 p.b., asociados a un costo del vino bajo en relación a su historia y mejoras en el *mix* de productos. En cuanto a la Utilidad, esta aumentaría 14,7% a/a, tras un mejor resultado operacional, mejores márgenes y a pesar del efecto negativo de las monedas.

Sector Telecom & TI: Efectos Cambiarios Continuarían Presionando Resultados

Sonda presentaría una caída en ingresos de -5,3% a/a, arrastrado por una depreciación de las monedas locales y menores actividades en las operaciones de Brasil y OPLA. Respecto del Ebitda, este mostraría un fuerte crecimiento de 67,1% a/a, principalmente por los bajos resultados que mostró la compañía en el IT20. Los GAV consolidados mostrarían una mejora de 1,7 p.p. con respecto al mismo periodo de 2020, llevando al margen Ebitda a un 11,9% (-5,2 p.p. a/a). La operación en Chile mostraría un alza de 43,5% a/a en su Ebitda, tras mayores ingresos (+0,9 p.p. a/a en margen bruto) y una caída en GAV (-1,5% a/a).

Para **Entel**, esperamos un incremento de +7,4% a/a en ingresos y +0,6% en Ebitda, con resultados mixtos en sus operaciones de Chile y Perú, tras los buenos resultados mostrados en el 4T20 y el positivo cambio de *mix* de clientes de prepago a postpago. En nuestro país, los efectos de la pandemia estarían más contenidos y le permitiría a la empresa mejorar en ingresos (+8,1% anual) y Ebitda (+3,2% a/a). En la operación en Perú estimamos una caída de 11,5% a/a en el Ebitda, con ingresos que mostrarían un aumento de 5,9% a/a. Con esto, el margen Ebitda de esta filial mostraría una caída de 290 pb con respecto al IT20.

Sector Eléctrico: *Mix* de Generación Menos Eficiente Perjudica los Márgenes del Sector

El Ebitda del sector tendría una caída de 16,9% a/a, pero al excluir el ingreso extraordinario de AES Gener del IT21 (término anticipado de contrato con BHP), el Ebitda del sector habría mostrado una contracción de un 25,6% anual. Los márgenes mostrarían un deterioro con respecto al mismo periodo de 2020, principalmente por una menor generación hídrica respecto al IT20 y un incremento de la generación en base a diésel. Así, las compañías mostraron márgenes Ebitda en torno a 24,9% en promedio (-4,1 p.p. a/a), excluyendo los ingresos no recurrentes.

La generación total en Chile alcanzó 19.900 GWh en el trimestre (-0,1% a/a), mostrando un *mix* menos eficiente que en IT20, con un incremento significativo (+395,0% a/a) en la generación diésel, que junto con la indisponibilidad de centrales eficientes a carbón durante gran parte del trimestre y la falta de gas natural en el sistema, presionaron el costo marginal promedio, que bordeó los US\$75/MWh. Esto implicaría mayores costos en la compra de energía en el mercado *spot* para las compañías

A nivel internacional, la generación mostró condiciones más secas en casi todos los mercados y una recuperación en la demanda por energía eléctrica, 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 IT20. A esto se suma una depreciación generalizada en las monedas, sobre todo en Brasil y Argentina.

Por empresa, **Engie Chile** disminuiría su volumen de compra con respecto al 2020, producto de un incremento en su generación dada la incorporación de Monte Redondo en jul-20. Sin embargo, los resultados se verían perjudicados por un mayor gasto en compras de energía, debido a la indisponibilidad de CTA. **Enel Generación** incrementó sus compras de energía producto de la caída de 2,5% a/a en su generación, lo que presionaría sus márgenes. **Enel Chile** vería una disminución en su Ebitda, principalmente por un peor resultado en Enel Generación y en Enel Distribución, producto de la pandemia. **Colbún** mostró una caída anual de 18,7% en su generación, con un *mix* menos eficiente dado el incremento anual de +277,7% en su generación diésel, lo que junto con el alza en el costo marginal, habría incrementado el costo de compras al mercado *spot*. En cuanto a su operación en Perú, ésta se vería normalizada luego de la indisponibilidad de Fénix en el IT20. **AES Gener** muestra una baja de 4,8% anual en su generación en Chile y un crecimiento de 282,8% en la generación de Colombia, tras la normalización de la operación en Chivor. Esperamos un alza en las compras *spot* de la compañía, producto de la indisponibilidad de Campiche durante el trimestre, lo que afectaría sus márgenes. Además, este trimestre se reconocerá otra parte de los ingresos por el término de contrato con BHP. Por último, **Enel Américas** mostraría una caída anual de 11,4% en su Ebitda, como consecuencia de las medidas tomadas por los distintos países para controlar la crisis sanitaria.

Sector Retail: Segmentos Retail en Chile Impulsarían Resultados

El sector *retail* presentaría resultados positivos durante el trimestre, con un alza de 11,7% a/a en Ebitda. El impulso vendría principalmente de un buen desempeño en los segmentos *retail* en Chile, junto a algunas mejoras en eficiencia. Los segmentos *retail* en Chile se han visto favorecidos luego de los retiros de fondos de las AFP's junto a bajos niveles de actividad promocional, lo que se ha traducido en una mejora relevante en términos de las ventas del comercio minorista, registrando un crecimiento de 6,5% en el trimestre móvil a febrero, y atenuando las presiones en márgenes producto de un mix de ventas y de canal más desfavorable en tiendas por departamento. Por su parte, se mantuvieron las mejoras en la calidad de las carteras del *retail* financiero, aminorando la presión en los costos por riesgo. Por otro lado, descuentos en el segmento de centros comerciales, mantendrían bajo presión los márgenes del sector, mostrando un desempeño similar al 4T20.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto negativo en el resultado de las compañías medidas en moneda local, producto de la depreciación del peso argentino (-38% a/a), el real (-27% a/a), el sol (-16% a/a) y el peso colombiano (-10% 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 27,4% a/a, a pesar de una caída de -2,4% en ingresos e impulsado por un destacado desempeño en supermercados y mejoramiento del hogar en Chile, donde mostraría una mejora en ingresos en torno a 23% a/a y 37% a/a, respectivamente, contrarrestando las presiones provenientes del segmento inmobiliario. Por último, esperamos una mejora relevante 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 -20,8% a/a en su Ebitda ajustado, afectado principalmente por los descuentos aplicados a los arrendatarios junto al cierre parcial de su GLA, lo que se traduciría en una caída de -15,5% a/a en ingresos. Por su parte, esperamos que los gastos de administración se mantengan contenidos, producto de menores provisiones por incobrables.

Falabella mostraría un alza en Ebitda de 13,4% a/a, a la vez que los ingresos anotarían un aumento de 1,3% a/a, impulsados por los segmentos *retail* en Chile. Por su parte, esperamos que bajos niveles de actividad promocional atenúen el aumento en la participación del canal *online*, junto con un *mix* de venta que continúa menos favorable que su trimestre comparable.

Mallplaza presentaría una caída en ingresos de -18,8% a/a, afectado por descuentos a arrendatarios, además del cierre parcial de los centros comerciales. Por su parte, esperamos costos operacionales en línea con los trimestres previos y menores gastos de administración. Con todo, alcanzaría una reducción de -23% a/a en Ebitda.

Ripley mostraría una mejora de 6,0% a/a en Ebitda (sin considerar gastos por intereses y reajustes), producto de un repunte en el segmento *retail* en Chile y menores gastos en provisiones en el segmento de *retail* financiero. Por otro lado, esperamos que los márgenes continúen mostrando presiones en el segmento *retail*, a pesar de una menor actividad promocional, como consecuencia de un *mix* de ventas que se mantiene menos favorable que en el IT20, junto con la mayor penetración del canal *online*.

Por último, **SMU** anotaría un alza en ingresos de 1,5% a/a, impulsado por un alza en las ventas en supermercados en Chile, 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 compensado por una mejora en el margen GAV ante mayores eficiencias. Con todo, esperamos un alza de 2,6% 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.