

Resultados Corporativos 1T23: Segmentos vinculados a demanda interna golpean cifras del trimestre

Después de varios trimestres sostenidos por sectores ligados a materias primas, finalmente en esta entrega de resultados se haría más tangible el impacto de la baja en consumo discrecional a nivel local, las fuertes presiones en márgenes que aún implican los altos costos de energía (por rezagos de inventarios) y una elevada inflación. En este contexto, destaca la resiliencia de los segmentos supermercados y centros comerciales, junto a un sector eléctrico que se alivia gracias a la buena hidrología de meses previos. No obstante, industrias ligadas a demanda interna acrecientan las caídas en resultados, poniendo la nota de cautela respecto al futuro manejo de inventarios y posibles actividades promocionales.

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda disminuiría -3,4% a/a en pesos (-6,1% a/a en dólares), debido a una alta base comparativa en el caso de CAP, mientras que SQM tendría un trimestre con precios de litio aún elevados, pese a volúmenes que caen respecto al 4T22.
- El sector **forestal** exhibiría una variación de -29% a/a en pesos (-31% en dólares) en su Ebitda, asociado a menores precios de la celulosa y volúmenes que caen año con año. Los resultados de CMPC se mantendrían planos respecto al 1T22, pero con el reconocimiento de ingresos no operacionales que impulsarían la utilidad neta. Caso contrario al de COPEC que internalizaría un menor ingreso en su segmento de paneles y celulosa.
- El sector **industrial** (conformado únicamente por Vapores) tendría una caída en utilidad de -73% en pesos (-73,8% a/a en dólares), ante menores tarifas navieras que se han observado a medida que se regulariza la congestión portuaria global.
- En tanto, el sector **consumo** mostraría una caída de -8,7% a/a en Ebitda, sólo con Embotelladora Andina mostrando crecimientos. En el sector, si bien veremos mejoras en precios, esperamos que presiones en volúmenes, alzas en costos y mayores gastos operacionales compriman el Ebitda, a la vez que mayores costos financieros disminuirían las utilidades.
- El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría una mejora de 2,9% anual, a pesar de la enajenación de dos filiales de Enelam. En Chile, la mejora en resultados se debió, por un lado, a la mejor hidrología, y por otro a la baja en los precios de combustibles, que aunque sólo fue asimilada parcialmente por las compañías, permitió aliviar en cierta medida la presión en costos dentro un escenario de altos costos marginales por el rezago en inventarios y fallas de centrales importantes en el sistema.
- En **retail**, el Ebitda mostraría un retroceso de -22,2% a/a, el cual se vería afectado por el deterioro en resultados de segmentos discrecionales en Chile, siendo parcialmente compensado por la resiliencia del segmento de Supermercados y mejoras por el lado de Centros Comerciales.
- El sector **real estate** registraría un crecimiento de 9,5% a/a en Ebitda, impulsado por el crecimiento de los ingresos en línea con la inflación, contrarrestando las menores ventas en segmentos discrecionales en Chile y mayores costos operacionales.
- **En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura una caída de 10% anual en el Ebitda en pesos al 1T23. A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca, se registraría una baja de -35,5% a/a, valor que se ajusta a -39% a/a al excluir al sector bancario. Durante este trimestre se incorpora una depreciación de sólo 3% a/a en el tipo de cambio local.**

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

Nicolás Libuy I.
Jefe de Renta Variable
nicolas.libuy@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
(Sector Commodities e Industrial)
roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina R.
Analista de Inversiones
(Sector Retail & Real Estate)
felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
(Sector Eléctrico)
juan.vicencio@security.cl

Resultados Estimados IT23:

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2023 I-E	2022 I	Var. %	2023 I-E	2022 I	Var. %
SECTOR FINANCIERO (1)						
Itaú Corpbanca	74.783	106.146	-29,5%			
Bci	170.910	186.736	-8,5%			
Banco de Chile	265.951	290.750	-8,5%			
Santander	135.681	235.608	-42,4%			
SECTOR COMMODITIES M.						
CAP (2)	38,0	137,0	-	202,0	366,2	-44,8%
SQM (2)	831,0	796,0	4,4%	1.256,0	1.186,6	5,8%
SECTOR FORESTAL						
CMPC (2)	374,0	251,0	49,0%	463,0	466,0	-0,6%
COPEC (2)	73,0	641,0	-88,6%	518,0	959,0	-46,0%
SECTOR CONSUMO						
Andina	44.038	32.999	33,5%	127.247	121.378	4,8%
CCU	39.970	64.544	-38,1%	120.615	135.126	-10,7%
Concha y Toro	2.963	17.677	-83,2%	15.546	32.050	-51,5%
SECTOR RETAIL						
Cencosud (3)	181.114	194.617	-6,9%	398.887	384.679	3,7%
Falabella	-34.952	72.534	-	145.310	292.153	-50,3%
SMU	27.008	49.801	-45,8%	67.865	65.271	4,0%
Ripley	-17.875	11.382	-	-13.263	27.674	-
SECTOR REAL ESTATE						
Cencoshopp	55.619	39.534	40,7%	67.388	60.725	11,0%
Mallplaza	26.251	21.278	23,4%	73.788	68.314	8,0%
Parque Arauco	8.952	6.430	39,2%	40.530	36.927	9,8%
SECTOR ELÉCTRICO						
Colbún (2)	75,0	47,6	-	195,4	145,6	34,2%
Engie Chile (2)	22,3	3,8	-	92,0	68,5	34,3%
Enel Américas (2)	317,0	365,9	-13,4%	1.090,0	1.165,8	-6,5%
Enel Chile	57.889	60.342	-4,1%	168.150	165.512	1,6%
Enel Generación	36.826	45.611	-19,3%	77.741	71.579	8,6%
	0	0	0,0%	0	0	0,0%
Vapores (1)	367	1.401	-73,8%	0	0	0,0%
TOTAL MUESTRA	2.776.015	4.306.837	-35,5%	4.384.904	4.895.197	-10,4%

(1) Resultados en millones de USD (conversión \$811 para el IT23 y \$788 para el IT22).

* No considera IAS 29

** Consideramos la desconsolidación de la operación de distribución en Perú en el caso de Enel Américas tras el acuerdo de venta anunciado a inicios de abril. De no efectuarse este ajuste, el Ebitda estimado al IT23 ascendería a USD 1.155 millones.

Sector Minero: Precios de Litio y Yodo Sostienen Buenos Resultados de SQM

Durante el 1T23, los precios de hierro tuvieron fluctuaciones leves durante la mayor parte del trimestre, lo que beneficiaría los resultados de **CAP**. El precio promedio de hierro de ley 62% se ubicó en torno a US\$ 119/ton para el trimestre, lo que implica un aumento aproximado de US\$ 23/ton respecto al 4T22. Esperamos que el precio promedio reportado por la compañía se ubicaría en US\$ 127/ton, con un *cash cost* bajo US\$ 53/ton., lo que llevaría el Ebitda consolidado a un nivel de US\$ 202 millones, con una utilidad para los controladores de US\$ 38 millones (-72% a/a). Cabe destacar también que el segmento acero exhibiría un descenso tanto en volúmenes como en precios, lo que profundiza la desaceleración estimada en los resultados de la firma, generando pérdidas en esta línea de negocios.

En cuanto a **SQM**, el segmento litio mostraría precios de venta mayor que el primer trimestre del 2022, pero con un volumen de venta que cae cerca de 20%, aproximándose a 35 mil toneladas para el trimestre. Estimamos un precio promedio de litio de US\$ 56.400/ton (+49% a/a), dado por un mayor valor vendido de hidróxido en el último periodo y un precio de carbonato que se encontraría a niveles similares, como ya hemos detallado en nuestro Informe de Exportaciones. Así, el segmento litio registraría alzas en su resultado bruto de 14,9% a/a, alcanzando US\$ 1.007 millones, con un pago de royalty que elevaría los costos dentro del trimestre. En cuanto a los otros segmentos, esperamos elevados precios en yodo, similar al cuarto trimestre, aumentando su resultado bruto en un 58% a/a. En nitratos, debido al provisionamiento previo de fertilizantes por parte de los agricultores que se gatilló por la guerra en Ucrania, se ha observado una caída en los precios de este insumo debido al elevado stock que poseen actualmente los clientes, por lo que los precios de venta caerían trimestre contra trimestre. Con todo, estimamos un Ebitda para la compañía de US\$ 1.256 millones (+6% a/a) y una utilidad de US\$ 831 millones (+5% a/a).

Sector Forestal: Caída en Precio Vendido de Celulosa Afectaría Resultados

Las empresas forestales mostrarían un descenso en los precios de venta respecto al cuarto trimestre de 2022. Como referencia, los precios promedio del trimestre en China aumentaron +5% a/a para fibra larga y +18% a/a para la fibra corta, pero cayeron un 2% y un 18% trimestre contra trimestre, respectivamente. La nueva oferta de celulosa ha tenido retrasos en sus inicios, lo que produjo que los precios de celulosa se mantuvieran altos, impactando particularmente a la fibra corta, que ha destacado por estar más ajustado que el de fibra larga.

Desglosando los resultados de **Copelec**, estimamos una caída en el Ebitda para Celulosa Arauco de -54% a/a, debido a precios que, si bien se mantienen elevados en el relativo, se verían afectados por menores volúmenes de venta y una caída relevante en los ingresos del segmento paneles, en línea con la desaceleración de la construcción de nuevas viviendas en E.E.U.U., llevando su margen Ebitda a 22%. A nivel desagregado, celulosa anotaría variaciones de precios y volúmenes de +6% a/a y -25% a/a, respectivamente. En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda que desciende un 37% por un aumento importante de los costos, donde si bien se observa una caída en el precio trimestre contra trimestre, la empresa tendría márgenes similares a los del 4T22, dado que experimentaría nuevamente presiones sobre sus costos dados ciertos inventarios que adquirieron a un precio mayor.

El resultado de **CMPC** se explicaría por mejor operación de los segmentos de Softys y Biopackaging, compensando la caída en precios del área Forestal y de Celulosa. A nivel consolidado, el Ebitda disminuiría un 1% a/a hasta los US\$ 463 millones, mientras que la utilidad llegaría a US\$ 374 millones, con mejor rendimiento de los segmentos de Softys (ex-Tissue), que ha logrado incluir la operación de las nuevas adquisiciones que ha realizado, elevando volumen de ventas, con algún impacto por variaciones en el tipo de cambio en los distintos países de Latinoamérica en que opera. Dentro de los resultados observaríamos ingresos ciertas resoluciones con seguros en Brasil y Chile, reconocidos en última línea.

Sector Industrial: Efecto de la Caída en Tarifas Navieras se Observarían en Resultados

A finales del 3T22, y durante gran parte del 4T22, se observaron abruptas caídas en las tarifas navieras dada la regularización de la cadena logística a nivel mundial. Estos descensos llevaron a que los precios de los fletes se acercaran nuevamente a los observados previos a la pandemia, por lo que veríamos estos efectos reflejándose en los ingresos de Hapag-Lloyd, empresa alemana de la cual **Vapores** es propietaria del 30% y su única inversión.

Esperamos que Vapores refleje una utilidad de US\$ 367 millones en el trimestre, lo que equivale a una caída de -74% a/a.

Sector Consumo: Caídas en Volúmenes Presionarían Resultados

El Ebitda del sector anotaría una baja de -8,7% a/a a nivel consolidado. Dentro del sector, **Viña Concha y Toro** reportaría un descenso de -51,5% a/a en Ebitda, a pesar de un mayor precio promedio (2,3% a/a), afectado por una canasta de monedas desfavorable, una caída de -10,4% a/a en volúmenes, presiones en el margen bruto y mayores gastos de administración y ventas. En cuanto a sus segmentos, el precio promedio de Mercados de Exportación se mantendría plano (moneda local), con volúmenes retrocediendo -13% a/a, ante una mayor debilidad en el mercado europeo. En Chile, el alza de precios rondaría un 8% a/a, con volúmenes bajando -13% a/a. Por su parte, en el margen bruto esperamos una contracción de 3,9 p.p., junto a un alza de 4,4 p.p. en el margen GAV sobre ingresos. La canasta de monedas, por su parte, tendría un desempeño negativo de 4% a/a. Con todo, la viña vería una utilidad disminuyendo -83,2% a/a.

En cuanto a embotelladora **Andina**, veríamos un crecimiento moderado en volúmenes (+3% a/a), junto a un *mix* de precios que seguiría favorable (+9,1% a/a), atenuando el efecto adverso del escenario inflacionario, donde seguimos observando presiones en márgenes por aumentos de costos de insumos, lo que llevaría a una caída de 44 p.b. en el margen bruto, mientras que los gastos de administración y ventas registrarían un deterioro de 110 p.b. La compañía anotaría un alza de 4,8% a nivel de Ebitda comparado con el 1T22. Mientras que su Utilidad mostraría una expansión de 33,5% a/a, contrarrestando mayores pérdidas en el resultado no operacional, ante una menor tasa efectiva en impuestos.

En cuanto a **CCU**, si bien la depreciación de la moneda argentina afectaría en parte los resultados, esperamos aumentos en precios, creciendo un 8,9% a/a, lo que contrastaría con una caída de -2,6% a/a en volúmenes. En Chile, esperamos menores volúmenes en torno a -3% a/a este trimestre, con alzas de 7,5% a/a en el precio promedio. El Ebitda en Chile retrocedería un -13,6% a/a debido principalmente a un alza en los gastos de administración y ventas, con un margen Ebitda alcanzando 16,9% (vs 20,4% al 1T22). En Vinos, los volúmenes mostrarían caídas de -7,5% a/a, mientras que el precio promedio crecería 4,2% a/a, con una expansión de 17 p.b. en margen Ebitda. Así, a nivel consolidado, el Ebitda caería un -10,7% a/a (-305 p.b. de margen Ebitda), mientras que la utilidad ajustaría un -38,1% a/a.

Sector Eléctrico: A Pesar de Altos Costos Marginales, el Sector Logra Mantener Márgenes Gracias a un Alivio en Precios de Combustibles

El Ebitda del sector mostraría una mejora de 2,9% a/a, debido principalmente a la baja en los precios de combustibles y a una mejor hidrología durante el segundo semestre del 2022, que permitió mantener un *mix* de generación eficiente durante la primera parte de 2023. Sin embargo, las compañías no pudieron asimilar por completo la reducción en los precios de los combustibles de los últimos meses por aún contar con inventarios de alto costo. Esto, junto a fallas en centrales importantes para el sistema, mantuvieron el alto nivel de costo marginal registrado a fines del año pasado (US\$108/MWh 1T23 vs. US\$77/MWh 1T22), lo que permitió sólo una leve mejora en márgenes. A nivel de sector, esperamos se refleje un margen similar a lo que se mostró durante el mismo trimestre de 2022.

La generación total en Chile alcanzó 20,8 TWh en el trimestre (+1,6% a/a), mostrando un *mix* ligeramente más eficiente que en 1T22, principalmente por las favorables condiciones hidrológicas (+9% a/a de generación hidráulica), y también por el incremento de 12% en la generación con ERNC (en particular +22% a/a solar), lo que permitió reducir el uso de energías térmicas. Aunque el gas mostró un incremento de +26% a/a, el carbón cayó -37% a/a, para un descenso total de la generación térmica del -10% a/a.

A nivel internacional, la buena generación hidráulica de Brasil permitió mantener los costos marginales en mínimos regulatorios, beneficiando tanto al segmento de generación como de distribución. En Perú, aunque hubo una disminución en la generación hidro de -4% a/a, esta fue más que compensada por el alza en energía termo de 31% a/a, resultando en un aumento de la generación total de 6% anual, donde el *mix* menos eficiente fue compensado por la caída en el precio internacional del gas natural. En Colombia, el buen desempeño operacional gracias a la mejor generación hídrica se vio mermado por la depreciación de su moneda.

Por empresa, aunque **Engie Chile** tuvo una caída en generación neta de -17% a/a, los ingresos aumentarían en un 31% por el alza en tarifas y demanda de clientes regulados, mientras que los costos de combustibles mostrarían un incremento de 25% a/a, debido a problemas de suministro de gas con su proveedor, lo que la compañía compensó adquiriendo gas de la filial de *trading* de su grupo, aumentando los costos de esta línea. Esto, finalmente se traduciría en un crecimiento Ebitda de 34%, pero conservando un margen similar con respecto al 1T22. **Enel Generación** presentó una caída en producción de -12%, al completar su proceso de descarbonización con la salida de Bocamina II durante el segundo semestre de 2022. Este descenso se vio aliviado por el alza en la generación hidro de 8% y un aumento en generación de EGPC de +32% a/a (la que vende a Enel Generación), amortiguando el aumento en su exposición al mercado *spot*. A pesar del ajuste en los precios de los combustibles, no esperamos reducciones relevantes en los precios de los contratos por estar mayormente indexados al IPC de EEUU. Con lo anterior, y la exclusión del segmento transmisión tras su venta, esperamos que **Enel Chile** muestre una ligera alza en el Ebitda respecto al 1T22, con un leve deterioro en margen. Por su parte, **Colbún** mostró un alza en generación de 6% a/a, potenciado por el aumento de 19% a/a en su generación hidráulica y 46% a/a ERNC, permitiéndole lograr un *mix* más eficiente, lo que se traduciría en un aumento relevante en su Ebitda, además de una mejora de +4 p.p. en este margen. Por último, para **Enelam**, la caída en desempeño de distribución se explicaría por la venta de su filial Goiás (Brasil) en 2022, que vendría a ser contrarrestada por el mejor rendimiento proveniente del segmento de generación, principalmente por su operación en Perú, lo que le permitiría, a pesar de una baja en su Ebitda, mostrar una mejora en su margen. Cabe señalar que, ante el acuerdo de venta de su negocio de distribución en Perú, la compañía desconsolidaría esta operación a partir de este ejercicio, por lo que no lo incluimos en nuestra estimación de Ebitda. Si no se efectuara el ajuste, el alza de 2,9% a/a esperado para el Ebitda del sector subiría a 6,9%, mientras que para Enelam, la mejora en margen de 0,3 p.p. pasaría a ser un repunte de 2,2 p.p.

Sector Retail: Mayor Deterioro en Segmentos Discrecionales Presionaría Resultados

El sector *retail* registraría una caída de $-22,0\%$ a/a en Ebitda, afectada principalmente por el mayor deterioro en resultados de los segmentos de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar, siendo parcialmente compensada por la resiliencia del segmento de Supermercados y el buen desempeño de Centros Comerciales. A nivel local, los segmentos *retail* más discrecionales continuarían la tendencia negativa vista en los últimos trimestres como consecuencia de una demanda interna más débil, mayores presiones en el mercado laboral y elevados niveles de inflación. A raíz de lo anterior, gran parte de los segmentos experimentarían presiones en márgenes ante mayores dificultades en el traspaso de precios y mayores niveles de actividad promocional en algunos segmentos producto de elevados niveles de inventario, mientras que veríamos deterioros en ingresos año contra año lo que resultaría en una menor dilución de gastos por parte de las compañías. Por otro lado, el segmento financiero registraría mayores presiones ante un empeoramiento en los indicadores de calidad de cartera y un mayor costo por riesgo, como resultado de una menor liquidez, junto a los factores mencionados anteriormente.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto mixto en el resultado de las compañías medidas en moneda local, producto de apreciación del real brasileño ($+1,1\%$ a/a) y la depreciación del peso colombiano ($-17,4\%$ a/a), mientras que el sol peruano se mantuvo relativamente plano ($+0,2\%$ a/a) frente a la moneda chilena.

En **Cencosud**, el Ebitda Ajustado (sin Revaluaciones de Propiedades de Inversión ni norma IAS29), presentaría un aumento de $3,7\%$ a/a, junto con una mejora de $17,7\%$ en ingresos e impulsada por Centros Comerciales, el segmento de Supermercados y la incorporación de Giga y The Fresh Market a los resultados consolidados, los cuales contrarrestaron las caídas en los segmentos más discrecionales. En términos de margen bruto, este sería similar al visto en el mismo periodo el año anterior, mientras que el margen GAV aumentaría 32 p.b. como consecuencia de mayores gastos operacionales y una base de comparación más desafiante.

Falabella registraría un Ebitda de \$145.310 millones ($-50,3\%$ a/a), a la vez que los ingresos anotarían una caída de $-17,4\%$ a/a, afectada por un deterioro en resultados en los segmentos de Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento en Chile ($-21,2\%$ a/a y $-16,9\%$ a/a respectivamente), siendo parcialmente compensados por mejoras en el segmento bancario en Chile y Centros Comerciales ($+20,4\%$ a/a y $+8,8\%$ a/a respectivamente). Por otro lado, esperamos un descenso en margen bruto de alrededor de 4,9 p.p. ante un mayor costo por riesgo en el *retail* financiero, junto a mayores dificultades en el traspaso de aumentos en costos y mayor actividad promocional en algunos segmentos.

Ripley mostraría un Ebitda con pérdidas por \$13.263 millones, producto de mayores caídas en el segmento *retail* en Chile ($-18,0\%$ a/a) y Perú ($-7,5\%$ a/a en moneda local). Por el lado del margen bruto, esperamos que las presiones continúen ante una mayor dificultad en el traspaso de precios y niveles de inventario por sobre su historia, los cuales se traducirían en una mayor actividad promocional.

Por último, **SMU** anotaría un alza en ingresos de $5,2\%$ a/a, impulsado por un incremento en las ventas en supermercados en Chile, mientras que esperamos leves mejoras en términos de margen bruto. Los GAV crecerían $7,6\%$ a/a, ante mayores costos relacionados al arriendo de locales y salarios. Con todo, esperamos un alza de $4,0\%$ a/a en Ebitda, mientras que la utilidad vería una caída de $-45,8\%$ a/a producto de una alta base de comparación que considera la venta de Ok Market.

Sector Real Estate: Carácter Defensivo Destacaría Frente al Mayor Deterioro del Consumo

El sector *real estate* registraría un crecimiento de 9,5% a/a en Ebitda, impulsado principalmente por la normalización de las operaciones y el crecimiento de los ingresos en línea con la inflación, compensando las menores ventas en segmentos discrecionales en Chile y los mayores costos operacionales. Si bien, el deterioro en el consumo a nivel local producto de una demanda interna más débil y mayores presiones en el mercado laboral continuarían generando presiones en los ingresos variables de las compañías, el impacto sería limitado, ya que alrededor del 85% de los ingresos provenientes de los contratos es fijo e indexado a inflación, otorgándole un carácter más defensivo al sector. Cabe mencionar que el formato de oficinas presentaría un mayor rezago en términos de resultados como consecuencia de las altas tasas de vacancia en relación con los demás formatos, mientras que por el lado de los costos de ocupación, estos se mantendrían en niveles saludables.

Esperamos que **Cencoshopp** presente un crecimiento de 11,0% a/a en su Ebitda Ajustado junto con un repunte de 10,9% a/a en ingresos, ante una mejora en las condiciones contractuales en relación con el mismo periodo el año anterior, contrarrestando las menores ventas en algunos segmentos del retail y un aumento en los gastos operacionales.

Mallplaza presentaría un alza en ingresos de 11,6% a/a, ante una mayor normalidad en la operación, la cual compensaría las mayores presiones en costos operacionales producto de mayores contribuciones, reavalúos fiscales y un alza de 20,9% en los gastos de administración y ventas. Con todo, el Ebitda vería una mejora de 8,0% en relación con el mismo periodo el año anterior.

Por último, **Parque Arauco** mostraría un aumento de 9,8% a/a en Ebitda, junto con un alza de 10,4% a/a en ingresos e impulsada principalmente por la normalización de sus operaciones en Chile y una mayor madurez de sus centros comerciales en Colombia. Por el lado de los gastos de administración y ventas, veríamos un incremento de 18,4% a/a, llevando a un deterioro de 64 p.b. con relación a los ingresos.