

## Resultados Corporativos 4T21: Pese a Alta Base, Ebitda Logra Aumento Apoyado en Consumo Discrecional y Materias Primas

Considerando una base potenciada por el inicio de las medidas de liquidez, los resultados del 4T21 igualmente mantendrían un alza en términos anuales, en parte gracias a una fortaleza en la demanda interna y precios de materias primas comparativamente favorables. Sin embargo, en algunos sectores se observa una presión mayor a nivel de márgenes debido al alza en costos de materias primas, lo que desaceleraría la tendencia de crecimiento en Ebitda de trimestres previos, convirtiéndose en una antesala de lo que esperamos para 2022.

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda aumenta 13% en pesos (-5% a/a en dólares), debido a menores precios de hierro para CAP, que fueron compensadas por fuertes alzas en los precios en todas las líneas de negocios de SQM. Litio, fertilizantes y cloruro de potasio fueron los que mostraron aumentos relevantes de precios, potenciando el resultado de esta compañía.
- El sector **forestal** exhibiría un alza de 86% a/a en pesos (+56% en dólares) en su Ebitda, asociado a precios de la celulosa en niveles sobre el promedio histórico. El segmento de combustibles continúa recuperando los volúmenes, volviendo a niveles pre pandemia con precios mayores.
- En tanto, el sector **consumo** mostraría un ajuste de -9% a/a en Ebitda. Si bien, se mantuvieron las favorables condiciones de *mix* de precios que apoyaron los resultados del 2T21 y 3T21, se apreciaría un mayor impacto en márgenes producto del alza de costos de insumos.
- En el sector **eléctrico**, el Ebitda mostraría una caída de 9% a/a, con márgenes que se deterioran respecto al mismo periodo de 2020 (salvo en el caso de Enel Américas), principalmente por mayores costos de combustibles y el incremento en el costo marginal del sistema, que prácticamente se duplica respecto al año anterior, compensado levemente con una recuperación de la demanda eléctrica.
- En **retail**, el Ebitda mostraría un alza de 16,3% a/a, impulsado por un buen desempeño en los segmentos *retail* en Chile, luego de las medidas de liquidez y a pesar de una alta base de comparación y un menor resultado en el retail financiero. Por otro lado, esperamos que una baja actividad promocional, un *mix* de ventas en torno a niveles históricos y el término de los descuentos a locatarios permitan recuperaciones de márgenes.
- **En resumen, estimamos para la muestra de empresas bajo cobertura un alza de 14% anual en el Ebitda en pesos para el 4T21, cifra favorecida por el tipo de cambio de conversión del trimestre, que sube de 19% a/a (a dólar estable, la muestra subiría sólo un 3% a/a). A nivel de utilidad, se espera un ajuste de -2% a/a (26% de alza a/a si incorporamos los resultados de los bancos bajo cobertura), aminorada por el débil desempeño no operacional de los sectores eléctrico y retail.**

Felipe Jaque S.  
Economista jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

Nicolás Libuy I.  
Jefe de Renta Variable  
(Sector Financiero, Retail y Construcción)  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

Roberto Valladares R.  
Analista de Inversiones  
(Sector Commodities)  
[roberto.valladares@security.cl](mailto:roberto.valladares@security.cl)

**Resultados Estimados 4T21:**

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2021 IV-E	2020 IV	Var. %	2021 IV-E	2020 IV	Var. %
<b>SECTOR COMMODITIES M.</b>						
CAP (i)	36.5	150.8	-75.8%	177.0	392.8	-54.9%
SQM (i)	167.8	67.0	150.4%	337.5	146.1	131.0%
<b>SECTOR FORESTAL</b>						
CMPC (i)	168.6	87.0	93.8%	416.8	257.2	62.0%
COPEC (i)	433.2	131.7	228.9%	881.5	572.8	53.9%
<b>SECTOR CONSUMO</b>						
Andina	41,804	48,256	-13.4%	103,024	132,610	-22.3%
CCU	49,967	56,403	-11.4%	123,564	126,535	-2.3%
Concha y Toro	25,674	22,664	13.3%	48,098	41,369	16.3%
<b>SECTOR RETAIL</b>						
Cencosud*	193,907	183,541	5.6%	419,941	358,084	17.3%
Cencoshopp	30,918	180,652	-82.9%	61,106	37,690	62.1%
Falabella	212,637	138,294	53.8%	471,775	463,269	1.8%
Mallplaza	28,680	8,519	236.7%	72,771	41,036	77.3%
SMU	26,656	19,958	33.6%	69,218	59,985	15.4%
Ripley	29,442	2,537	1060.6%	65,962	38,123	73.0%
<b>SECTOR ELÉCTRICO</b>						
AES Andes (i)	51.3	155.4	-67.0%	143.3	362.9	-60.5%
Colbún (i)	-105.6	-0.1	N/A	110.3	179.9	-38.7%
Engie Chile (i)	17.3	40.2	-57.0%	74.2	117.5	-36.9%
Enel Américas (i)	268.3	338.4	-20.7%	1,060.3	957.1	10.8%
Enel Chile	54,195	175,193	-69.1%	179,670	276,919	-35.1%
Enel Generación	63,803	142,577	-55.3%	104,943	174,215	-39.8%
<b>TOTAL MUESTRA</b>	<b>1,633,861</b>	<b>1,668,452</b>	<b>-2.1%</b>	<b>4,423,781</b>	<b>3,873,001</b>	<b>14.2%</b>

(i) Resultados en millones de USD (conversión \$844,7 para el 4T21 y \$711 para el 4T20).

\* No considera IAS 29

## Sector Minero: Precios de Productos Operaron Mixtos, Afectando los Resultados

Los precios de los commodities asociados a los negocios de SQM han alcanzado máximos históricos en el trimestre, mientras que para CAP estos experimentaron variaciones mixtas, con un precio del hierro que se estabilizó en torno a US\$ 100/ton. Además, se debe considerar que CAP deberá reconocer los diferenciales de cobros para sus despachos al precio en el puerto de destino, lo que afectará de manera negativa en sus ingresos, debido a la abrupta tendencia a la baja en los últimos meses, pero en menor medida a lo observado en el 3T21. Considerando este efecto, estimamos que el precio promedio reportado por CAP en este trimestre sería de US\$ 72/ton, asociado a su *mix* de productos, lo que es bastante inferior al promedio observado en el mercado. A esto se sumaría un *cash cost* en torno a los US\$ 47/ton., llevando su Ebitda consolidado a un nivel de US\$ 177 millones (-55% a/a), con una utilidad por US\$ 36 millones (-76% a/a). En sus otras líneas de negocios, vemos un comportamiento similar al observado en el 3T21, con precios del acero que se mantuvieron altos en este último periodo debido a una reducción en la producción de las acereras chinas.

En cuanto a SQM, durante los meses de octubre a diciembre se observaron continuos aumentos de precios en los productos de cada uno de sus segmentos de negocios. El alza en el precio del litio en China se haría presentes en los resultados del trimestre, pero en menor medida que lo observado en dicho mercado, donde estimamos un precio promedio de US\$ 12.900/ton. (+143% a/a). Durante el cuarto trimestre se habrían vendido 30 millones de toneladas de litio, acumulando en los últimos 12 meses un volumen de más de 100 millones de toneladas. El segmento litio registraría un fuerte aumento en su resultado bruto de 284% a/a, alcanzando US\$ 120 millones. En cuanto a los otros segmentos, nutrientes vegetales de especialidad (NVE) y cloruro de potasio presentarían aumentos considerables en sus precios de venta, lo que impulsa aún más los resultados consolidados de la empresa, llegando a un Ebitda de US\$ 338 millones y una utilidad de US\$ 168 millones.

## Sector Forestal: Se Internalizan las Caídas de Precios de Celulosa Observadas en China

Pese a las caídas abruptas observadas en el 3T21 en los precios de la celulosa, estas mostraron un freno durante el 4T21, manteniéndose en niveles favorables para las empresas. A lo anterior se suman niveles de *cash costs* contenidos y una recuperación de los despachos, permitiéndoles a **Copec** y **CMPC** crecimientos (en dólares) de 54% y 62% a/a en Ebitda, respectivamente. Como referencia, los precios promedio del trimestre en China aumentaron +13% a/a para fibra larga y +18% a/a para la fibra corta. En este sentido, esperamos que las caídas observadas en los precios de la celulosa a finales del 3T21 y principios de 4T21 debiesen verse reflejadas en parte en este periodo, considerando el rebote de precios en el mercado chino, el cual se ha recuperado por sobre los US\$ 800/t en la fibra larga y los US\$ 600/t en la fibra corta.

Desglosando los resultados de **Copec**, estimamos un crecimiento en el Ebitda para Celulosa Arauco de 170% a/a, debido a la positiva comparación anual en los precios de la celulosa (el margen Ebitda alcanzaría 34%). A nivel desagregado, Celulosa anotaría un aumento de ingresos de 33% a/a, con variaciones de precios y volúmenes de +37% a/a y -3% a/a, respectivamente. A la vez, los ingresos de Maderas serían un 32% mayores a los del 4T20, principalmente por mejores precios debido a una mayor demanda. En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda que crece debido a precios y volúmenes en alza durante el trimestre, aumentando 18% a/a, comportándose de forma similar al 3T21.

El mayor resultado de **CMPC** se explicaría por el negocio Forestal y Celulosa, con un aumento en su Ebitda de 62% a/a. A nivel consolidado, el Ebitda alcanzaría US\$ 417 millones, mientras que la utilidad llegaría a US\$ 169 millones. *Softys (ex Tissue)* tendría una caída de Ebitda de -29% a/a por mayores costos y depreciación de monedas locales, mientras que el de Biopackaging presentaría un incremento de 51% a/a debido a una falta de insumos de la industria (impulsando sus precios), un aumento en su demanda por el recambio de empaques plásticos a empaques de cartón, y una mayor actividad asociada a *e-commerce*, al igual que del comercio exterior.

## Sector Consumo: Alza en Costos Acota Favorable Efecto por *Mix* de Productos

El Ebitda del sector anotaría un ajuste de 9% a/a a nivel consolidado. Dentro del sector, sólo **Viña Concha y Toro** reportaría un aumento a nivel de Ebitda, explicado por una recuperación en sus despachos, eficiencias y una canasta de monedas más favorable. Lo anterior gracias a un costo del vino que comienza a incorporar una buena vendimia con condiciones más positivas que las estimadas previamente, y por precios que crecerían en torno a 18% a/a a nivel consolidado, más que compensando la caída en volúmenes de -3%. En cuanto a sus segmentos, el precio promedio de Mercados de Exportación crecería 12% a/a, con volúmenes cayendo -6% a/a. Chile, por su parte, acotaría las alzas de precios a un 15% en relación al año anterior (tras reportar incrementos de 26-28% anual en trimestres anteriores), con volúmenes creciendo 3%. Cabe mencionar que la compañía ha mantenido los efectos positivos de cambio de *mix* en el trimestre, asociado a mayores ventas de las líneas más premium Principal e Invest. Con todo, la viña vería un alza de 16% en su Ebitda, con una utilidad subiendo 13% a/a.

En cuanto a embotelladora **Andina**, producto de la prevalencia de condiciones de alta liquidez en Chile y del acuerdo de distribución de cervezas, veríamos un nuevo repunte en volúmenes ante un 2020 más afectado por cuarentenas (+8% a/a), además de un *mix* de precios favorable (+14% a/a). No obstante, también se observarían mayores presiones en márgenes por aumentos de costos de insumos, donde esperamos un deterioro de 380 p.b. en el margen bruto. La compañía anotaría un descenso de 22% a nivel de Ebitda comparado con el 4T20, concentrando las bajas en Chile y Brasil. Mientras que su Utilidad caería en torno a 13% a/a, incorporando un mejor desempeño financiero y una tasa de impuestos más normalizada.

En cuanto a **CCU**, si bien la depreciación de la moneda argentina arrastra parte de los resultados, esperamos que se mantengan las buenas noticias respecto a precios, creciendo al menos en línea con la inflación, lo que se sumaría a volúmenes subiendo en el margen. En Chile, esperamos crecimiento en volúmenes en torno a un 8% anual, manteniendo un buen ritmo de precios promedio gracias a un mejor *mix*, al subir 7% a/a, cargado a cervezas de mayor valor. El Ebitda en Chile avanzaría un 4% a/a por los efectos mencionados, con un margen algo superior al alcanzado en el 3T21, llegando a 18,5% (vs 16,3%). En Vinos, los volúmenes se moderarían respecto al 3T21, pero repuntarían 10% en términos anuales, mientras que el precio promedio crecería 8% a/a, empeorando levemente el margen en relación al tercer trimestre. Así, a nivel consolidado, el Ebitda caería un 2% a/a, mientras que la utilidad ajustaría un 11% a/a, principalmente por una tasa de impuestos más elevada.

## Sector Eléctrico: Alza en Costos y Menor Eficiencia Mantendría Presionados sus Márgenes

El Ebitda del sector mostraría una caída de 9% a/a, con márgenes que se deterioran respecto al mismo periodo de 2020, principalmente por mayores costos de combustibles y el incremento en el costo marginal del sistema, que prácticamente se duplica respecto al año anterior, compensado levemente con una recuperación de la demanda eléctrica. En promedio, las compañías mostrarían un margen Ebitda en torno a un 25,8% (-8,8 p.p. a/a) en el trimestre, donde destacan las caídas de más de 20 p.p. a/a de AES Andes y Ener Generación, y el margen marginalmente al alza en Enel Américas (27,1%, +1,1 p.p. a/a).

La generación total en Chile alcanzó 20.614 GWh en el trimestre (+4,8% a/a), mostrando un *mix* menos eficiente que en 4T20, con una caída en la generación hídrica de -34% a/a, que fue compensada con una mayor generación en base a gas natural, energías renovables y diésel (+138%, +37% y +521% a/a). Además de una hidrología seca, la indisponibilidad de algunas centrales eficientes (que caracterizó casi todo el 2021), junto al retraso en el ingreso de proyectos de ERNC y las dificultades en la logística de ciertos combustibles, continuaron presionando el costo marginal promedio del sistema, que bordeó los US\$67/MWh, lo que implicaría además mayores costos en las compras de energía al mercado *spot*.

A nivel internacional, la generación mostró condiciones hidro mixtas en los distintos países, donde destaca la mejor hidrología en Brasil en la última parte del año, traduciéndose en menores presiones en el precio spot, pero algo inverso en Colombia, donde aumenta la generación, pero la matriz se encarece hacia diciembre. En Perú también se observó un mayor costo marginal al adoptarse las nuevas condiciones de precios en el gas. Así, los precios *spot* aumentaron en Perú un 68% a/a, mientras que en Colombia se mostraron estables y en Brasil presentaron una caída en torno a 60% a/a en dólares en relación al 4T20. A esto se suma una depreciación respecto al dólar de las monedas en la región, destacando Argentina y Colombia. En tanto, la recuperación en la demanda por energía ha continuado de la mano de una flexibilización en las restricciones de movilidad.

Por empresa, **Engie Chile** disminuiría su volumen de compras con respecto al 4T20, producto de un incremento de +33% a/a en su generación, aunque con un *mix* menos eficiente. De hecho, pese a la mejora en ventas, los resultados se verían perjudicados por el alza en el costo marginal y mayores precios de combustibles. **Enel Generación** aumentaría sus compras de energía producto de un aumento en ventas, principalmente por la caída de 3% a/a en su generación y la entrada en vigencia del contrato con BHP en ago-21 (hasta 3 TWh/año), lo que sumado a un *mix* menos hídrico, presionarían sus resultados. **Enel Chile** también presentaría una caída en su Ebitda, principalmente por un peor resultado en generación, producto de mayores costos de compra y combustibles, que sería parcialmente compensado por su resultado en Enel Distribución. **Colbún** mostró una caída anual de 4% en su generación en Chile, con un *mix* menos eficiente dado el descenso anual de 53% en su generación hidro, lo que aumentaría los costos de la compañía, aunque en menor medida que el 3T21 gracias a la activación de contratos de gas argentino. En cuanto a su operación en Perú, se observa un ajuste de -5% en su generación, lo que implicaría un aumento marginal en Ebitda a/a. **AES Andes** muestra una baja de 11% anual en su generación en Chile y un crecimiento de 7% en la generación de Colombia. No obstante, se espera una disminución importante en los ingresos de la compañía debido a menores ventas dado el término de contrato con BHP a partir de ago-21 y menores ingresos del acuerdo con la misma empresa, lo que no logra ser compensado por una baja en costos operacionales debido a menores compras de energía. Por último, **Enel Américas** mostraría un incremento anual de 11% en su Ebitda, como consecuencia de la incorporación de EGP Américas a partir de abr-21 y un mejor desempeño en todos los países debido a la recuperación de la demanda eléctrica con el control de la crisis sanitaria.

## Sector Retail: Segmentos Retail en Chile Mantendrían Impulso en Resultados

El sector *retail* presentaría resultados positivos durante el trimestre, con un alza de 16% a/a en Ebitda. El impulso vendría principalmente de un buen desempeño en los segmentos *retail* en Chile y a pesar de una alta base de comparación. Los segmentos *retail* en Chile mantienen el impulso mostrado los trimestres previos, luego de las medidas de liquidez y los 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 19,6% en el trimestre móvil a noviembre, e impulsando los márgenes producto de un *mix* de ventas que se ubica en torno a niveles históricos en tiendas por departamento, acompañado de una recuperación en las ventas de tiendas físicas. Por otro lado, se ha visto un deterioro en la morosidad y el costo por riesgo del *retail* financiero, deteriorando la rentabilidad del segmento. Por último, esperamos un positivo trimestre para centros comerciales, ante el término de la mayor parte de los descuentos a los locatarios y niveles de operación normalizados.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto mixto en el resultado de las compañías medidos en moneda local, producto de la depreciación del peso argentino (-13% a/a) y el sol (-2% a/a), a la vez que el real y el peso colombiano registraron una apreciación de 5% a/a y 2% a/a, respectivamente.

En **Cencosud**, el Ebitda Ajustado (sin Revaluaciones de Propiedades de Inversión ni norma IAS29), presentaría un aumento de 17,3% a/a, con una mejora de 14% en ingresos e impulsado por un destacado desempeño en centros comerciales y los segmentos *retail* en Chile, donde mostraría un repunte en ventas en torno a 20% a/a en supermercados y 9% a/a en mejoramiento del hogar. Por último, esperamos una mejora en margen GAV, asociado a los planes de eficiencia que ha implementado la compañía y una mayor dilución de gastos junto con una recuperación de 33 pb en el margen bruto.

Esperamos que **Cencoshopp** presente una mejora de 62,1% a/a en su Ebitda ajustado, producto de una débil base de comparación y el término de los descuentos a arrendatarios, lo que se traduciría en un alza de 50,9% a/a en ingresos. Por su parte, los gastos de administración se mantendrían contenidos, producto de menores provisiones por incobrables, en línea con los trimestres previos.

**Falabella** mostraría un Ebitda de \$471.775 millones (1,8% a/a), a la vez que los ingresos anotarían un aumento de 12,1% a/a, impulsados por un buen desempeño en los segmentos *retail* en Chile (con una mejora de 21% a/a en tiendas por departamento y 14% a/a en mejoramiento del hogar). Por su parte, esperamos un deterioro en margen bruto ante un mayor costo por riesgo en el *retail* financiero y una elevada base de comparación, contrarrestando el repunte en el segmento de centros comerciales.

**Mallplaza** presentaría un alza en ingresos de 51,7% a/a, ante una base de comparación presionada, el término de los descuentos a locatarios y una mayor normalidad en la operación de los centros comerciales. Por su parte, esperamos costos operacionales y de administración en línea con los trimestres previos. Con todo, el Ebitda se expandiría 77,3% a/a.

**Ripley** mostraría un Ebitda de \$65.962 millones (73% a/a), producto de un fuerte crecimiento en el segmento *retail* en Chile (100% a/a) y un fuerte crecimiento en Perú, ante una débil base de comparación en ese país. Por su parte, esperamos una mejora en los márgenes del segmento *retail*, producto de un *mix* de ventas que se ubicaría en torno a niveles históricos y bajos niveles de actividad promocional.

Por último, **SMU** anotaría un alza en ingresos de 14% a/a, impulsado por un incremento en las ventas en supermercados en Chile, producto de las menores restricciones a la movilidad y las medidas de liquidez. Por otro lado, esperamos algunas presiones en términos de margen bruto. Los GAV, en tanto, mostrarían mayores eficiencias ante una mayor dilución de gastos. Con todo, esperamos un alza de 15,4% a/a en Ebitda a pesar de la mayor base de comparación y ante un buen escenario para el sector en Chile.

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
*felipe.jaque@security.cl*

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
*cesar.guzman@security.cl*

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

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

**Eduardo Salas V**  
Analista de Macroeconomía  
*eduardo.salas@security.cl*

**Roberto Valladares R.**  
Analista de Inversiones  
*roberto.valladares@security.cl*

**Marcos Sandoval H.**  
Analista de Inversiones  
*marcos.sandoval@security.cl*

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

**INVERSIONES** security

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.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS