

Resultados Corporativos 4T22: Notoria presión en márgenes en segmentos vinculados a demanda interna

Aunque los resultados al 4T22 reflejarían un mayor equilibrio en el aporte que entregarían las distintas industrias evaluadas, continuarían reflejando el freno en el consumo discrecional y una menor capacidad de traspaso a precios de presiones derivadas de costos, mermando algunos márgenes. Precios de *commodities* continúan elevados, aunque moderan su base de comparación, mientras que el sector eléctrico se favorece de una mejor hidrología en Chile, pero también de efectos no recurrentes. Industrias más vinculadas a demanda interna se ven más resentidas, destacando la resiliencia del segmento supermercados y de centros comerciales. El tipo de cambio de conversión sólo implica un efecto menor (5%).

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda aumentaría 116% a/a en pesos (+106% a/a en dólares), debido a los elevados precios que percibirá SQM particularmente por los volúmenes de litio, y que también estarían impulsados por una recuperación del precio del hierro por parte de CAP, que debería tener un leve efecto positivo por la reliquidación del mineral en sus ventas.

- El sector **forestal** exhibiría una variación de 20% a/a en pesos (+15% en dólares) en su Ebitda, asociado a mayores precios de la celulosa, pero costos que aumentan debido a la inflación, tarifas de distribución y tipo de cambio que golpea a los negocios en Latinoamérica. Principalmente CMPC presentaría mejores resultados, derivado de su negocio forestal, dado por volúmenes que aumentan en el trimestre y precios de celulosa elevados.

- El sector **industrial** (conformado únicamente por Vapores) tendría una caída en utilidad de -24% en pesos (-27% a/a en dólares), dada las 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 -8,4% a/a en Ebitda, sólo con embotelladora Andina mostrando resultados positivos. 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 algunos efectos no operacionales disminuirían las utilidades.

- El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría una mejora de 102% a/a debido a ingresos no recurrentes provenientes de Enel Chile y Enelam (23% ajustado). En Chile, se observaron mejores condiciones hidrológicas que potenciaron la generación de embalse. Esto, junto a la presencia de gas argentino y la introducción de ERNC, ayudaron a reducir costos marginales promedios. Enel Américas presentaría un ingreso extraordinario en Argentina, que ayudaría a amortiguar el deterioro de activos en Brasil.

- En **retail**, el Ebitda mostraría un retroceso de -23% a/a, el cual se vería afectado por el deterioro en resultados de segmentos más discrecionales, siendo parcialmente compensado por la resiliencia del segmento de Supermercados y el buen desempeño de Centros Comerciales.

- El sector **real estate** registraría un crecimiento de 4,4% a/a en Ebitda, impulsado por la mayor normalización en las operaciones y los menores niveles de vacancia, contrarrestando las menores ventas en segmentos discrecionales en Chile.

- **En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura un alza de 47% anual en el Ebitda en pesos al 4T22 (23% a/a si excluimos los ingresos extraordinarios de las eléctricas). A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca, se registraría un aumento de 53% a/a, valor que sube a 66% a/a al excluir al sector bancario, considerando las ganancias no recurrentes antes mencionadas.**

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 4T22:

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2022 IV-E	2021 IV	Var. %	2022 IV-E	2021 IV	Var. %
SECTOR BANCARIO						
Itaú Corpbanca	79,277	66,290	19.6%			
Bci	190,556	130,619	45.9%			
Banco de Chile	346,612	283,818	22.1%			
Santander	101,801	231,761	-56.1%			
SECTOR COMMODITIES M.						
CAP (1)	39.7	140.4	-71.8%	171.1	304.5	-43.8%
SQM (1)	1,062.1	321.7	230.1%	1,608.7	559.5	187.5%
SECTOR FORESTAL						
CMPC (1)	280.0	91.4	206.4%	599.4	406.7	47.4%
COPEC (1)	372.5	488.9	-23.8%	897.0	899.4	-0.3%
SECTOR CONSUMO						
Andina	52,348	71,658	-26.9%	142,761	127,750	11.8%
CCU	41,304	73,643	-43.9%	119,480	155,402	-23.1%
Concha y Toro	24,865	30,748	-19.1%	41,964	49,006	-14.4%
SECTOR RETAIL						
Cencosud*	187,350	195,070	-4.0%	461,870	430,171	7.4%
Falabella	-15,444	196,245	-107.9%	248,396	483,056	-48.6%
SMU	29,797	28,982	2.8%	68,998	61,407	12.4%
Ripley	2,204	48,685	-95.5%	36,015	84,007	-57.1%
SECTOR REAL ESTATE						
Cencoshopp	53,114	46,026	15.4%	74,656	74,906	-0.3%
Mallplaza	17,122	13,901	23.2%	77,865	72,216	7.8%
Parque Arauco	24,559	25,496	-3.7%	50,450	47,289	6.7%
SECTOR ELÉCTRICO						
Colbún (1)	99.1	-55.1	-	227.3	164.3	38.3%
Engie Chile (1)	6.4	8.7	-26.4%	71.1	71.3	-0.3%
Enel Américas (1)**	141.9	119.0	19.2%	1,343	1,179	13.9%
Enel Chile**	1,166,137	36,751	3073.1%	776,201	167,771	362.7%
Enel Generación**	488,921	51,453	850.2%	695,045	86,587	702.7%
SECTOR INDUSTRIAL						
Vapores (1)	872.7	1,201.2	-27.4%	-	-	-
TOTAL MUESTRA	5,336,782	3,487,662	53.0%	7,149,659	4,867,598	46.9%

(1) Resultados en millones de USD (conversión \$885,9 para el 4T22 y \$844,7 para el 4T21).

* No considera IAS 29

** Enel Américas incluye ingreso operacional extraordinario en Argentina por unos US\$220 millones por regularización de pagos pendientes, y deterioro de activos en Brasil por unos US\$200 millones. Mientras, Enel Generación reconoce en Ebitda US\$ 520 millones por ajustes en su contrato de suministro de gas, impactando consecuentemente a Enel Chile.

Sector Minero: Volúmenes de Litio Potencian Resultados SQM

Durante el 4T22, los precios de hierro tuvieron fluctuaciones leves durante la mayor parte del trimestre, mostrando un alza hacia el final del año, lo que potenciaría los resultados de **CAP**. El precio promedio de hierro de ley 65% fue en torno a US\$ 134/ton para el trimestre, lo que implica una caída aproximada de US\$ 14/ton respecto al 3T22. Esperamos que el precio promedio reportado por la compañía se ubicaría en US\$ 90/ton, con una *cash cost* bajo US\$ 50/ton., lo que llevaría el Ebitda consolidado a un nivel de US\$ 171 millones, con una utilidad para los controladores de US\$ 40 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.

En cuanto a **SQM**, el segmento litio mostraría precios de venta menores que el tercer trimestre, pero con un volumen de venta superior a lo esperado, llegando a 155 mil toneladas. Estimamos un precio promedio de litio de US\$ 54.200/ton (+272% a/a), dado por un menor valor vendido de carbonato en el último periodo, pero con un precio de hidróxido que cierra la brecha y aumenta a US\$ 43.000/ton, como ya hemos detallado en nuestro Informe de Exportaciones. Los volúmenes en este segmento alcanzarían 41 mil toneladas, respondiendo al aumento de producción que la empresa ha incurrido en los últimos años. Así, el segmento litio registraría alzas en su margen bruto de 15,1 veces a/a, alcanzando US\$ 1.329 millones, lo que en parte sería contrarrestado por un alto pago de royalty. En cuanto a los otros segmentos, esperamos elevados precios en yodo, similar al tercer trimestre, y 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 en el último periodo. Con todo, estimamos un Ebitda para la compañía de US\$ 1.609 millones (+188% a/a) y una utilidad de US\$ 1.062 millones (+230% a/a).

Sector Forestal: CMPC Incorporaría Elevados Precios de Celulosa y Buenos Volúmenes

Las empresas forestales mostrarían elevados precios de celulosa, pese a las leves caídas en el precio que se observaron hacia finales del 2022. Como referencia, los precios promedio del trimestre en China aumentaron +23% a/a para fibra larga y +51% a/a para la fibra corta. 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 -18% a/a, debido a precios que, si bien se mantienen elevados, se verían afectados por menores volúmenes de venta y una caída relevante en los ingresos del segmento paneles, dada la desaceleración de la construcción de nuevas viviendas en E.E.U.U., llevando su margen Ebitda a 34%. A nivel desagregado, celulosa anotaría variaciones de precios y volúmenes de +31% a/a y -25% a/a, respectivamente. En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda que aumenta un 45% por un aumento importante del parque automotriz, y que si bien se observa una caída en el precio trimestre contra trimestre, la empresa tendría márgenes similares a los del 3T22, dado que experimentaría nuevamente presiones sobre sus costos dados ciertos inventarios que adquirieron a un precio mayor.

El mayor resultado de **CMPC** se explicaría por el negocio Forestal y Celulosa, con un incremento en su Ebitda de 43% a/a. A nivel consolidado, el Ebitda aumentaría un 47% a/a hasta los US\$ 599 millones, mientras que la utilidad llegaría a US\$ 280 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, pero que es afectado en cierta medida por variaciones en el tipo de cambio en los distintos países de Latinoamérica en que opera. Misma situación vemos en *Biopackaging*, presentando un aumento de volúmenes y una estabilización de precios que impulsan el Ebitda del segmento.

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\$ 873 millones en el trimestre, lo que es una caída de -27% a/a.

Sector Consumo: Presiones en Márgenes y Volúmenes Mantendrían Caídas en Resultados

El Ebitda del sector anotaría una baja de -8,4% a/a a nivel consolidado. Dentro del sector, **Viña Concha y Toro** reportaría un descenso de -14,4% a/a en Ebitda, a pesar de un mayor precio promedio y una canasta de monedas más favorable, producto de caídas en volúmenes, presiones en el margen bruto y mayores gastos de administración y ventas. Estimamos que los precios crecerían 10,6% a/a a nivel consolidado, compensando así la baja en volúmenes de -9,8% a/a. En cuanto a sus segmentos, el precio promedio de Mercados de Exportación se mantendría plano (moneda local), con volúmenes retrocediendo -8,5% a/a, ante una mayor debilidad en UK. En Chile, el alza de precios rondaría un 6% a/a, con volúmenes bajando -7,7% a/a. Por su parte, en el margen bruto esperamos una contracción de 100 p.b., junto a un alza de 200 p.b. en el margen GAV sobre ingresos. La canasta de monedas, por su parte, tendría un desempeño positivo de 21%. Con todo, la viña vería una utilidad disminuyendo -19,1% a/a.

En cuanto a embotelladora **Andina**, veríamos un crecimiento moderado en volúmenes (+4,6% a/a), junto a un *mix* de precios que seguiría favorable (+15,6% a/a), contrarrestando el efecto adverso del escenario inflacionario, donde seguimos observando presiones en márgenes por aumentos de costos de insumos y transporte, lo que llevaría a una caída de 26 p.b. en el margen bruto, producto de una base de comparación más normalizada. La compañía anotaría un alza de 11,8% a nivel de Ebitda comparado con el 4T21. Mientras que su Utilidad se ajustaría -26,9% a/a, incorporando menor desempeño en el resultado no operacional.

En cuanto a **CCU**, si bien la depreciación de la moneda argentina afectaría en parte los resultados, esperamos que se mantengan las buenas noticias respecto a precios, creciendo un 16% a/a, lo que contrastaría con una caída de -1% a/a en volúmenes. En Chile, esperamos menores volúmenes en torno a -1% a/a este trimestre, con alzas de 5% a/a en el precio promedio. El Ebitda en Chile retrocedería un -17,3% a/a debido principalmente a un alza en el precio de los insumos y costos de transporte, con un margen Ebitda alcanzando 15,4% (vs 19,4% 4T21). En Vinos, los volúmenes se mostrarían estables mientras que el precio promedio crecería 9,4% a/a, con una contracción de 101 p.b. en margen Ebitda. Así, a nivel consolidado, el Ebitda caería un -23,1% a/a (-539 p.b. de margen Ebitda), mientras que la utilidad ajustaría un -43,9% a/a.

Sector Eléctrico: Mejores Condiciones Hidrológicas Impulsan Márgenes

El Ebitda del sector mostraría una mejora de 102% a/a, influenciado de manera importante por ingresos extraordinarios en Enel Generación (readecuación de contrato con Shell) y Enel Américas (regularización de facturas pendientes en Argentina). Limpiando la cifra, la variación ascendería a 23%, debido principalmente a mejores condiciones hidrológicas en Chile que potenciaron la generación de embalse. Esto, junto a la presencia de gas argentino en el sistema y la caída en los precios de los combustibles, ayudaron a tener costos marginales promedios más bajos que el trimestre anterior, aunque aún presionados en términos anuales (US\$90/MWh 4Q22 vs. US\$116/MWh 3Q22 y US\$68/MWh 4Q21). Con excepción de Engie, esperamos que las compañías con presencia en Chile incrementen su margen Ebitda entre 4,5 y 32,4 pp., mientras que Enel Américas aumentaría su margen en 3,2 pp.

La generación total en Chile alcanzó 20,8 TWh en el trimestre (+0,6% a/a), mostrando un *mix* más eficiente que en 4Q21 principalmente por las favorables condiciones hidrológicas (+46% a/a de generación hidráulica), y también por el incremento de 7% en la generación con ERNC (en particular +20% a/a solar), lo que permitió reducir el uso de energías térmicas. Aunque el gas mostró un incremento de +6% a/a, el carbón cayó -48% a/a y el diésel -13% a/a para un descenso total de la generación térmica del -27% a/a. Sin embargo, estos precios de combustibles siguieron presionando el costo marginal promedio del sistema, que mostró un incremento del 33% a/a, por lo que el sector mantiene menores márgenes con respecto a su historia.

A nivel internacional, un alza considerable en generación hidráulica de Brasil permitió mantener los costos marginales en mínimos regulatorios, beneficiando tanto al segmento de generación como de distribución. En Perú, un incremento en su generación hídrica permitió un *mix* más eficiente, que compensó la presión que persiste en el sistema ante el alza en el precio internacional del gas natural. En Colombia, el buen desempeño operacional se vio mermado por la depreciación de su moneda. Por último, en Argentina destaca la firma de un acuerdo con el regulador para regularizar facturas pendientes, lo que significaría un ingreso extraordinario de US\$ 220 millones en el trimestre.

Por empresa, aunque **Engie Chile** tuvo una caída en generación neta de -15% a/a, los ingresos aumentarían en un 35% por el alza de tarifas de clientes regulados, mientras que los costos de combustibles mostrarían un incremento de 32% a/a, lo que mermaría su margen, lo que finalmente se traduciría en un Ebitda similar al 4Q21.

Enel Generación se vio fuertemente beneficiada por la condición hidrológica, incrementando su generación hídrica en 48% a/a, además de una baja en la producción de energía en base a gas de -19% y la salida definitiva de carbón, significando una caída en el costo de combustible, y por tanto un *mix* de generación más eficiente. Además, en este trimestre la compañía registraría US\$520 millones por los reajustes de su contrato de gas con Shell, monto que ingresaría como ganancias operacionales. Lo anterior arrastra positivamente el Ebitda de **Enel Chile**, que sumaría también los incrementos en Ebitda de EGPC y del segmento distribución. Su última línea incorporaría también la ganancia asociada a la venta del negocio de transmisión. **Colbún** mostró un alza en su generación de 43% a/a, potenciado por el aumento de 79% en su generación hidráulica. Esto permitió a la empresa lograr un *mix* más eficiente al reducir la generación con diésel, lo que se traduciría en un aumento relevante en su Ebitda. Por último, el buen desempeño de distribución, particularmente en Perú y Brasil, y los ingresos extraordinarios de Argentina, le permitirían a **Enel Américas** contrarrestar cierta presión en costos y efectos cambiarios, logrando una mejora en Ebitda de 14% a/a. Cabe señalar que en este periodo se reconocerá un nuevo deterioro de activos en Brasil gatillado por la venta de Goiás por unos US\$200 millones.

Sector Retail: Presión en Segmentos Discrecionales en Chile Continuaría

El sector *retail* registraría una caída de -23,0% a/a en Ebitda, afectada principalmente por el deterioro en resultados del segmento de Tiendas por Departamento, y en menor medida, de 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 discretionales continuarían la tendencia negativa vista 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 producto de los elevados niveles de inventario de la industria, mientras que veríamos deterioros en ingresos año contra año, resultando en una menor dilución de gastos por parte de las compañías. Por otro lado, el segmento financiero registraría mayores presiones ante una mayor normalización en los indicadores de calidad de cartera, como resultado de una menor liquidez, junto a los factores mencionados anteriormente.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto positivo en el resultado de las compañías medidas en moneda local, producto de la apreciación del real (+18,6% a/a), del sol peruano (+14,9% a/a) y del peso colombiano (+10,1% 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 7,4% a/a, junto con una mejora de 20,7% en ingresos e impulsada por Centros Comerciales, el segmento de Supermercados y la incorporación de Giga y The Fresh Market a los resultados consolidados. En términos de margen bruto, este sería similar al visto en el mismo periodo el año anterior, mientras que el margen GAV aumentaría 139 p.b. como consecuencia de mayores gastos operacionales y una base de comparación más desafiante.

Falabella registraría un Ebitda de \$248.396 millones (-48,6% a/a), a la vez que los ingresos anotarían una caída de -1,9% a/a, afectada por un deterioro en resultados de los segmentos de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar en Chile (-20,6% y -15,1% respectivamente), siendo parcialmente compensada por mejoras en el segmento *retail* en Perú y Centros Comerciales (+13,2% a/a y +12,5% a/a respectivamente). Por otro lado, esperamos un deterioro en margen bruto ante un mayor costo por riesgo en el *retail* financiero, junto a presiones producto de mayores dificultades en el traspaso de aumentos en costos y mayor actividad promocional.

Ripley mostraría un Ebitda de \$36.015 millones (-57,1% a/a), producto de caídas en el segmento *retail* en Chile (de -17,5% a/a) y Perú (de -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 elevados niveles de inventario, los cuales se traducirían en una mayor actividad promocional.

Por último, **SMU** anotaría un alza en ingresos de 9,0% a/a, impulsado por un incremento en las ventas en supermercados en Chile producto de un buen desempeño del sector, mientras que esperamos mejoras en términos de margen bruto. Los GAV crecerían 14,2% a/a, ante mayores costos relacionados al arriendo de locales y salarios. Con todo, esperamos un alza de 12,4% a/a en Ebitda, mientras que la utilidad vería un aumento de 2,8% a/a impulsada por el mejor desempeño operacional.

Sector Real Estate: Mejoras en Resultados Destacarían el Carácter Defensivo del Sector

El sector *real estate* registraría un crecimiento de 4,4% a/a en Ebitda, impulsado principalmente por la mayor normalización en las operaciones y los menores niveles de vacancia, contrarrestando las menores ventas en segmentos discretionales en Chile y los mayores costos operacionales. Si bien, el deterioro en el consumo producto de una demanda interna más débil y mayores presiones en el mercado laboral generarían presiones en los ingresos variables de las compañías, el impacto sería limitado, ya que alrededor del 80%-90% 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** no presente variaciones importantes en su Ebitda Ajustado pese a la mejora de 6,7% a/a en ingresos. Lo anterior ocurriría como consecuencia de una alta base de comparación, menores ventas en el retail y un aumento en los gastos operacionales, contrarrestando las mejoras en las condiciones contractuales y los menores niveles de vacancia en relación con el mismo periodo el año anterior.

Mallplaza presentaría un alza en ingresos de 15,7% a/a, ante una mayor normalidad en la operación y una menor vacancia de los centros comerciales. Por su parte, esperamos costos operacionales mayores a los registrados los trimestres previos, a la vez que veríamos un alza en los gastos de administración frente al 4T21 ante una débil base de comparación. Con todo, el Ebitda se crecería 7,8% a/a.

Por último, **Parque Arauco** mostraría un aumento de 6,7% a/a en Ebitda, junto con una mejora de 17,5% 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 del margen GAV, veríamos un aumento -2,3 p.p. ante mayores gastos de administración y una débil base de comparación.