

Resultados Corporativos 2T20: Cifras Condicionadas por Restricciones y Menor Demanda ante Crisis Sanitaria

El balance preliminar de resultados al 2T20 muestra los impactos en consumo interno y operación limitada producto de las medidas aplicadas por los distintos países de la región para controlar la expansión del coronavirus, sumado a impactos a nivel cambiario debido a la incertidumbre económica global que ha implicado esta crisis.

- Para las compañías del sector **minero**, el Ebitda habría aumentado 17,1% a/a en pesos (-2,8% a/a en dólares), por la depreciación cambiaria, ante menores precios del litio (SQM) y hierro (CAP). Destacamos alzas en volúmenes de Cap, mostrando señales de normalización.
- El sector **forestal** exhibiría una caída de 20% a/a en pesos (-33% en dólares) en su Ebitda, asociado a los bajos precios de la celulosa y menores ventas de combustible.
- En tanto, el sector **consumo** mostraría una caída de 25% a/a en Ebitda. Las embotelladoras presentarían importantes ajustes en sus volúmenes, además de efectos negativos por la depreciación de las monedas locales. Esto no logra ser compensado por el buen desempeño del negocio vitivinícola.
- En el sector **industrial**, esperamos un Ebitda negativo para el caso de Latam Airlines, explicado por la compleja situación que enfrentan y dado el bajo tráfico de pasajeros del trimestre, operando a menos de un 10% de su capacidad.
- El sector **eléctrico** tendría una muy leve caída en Ebitda de 0,1% a/a, excluyendo los efectos no recurrentes del 2T19. Los márgenes se vieron perjudicados por una mayor generación térmica y una menor demanda por energía eléctrica en la región, lo que se vio compensado con bajas en los precios de los combustibles, una caída en el costo marginal en Chile y un efecto de conversión favorable por tipo de cambio.
- En el rubro **telecom & TI**, estimamos una mejora de 8% a/a en Ebitda, impulsado por ingresos asociados a la venta de torres por parte de Entel. Esto fue parcialmente contrarrestado por resultados contenidos en Perú por parte de Entel y gastos asociados a reducción de personal en Sonda, entre otros factores.
- En **retail**, el Ebitda caería -68,3% a/a, afectado principalmente por el cierre de locales en el segmento de tiendas por departamento y centros comerciales, lo que estaría acompañado por cambios de *mix* en tiendas por departamento y supermercados, manteniendo bajo presión los márgenes del sector. Por otro lado, proyectamos un aumento considerable del costo de crédito en el *retail* financiero.

En resumen, estimamos para la muestra de empresas bajo cobertura una caída de 34% anual en el Ebitda medido en pesos para el 2T20 (excluyendo efectos no recurrentes sería un descenso de 30% a/a), cifra que incluso se favorece de la depreciación de 21% a/a en el tipo de cambio de conversión. A nivel de utilidad, se registrarían pérdidas muy relevantes, históricas para algunas compañías, especialmente en aquellas ligadas a consumo.

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

Juan Carlos Prieto Z.
Analista Sector *Commodities e Industrial*
juancarlos.prieto@security.cl

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

Étienne Célèry P.
Analista Sector Consumo,
Telecom y TI
etienne.celery@security.cl

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

Resultados Estimados 2T20:

	UTILIDAD NETA			EBITDA		
	2020 II-E	2019 II	Var. %	2020 II-E	2019 II	Var. %
SECTOR COMMODITIES M.						
CAP (i)	11,8	-23,2	-	121,3	120,3	0,9%
SQM (i)	56,8	80,4	-29,4%	154,5	163,5	-5,5%
SECTOR FORESTAL						
CMPC (i)	-20,8	61,6	-	227,8	324,7	-29,8%
COPEC (i)	-14,6	135,3	-	350,2	541,8	-35,4%
SECTOR TELECOM. Y TI						
Entel	22.046	4.376	403,8%	151.577	137.651	10,1%
Sonda	-4.457	7.256	-	22.048	23.546	-6,4%
SECTOR INDUSTRIAL						
LATAM (i)	-301,7	-62,8	-	-144,3	391,9	-
SECTOR CONSUMO						
Andina	3.642	15.119	-75,9%	43.024	62.512	-31,2%
CCU	-5.408	18.040	-	25.947	51.878	-50,0%
Concha y Toro	17.722	13.986	26,7%	38.814	27.552	40,9%
Embonor	1.508	4.191	-64,0%	14.663	20.564	-28,7%
SECTOR RETAIL						
Cencosud*	-24.486	9.275	-	154.846	167.500	-7,6%
Cencoshopp	-4.186	57.646	-	15.821	52.900	-70,1%
Falabella	-109.980	98.286	-	38.028	315.897	-88,0%
Mallplaza	-15.891	30.749	-	5.698	62.891	-90,9%
SMU	-11.329	6.106	-	32.529	42.513	-23,5%
Ripley	-44.998	15.040	-	-31.739	37.766	-
SECTOR ELÉCTRICO						
AES Gener (i)	56,9	58,9	-3,4%	158,9	173,4	-8,4%
Colbún (i)	54,8	61,4	-10,8%	159,3	173,8	-8,4%
Engie Chile (i)**	32,8	33,3	-1,7%	100,7	188,6	-46,6%
Enel Américas (i)**	87,4	340,0	-74,3%	627,2	1.161,0	-46,0%
Enel Chile **	-352.476	-125.487	-	265.935	195.459	36,1%
Enel Generación **	-461.629	-155.093	-	87.018	102.225	-14,9%
TOTAL MUESTRA	-1.020.045	467.568	-	2.309.754	3.514.361	-34,3%

(i) Resultados en millones de US\$ (conversión: \$823,36 para el 2T20 y \$683,39 para el 2T19)

* No considera IAS 29

** Incluyen efectos extraordinarios en 2T19: En Engie ganancia por US\$74,9 millones por retraso en IEM y deterioro de activos por US\$67,8 millones; en Enelam ganancia por US\$279 millones por acuerdo de Edesur; y en Enel Generación pérdida de \$277.873 MM por deterioro de activos (Tarapacá y Bocamina I). En 2T20, Enel Generación incluiría deterioro de Bocamina II por aprox. \$687.001 MM.

Sector Minero: Menores Precios de *Commodities* Explicarían la Caída en Resultados. Destacamos Alzas en Volúmenes (Cap) y Exportaciones Yodo (SQM).

Esperamos un Ebitda similar al del 2T19 en el caso de **CAP** (+0,9% a/a), destacando señales de normalización en Guacolda II. Es así como proyectamos despachos físicos de 3.700 ton. (+67,6% a/a). Esto, en contraste con menores precios para el hierro, el que cuenta con una alta base de comparación, pero corresponde a un elevado precio con respecto a la historia (US\$87,9/t. esperado). Lo anterior representaría una disminución de 13,4% a/a, a pesar de que el hierro *benchmark* sólo disminuyó 9,3% a/a, ante el peor *mix* de productos y menor premio por *pellet*. Los inventarios acumulados de 2019 continuarían afectando el *cash cost*, esperando que este alcance US\$54/t. (+16,6% a/a). Por otro lado, Acero mantendría pérdidas en Ebitda (-US\$10,5 millones), ante menores precios y mayores costos. El Ebitda de procesamiento de acero presentaría una disminución de 4,5% a/a.

En **SQM**, el menor Ebitda (-5,5% a/a) se explicaría por menores ingresos (-9,6% a/a) y a pesar del alza en márgenes (+1,5 p.p., totalizando 34,6%). El resultado de su negocio de Litio (22% del resultado bruto de la empresa) continuaría presionado, anotando una caída de 44,5% a/a, ante menores precios (US\$6.850/t.; -40,2% a/a) y volúmenes de 12.000 TM (-0,8% a/a). El resultado de nutrientes vegetales de especialidad caería 14% a/a, producto de menores volúmenes. El yodo mantendría la tendencia positiva en resultados (+45,9% a/a), con precios aumentando 25,8% a/a y volúmenes cayendo 6,3% a/a. Cloruro de potasio y químicos industriales anotarían variaciones de -66,2% y 180,5% a/a, respectivamente.

Sector Forestal: Menores Precios de la Celulosa Continúan Afectando los Resultados de Cmpc y Copec.

El sector forestal exhibiría una caída de 33,3% a/a en su Ebitda en dólares (**Copec** -35,4% a/a, **Cmpc** -29,8% a/a), explicado principalmente por menores precios de celulosa. Como referencia, los precios en China disminuyeron 28,0% a/a para fibra corta y 14,2% a/a para fibra larga, mientras que, en Europa, lo hicieron en 27,5% a/a y 19,1% a/a, respectivamente.

Estimamos una caída del Ebitda para **Celulosa Arauco** de 32% a/a, debido a los menores ingresos (-20,7% a/a) y márgenes (margen Ebitda caería 3,2 p.p. a/a, totalizando 19,3%). A nivel desagregado, celulosa anotaría una disminución de ingresos de 12,8% a/a, con variaciones de precios y volúmenes de -17,5% a/a y +5,6% a/a, respectivamente. A la vez, los ingresos de Maderas serían un 26,6% menores a los del 2T19, viéndose afectados sus precios y volúmenes por la pandemia, y a pesar del *ramp up* de su proyecto Grayling en EE.UU. En cuanto a combustibles, anticipamos un Ebitda un 42% menor al del 2T19, ante la menor actividad y la caída en el precio del petróleo. Por último, el Ebitda de Abastible presentaría una baja de 30,7% a/a.

El menor resultado de **CMPC** se explicaría por el negocio Forestal y Celulosa, con una disminución en su Ebitda de 46,7% a/a. Los ingresos caerían 18,1% a/a, asociados a una baja en el precio implícito de celulosa cercana a 22,0% a/a, y a pesar de mayores volúmenes (6,8% a/a). Los costos de este negocio caerían -1,7% a/a, pese a mayores volúmenes comercializados, debido a un menor *cash cost*, asociado a la depreciación del real y el peso chileno. Por su parte, los resultados de Softys (Tissue) crecerían 64,9%, favorecidos por los menores costos y alzas en volúmenes. Esto último también favorecería al negocio de papeles, aunque la depreciación de las monedas de la región mermaría el resultado, anticipando un alza en su Ebitda de 7,6% a/a durante el trimestre.

Sector Consumo: Retroceso de Monedas Locales Se Suma a Caídas en Volúmenes

El Ebitda del sector anotaría una caída de 25% a/a a nivel consolidado. En cuanto a las embotelladoras, **CCU** lideraría la contracción con una caída de 50% de su Ebitda, explicada por caídas en volúmenes tras las cuarentenas y la depreciación de la moneda argentina, sobre la cual la empresa no realiza cobertura, lo que se suma a las restricciones del gobierno que han limitado traspasar la inflación a los precios de las bebidas. A pesar del crecimiento en Ebitda de Viña San Pedro por 40%, la empresa reportaría su primera pérdida en más de 10 años por -\$5.400 millones. Por su parte, la caída en volúmenes y el desempeño negativo de las monedas locales provocarían caídas en **Embotelladora Andina** de 20% en ingresos y 31% en Ebitda, destacando la recuperación en volúmenes del mes de junio. En cuanto a **Embonor**, el Ebitda de la compañía disminuiría 29% a/a, con una caída en volúmenes e ingresos a nivel consolidado de 15% y 13%, respectivamente. Este efecto sería levemente compensado por la depreciación del peso chileno frente al tipo de cambio fijo de la operación en Bolivia, finalizando con una caída en utilidad de 64%. Cabe mencionar que las operaciones más afectadas de las embotelladoras han sido en países como Bolivia y Argentina, en donde las restricciones impuestas generaron la mayor parte de las caídas en volúmenes y en precios del *mix* de productos.

En **Concha y Toro**, los ingresos aumentarían un 14% a/a, principalmente por un tipo de cambio más depreciado y un crecimiento acotado de 2% en el volumen del segmento de exportaciones. A nivel de Ebitda, este crecería un 41%, tanto por el aumento en la primera línea como por una expansión en el margen bruto de 500 p.b., asociados a un menor costo del vino por la favorable vendimia de 2019 y el alto nivel de *stock* que se ha mantenido en la industria. En cuanto a la Utilidad, esta mejoraría un 27% tras un mejor resultado operacional, mejores márgenes y el efecto positivo del tipo de cambio.

Latam Airlines: Trimestre Más Complejo de la Aerolínea se Traduciría en un Muy Débil Resultado.

Estimamos una baja anual de US\$536 millones en el Ebitda de **Latam Airlines** durante el 2T20, alcanzando un Ebitda negativo de US\$144 millones, producto de la caída de 81,2% a/a en ingresos y de 68,1% a/a en costos.

Los ingresos del negocio de pasajeros disminuirían 95,5% a/a, ante la baja operación durante el trimestre que incidió en una caída de 96,1% a/a en el tráfico de pasajeros, y a pesar de las fuertes alzas en los *yields* de la compañía de 15,4% a/a. Esperamos entonces un crecimiento de 29,9% a/a en *yields* internacionales, mientras que sus negocios domésticos se vieron impactados en parte por la depreciación de las monedas de la región. No obstante, la baja oferta de pasajes se habría traducido en alzas en el *yield* de países de Habla Hispana de 17,4% a/a, mientras que en Doméstico Brasil esperamos que sea de 4,3% a/a, con fuertes alzas en moneda local (43% a/a), pero afectado por la depreciación del real de 37,1% a/a. Por último, cabe destacar los esfuerzos de la aerolínea en costos, realizando fuertes ajustes en remuneraciones y otro tipo de costos fijos. Destacamos que esperamos una caída de 93,5% a/a en el gasto en combustibles (con descenso de 58,9% a/a en el precio del Jet Fuel) y de 37,7% a/a en remuneraciones (por depreciación del tipo de cambio y reducciones salariales temporales, sumado a reducciones en su planilla laboral). La compañía nuevamente obtendría importantes pérdidas, aunque entendemos que su futura operación no se vería afectada ante los aportes del DIP.

Sector Eléctrico: Tipo de Cambio y Precios de Combustibles Atenúan Impacto por Crisis Sanitaria y Menor Actividad Económica

El Ebitda del sector tendría una caída de 16,7% a/a, pero al excluir los ingresos extraordinarios del 2T19 (compensación por IEM y el acuerdo entre Edesur con el Estado argentino), el Ebitda del sector se habría mantenido estable. Los márgenes se vieron perjudicados por una mayor generación térmica respecto al 2T19 en reemplazo de energía hídrica. Esto se vio compensado con bajas en los precios de los combustibles, una caída en el costo marginal en Chile y una conversión favorable por tipo de cambio. Así, las compañías lograron mantener márgenes Ebitda estables del orden de 28% en promedio, excluyendo los ingresos no recurrentes.

La generación total en Chile alcanzó 18.995 GWh en el trimestre (-1,2% a/a), siendo un 16,8% generación hidro (-5,8 pp a/a), a cambio de un mayor aporte de energías renovables y generación térmica eficiente. El costo marginal en la zona central disminuyó 32,0% a/a (US\$42,8/MWh), mientras que en el norte descendió -15,8% a/a (US\$42/MWh), producto de menores precios de combustibles y un mayor aporte de ERNC en la matriz.

A nivel internacional, la generación mostró condiciones más secas y una disminución en la demanda por energía eléctrica en todo el trimestre. Producto de las caídas en demanda y en los precios de los combustibles, los precios *spot* disminuyeron en Colombia, Brasil y Perú. Sin embargo, a medida que se han ido relajando las restricciones de movilidad y se reactiva la actividad económica, vemos un incremento en la demanda en los mercados, destacando Perú con una recuperación en las últimas semanas. A esto se suma una depreciación generalizada en las monedas, sobre todo en Colombia y Brasil.

Por empresa, **Engie Chile** está asumiendo menores compras de energía gracias a la operación de IEM desde mayo de 2019. Sin embargo, presentaría una caída en precios de venta producto de la indexación de sus contratos a los combustibles. **Enel Chile** presentaría mayores compras de energía para compensar una baja en su generación hidro y un menor aporte de Enel Green Power (-2,3% a/a). Además, reconocerá un deterioro de activos por la salida anticipada de Bocamina II por \$502.000 millones neto de impuestos. **Colbún** refleja una menor generación, tanto térmica como hidro este trimestre, sumado a una disminución en su operación en Perú, lo que afectaría su Ebitda. **AES Gener** se vería presionada por su baja generación en Colombia (-33% a/a) y menores ventas en sus mercados, cuyos efectos serían parcialmente contrarrestados por menores costos de combustibles. Por último, **Enel Américas** mostrará una caída en su Ebitda cercana al 30% a/a (ex. no recurrentes) por la baja demanda por energía eléctrica en los distintos países donde opera.

Sector Telecom & TI: Operaciones Fuera de Chile Presionarían Resultados

A nivel individual, **Sonda** presentaría caídas en ingresos y en Ebitda (-21% y -6% a/a, respectivamente). Esto vendría liderado principalmente por sus operaciones fuera de Chile y un *mix* de monedas desfavorable. Tanto en Chile como en Brasil estimamos caídas de 20% en primera línea, aunque con leves mejoras en márgenes bruto y a nivel de Ebitda (200pb). Sin embargo, debido al gasto asociado a reducción de personal por \$12.000 millones, la empresa reportaría pérdidas en su última línea.

Para **Entel**, esperamos una caída moderada de -2,2% a/a en ingresos, con resultados mixtos en sus operaciones de Chile y Perú. En nuestro país, el efecto en la actividad sería menor y le permitiría a la empresa mejorar en ingresos (+3,2%) y Ebitda (+7,6%), en contraste con la operación en Perú, que en moneda local vería disminuciones de 25% en ingresos y leves mejoras a nivel de Margen Ebitda (+150pb). Esta caída en la operación de Perú viene dada por las severas restricciones impuestas por el gobierno, sumadas al reconocimiento del sector como un servicio básico, repercusiones que seguirán teniendo efecto en los siguientes trimestres. Finalmente, sin el efecto de la venta de antenas, estimamos un crecimiento en utilidades de 83% a/a.

Sector Retail: Cierre de Locales y Costo de Crédito Mantienen Presión en Márgenes

El sector *retail* presentaría una caída de -68% a/a en Ebitda. El cierre de locales, junto al deterioro de la actividad local, se han traducido en una contracción del comercio minorista a partir de marzo, registrando variaciones de -31,6% a/a y -28,7% a/a en abril y mayo, respectivamente. Así, debido a un cambio tanto de *mix* como de canal en el segmento de tiendas por departamento, esperamos que los márgenes se mantengan presionados. Por el lado de los niveles de inventarios, esperamos un aumento a nivel de industria en el segmento de tiendas por departamento.

Los efectos cambiarios tendrían un impacto dispar en el resultado de las compañías medidas en moneda local, principalmente por la depreciación del peso argentino de 21% con respecto al peso chileno, mientras el sol peruano y el peso colombiano se apreciaron 17% y 2% respectivamente en relación a la moneda chilena.

En **Cencosud**, el Ebitda Ajustado (no considera Revaluaciones de Propiedades de Inversión), sin norma IAS29, presentaría una caída de -7,6% a/a, afectado principalmente por un débil desempeño debido a cierres de locales en el segmento de tiendas por departamento e inmobiliario. Por otro lado, esperamos un impulso proveniente de su segmento de supermercados, donde estimamos buenas cifras crecimiento en Chile (en torno a 7,5%), por sobre la industria, la que mostraría un menor dinamismo frente a las cifras del primer trimestre.

Esperamos que **Cencoshopp** presente una caída de -70,1% a/a en Ebitda ajustado, afectado principalmente por el cierre parcial de su GLA, en torno a 50%. Por otro lado, creemos que un aumento en algunos gastos de administración y facilidades de pago a los *tenants* aumentarían la presión sobre los márgenes de la compañía.

Falabella mostraría un ajuste en Ebitda de -88% a/a a la vez que los ingresos anotarían una caída de -27,8% a/a, presentando descensos de SSS en la mayoría de los países y segmentos en los que opera. Por otro lado, estimamos cifras levemente positivas en el segmento de supermercados. También esperamos que un mayor costo por riesgo presione los resultados de sus operaciones financieras, lo que junto con una mayor venta a través del canal *online* y cierres parciales de tiendas y centros comerciales, presionarían los márgenes de la compañía.

Mallplaza presentaría una caída en ingresos de -72,7% a/a, afectado por el cierre parcial de los centros comerciales, manteniendo en torno a un 27% de su GLA operativo durante el trimestre, lo que junto con mayores costos de explotación, llevarían a una reducción de -90,9% a/a en Ebitda.

Ripley mostraría pérdidas a nivel de Ebitda (sin considerar gastos por intereses y reajustes), donde tanto en Chile como en Perú anotarían una fuerte caída en SSS. Por otro lado, debido a mayores costos de crédito y una mayor relevancia del canal *online* y cambios en el *mix de ventas*, esperamos contracciones en términos de márgenes.

Por último, **SMU** anotarían una baja en ingresos de -2,8% a/a, afectado por un menor desempeño en los formatos de OK Market y Unimarc, lo que junto con presiones en el margen bruto debido a cambios en *mix de ventas* y mayores gastos de administración y ventas, llevarían a una disminución de -23,5% 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.