



Destacamos que el presente informe no incluye estimaciones para las sociedades creadas producto de la reorganización societaria en Endesa y Enersis, dado que las entidades continuadoras de ambas (Endesa Chile, Endesa Américas, Enersis Chile y Enersis Américas) operan solamente desde marzo de este año.

Para el primer reporte trimestral de 2016 estimamos que los resultados de las empresas bajo cobertura de CorpResearch (medidos en pesos) evidenciarían un moderado avance a nivel operacional, cifras que se verían impulsadas por efectos cambiarios y otros no recurrentes. Así, el EBITDA mostraría un avance anual de 4,5% (explicado en parte por una débil base de comparación y la depreciación del peso frente al dólar), en tanto que los ingresos evidenciarían una leve alza de 2,7% a/a, con lo cual el margen se expandiría 0,4pp a/a. En cuanto a la utilidad del controlador, ésta mostraría un incremento de 37,1% a/a, asociado principalmente a las mejores cifras operacionales ya citadas y base de comparación, lo que redundaría en un margen neto que avanzaría 1,6pp a/a.

El desempeño de los ingresos estaría asociado principalmente a las cifras que reportarían Colbún, Entel, CCU y AES Gener. Por su parte, Latam y Sonda mostrarían las mayores contracciones esperadas. Aunque de una magnitud cada vez menor a lo observado en los trimestres anteriores, nuevamente destacamos el positivo efecto que tuvo la depreciación de 12,6% del peso chileno respecto al dólar en la conversión de las cifras de las empresas.

En cuanto al comportamiento del EBITDA, este se explicaría casi en su totalidad por las mayores cifras esperadas en Colbún (mejora del margen por un mejor escenario operacional, débil base de comparación y depreciación del peso) y Entel, (mayor nivel de actividad en Perú) en tanto para el resto de las compañías de la muestra se compensarían las alzas y bajas estimadas a nivel del resultado operacional bruto.

Finalmente, el desempeño de la utilidad de la muestra se explicaría principalmente por los mejores resultados esperados en Latam (reversión de las pérdidas de 1T15) y Colbún (baja base de comparación), mientras que en el resto de la muestra las cifras reportadas no mostrarían variaciones tan significativas y se compensarían los reportes de utilidades y pérdidas a nivel de la última línea.

A continuación presentamos nuestros principales supuestos respecto de los resultados de las empresas bajo cobertura:



Compañía	Fecha Reporte	Comentarios
AES Gener	6-May	El resultado operacional bruto en 1T16 evidenciaría una contracción de 9,7% a/a, que en términos consolidados se explicaría por una caída de 1,5pp a/a en el margen (que alcanzaría a 28,5%) y una leve reducción anual de 4,9% de los ingresos (principalmente asociada a las operaciones en Colombia y el SIC, por menores ventas físicas derivado de una menor generación eléctrica). Finalmente, la utilidad del controlador mostraría una baja de 23,0% a/a, por las menores cifras operacionales ya mencionadas (dada la expectativa de una mantención de las pérdidas a nivel no operacional), lo que en parte sería atenuado por un consiguiente menor gasto en impuestos y reconocimiento de interés inoritario.
Aguas Andinas	31-May	A nivel EBITDA, los resultados en 1T16 mostrarían un alza de 7,6% a/a. Este desempeño se explicaría a partir de un avance en los ingresos (+6,7% a/a) y en el margen (+0,5pp a/a, que alcanzaría a 65,1%). Los mayores ingresos se asocian principalmente a los servicios de recolección y tratamiento de aguas y distribución de agua potable, por el normal crecimiento de la base de clientes y los volúmenes comercializados. En tanto, la utilidad del controlador mostraría un incremento de 4,1% a/a, impulsada por las mejores cifras operacionales ya citadas, parcialmente contenidas por una mayor pérdida a nivel de resultado no operacional y un consiguiente mayor gasto en impuestos.
Andina	26-Abr	Esperamos que los ingresos consolidados caigan un leve 1,8% a/a, en tanto el EBITDA presentaría una contracción de 4,3% a/a, asociado a un margen de 17,8%. Aun cuando los ingresos se vieron impulsados principalmente por alzas de precios promedio en los países en los que opera, el efecto negativo de conversión de reales brasileños a pesos fue mayor, generando la ya citada baja en ingresos consolidados (destacamos que en moneda local estimamos un alza en los ingresos de las operaciones en Brasil). Estimamos que los volúmenes consolidados presenten una leve caída entorno al 0,8% a/a. Finalmente, la utilidad del controlador mostraría una caída, debido principalmente al menor resultado operacional y cuentas no operacionales menores a las del mismo trimestre del año anterior, dentro de las que destacamos mayores costos financieros, diferencias de cambio y volatilidad de las monedas en que se encuentra su deuda.
Cap	ND	El EBITDA registraría una contracción de 37,2%, producto de una caída en el margen (-6,8pp a/a) y una disminución en los ingresos consolidados (-12,4% a/a). El menor desempeño a nivel operacional estaría relacionado principalmente con las operaciones de CAP Minería. Durante el trimestre el precio promedio del hierro (que considera una concentración de 62% Fe) fue de USD 48,7 por tonelada, bajando 22,1% en relación al mismo período del año anterior, lo que tendrá un impacto negativo en los ingresos de CAP Minería. Finalmente, la utilidad del controlador exhibiría una pérdida de USD 4,9 millones, revirtiendo la utilidad de USD 7,3 millones mostrada en 1T15, debido a las menores cifras operacionales.
CCU	3-May	Esperamos un crecimiento de los ingresos de 9,3 a/a, impulsado por mayores volúmenes de ventas en los segmentos de negocios de Chile, Río de la Plata y Vinos, y por alzas en sus precios promedios. Los ingresos en Chile mostrarían un crecimiento de 12,9% a/a, asociados a un alza de los precios promedio en su portfolio de productos y un avance anual de 7,9% en su volumen de venta. Para los segmentos Negocios Internacionales (ex-Río de la Plata) y Vinos, los ingresos se ven influenciados principalmente por la depreciación de las monedas y un tipo de cambio más alto. De esta manera, para el EBITDA, esperamos un crecimiento de 11,4% a/a y un margen de 23,1%, debido a mayores eficiencias en sus costos y gastos, pero presionadas por un tipo de cambio más alto. Con respecto a la utilidad del controlador proyectamos un alza 15,3%.
Colbun	28/29-Abr	El EBITDA trimestral mostraría una fuerte expansión de 52,2% a/a, que se explicaría por un alza de 11,5pp a/a en el margen (dado que los ingresos mostrarían un alza de 9,3% a/a) y una débil base de comparación (1T15 exhibe el segundo menor resultado operacional bruto de los últimos tres años). Las mayores ventas se relacionarían principalmente con la consolidación de desde fines de diciembre de 2015 de la filial peruana Fenix. El alza del margen se asocia a la reducción de la generación con diésel y el menor precio de combustibles en Chile. La utilidad del controlador estaría impulsada principalmente por las mejores cifras operacionales ya citadas, lo que sería levemente atenuado por el reconocimiento de interés minoritario asociado a la filial Fenix.



Compañía	Fecha Reporte	Comentarios
Concha y Toro	27-May	Esperamos un crecimiento de 10,5% a/a en los ingresos, que estarían impulsado tanto por las variaciones de las monedas en los distintos mercados en que opera, como por un alza en los volúmenes totales de la compañía. Para el EBITDA esperamos un alza de 20,4% a/a y con un margen de 13,1%, que se benefició de los mayores ingresos y una mejor dilución de los costos. Adicionalmente destacamos que debido a la buena vendimia en 2015, el costo del vino se mantiene bajo, impulsando los márgenes de la compañía.
Entel	2-May	El EBITDA avanzaría 7,6% a/a como resultado de un incremento en los ingresos (+10,4% a/a) y un menor margen (-0,6pp a/a). Los mayores ingresos consolidados se deberían principalmente a un aumento en la base de clientes del negocio de telefonía móvil en Perú. Por otro lado, estimamos que los costos continuarán elevados, principalmente por la estrategia de captación de clientes en dicho mercado. A nivel de utilidad se observaría una disminución de 4,0% a/a, debido a una mayor pérdida en el resultado no operacional.
IAM	31-May	A nivel operacional, el EBITDA y los ingresos en 1T16 mostrarían incrementos anuales de 7,6% y 6,7%, respectivamente, que se explican a partir de la consolidación de los resultados de su única filial, Aguas Andinas (que exhibiría un crecimiento normal de sus volúmenes físicos comercializados en servicios de recolección y tratamiento y distribución, además de una leve alza de 0,5pp a/a en el margen). En tanto, la utilidad del controlador evidenciaría un avance de 3,9% a/a, impulsada por las mejores cifras operacionales ya mencionadas, parcialmente atenuada por mayores pérdidas a nivel no operacional, un correspondiente mayor gasto en impuestos y reconocimiento de interés minoritario.
Latam	ND	El EBITDAR registraría una contracción de 13,3% a/a, debido a un retroceso en los ingresos (-13,0% a/a), en tanto el margen no mostraría un cambio significativo (-0,1pp a/a). Los menores ingresos estarían relacionados con la desaceleración de las economías latinoamericanas y la depreciación de las monedas respecto al dólar (especialmente el real brasileño). Por otro lado, se observaría una disminución en los costos operacionales, principalmente como resultado de la caída del precio del combustible y de la depreciación de las monedas locales, que afectaría positivamente las cuentas denominadas en esas monedas. Finalmente, la utilidad del controlador exhibiría una ganancia de USD38 millones, impulsada por el resultado no operacional y revertiría la pérdida de 1T15.
Parauco	28-Abr	Estimamos un aumento de 10,5% a/a en los ingresos trimestrales, debido principalmente a la mayor superficie arrendable por nuevas aperturas, expansiones y adquisiciones de centros comerciales. Como consecuencia de lo anterior el EBITDA mostraría un avance anual de 11,4% a/a. Finalmente, la utilidad evidenciaría un leve aumento de 0,3% a/a. En relación a la última línea, esperamos que la mayor inflación afecte entre otras cuentas, los resultados por unidades de reajuste, dada la composición de activos y pasivos indexados a la UF, además del impacto que generan las adquisiciones realizadas en Perú y Colombia.
Sonda	25-Abr	El EBITDA se mantendría prácticamente plano (leve alza de 0,2% a/a), lo que sería explicado por una caída de 6,3% a/a en los ingresos y un alza de 0,9pp a/a en el margen. El desempeño operacional se vería debilitado por el segmento de Brasil, que se vería afectado por la depreciación del real respecto al peso chileno y por el entorno macroeconómico. Por su parte, el segmento de Chile tendría un impacto positivo en el EBITDA, impulsado principalmente por el negocio de Plataformas. La utilidad del controlador crecería 39,1% a/a, debido a mejores cifras operacionales y un menor pago de impuestos (alta base de comparación, en 1T15 hubo un efecto de tipo de cambio en el impuesto a las ganancias).

## Estimación de Resultados 1T-2016

EMPRESAS	Ingresos			EBITDA			Ut controlador		
	1T16E	1T15	% a/a	1T16E	1T15	% a/a	1T16E	1T15	% a/a
CLP MM									
ANDINA	494.794	503.721	-1,8%	87.908	91.903	-4,3%	31.147	36.065	-13,6%
CCU	418.342	382.834	9,3%	96.552	86.645	11,4%	49.929	43.289	15,3%
CONCHA Y TORO	128.470	116.312	10,5%	16.857	14.003	20,4%	8.203	5.878	39,6%
Bebidas y Vinos	1.041.606	1.002.867	3,9%	201.317	192.551	4,6%	89.279	85.232	4,7%
AGUAS ANDINAS	139.794	130.966	6,7%	91.002	84.586	7,6%	49.558	47.594	4,1%
AES GENER	355.697	332.483	7,0%	101.421	99.762	1,7%	27.784	32.047	-13,3%
COLBUN	243.587	197.922	23,1%	99.236	57.925	71,3%	31.785	4.351	630,5%
Electricidad y Serv. Básicos	739.078	661.371	11,7%	291.659	242.273	20,4%	109.127	83.992	29,9%
CAP	227.228	230.566	-1,4%	39.327	55.624	-29,3%	-3.439	4.559	NA
ENTEL	478.581	433.347	10,4%	109.200	101.471	7,6%	14.442	15.041	-4,0%
IAM	139.797	130.968	6,7%	90.698	84.296	7,6%	24.543	23.612	3,9%
LATAM	1.705.774	1.742.622	-2,1%	361.519	370.438	-2,4%	26.961	-24.941	NA
PARAUCO	36.997	33.474	10,5%	24.879	22.330	11,4%	10.989	10.955	0,3%
SONDA	199.236	212.626	-6,3%	28.065	28.002	0,2%	10.801	7.764	39,1%
Otros	2.787.613	2.783.603	0,1%	653.688	662.161	-1,3%	84.297	36.990	127,9%
<b>TOTAL MUESTRA EN CL</b>	<b>4.568.296</b>	<b>4.447.841</b>	<b>2,7%</b>	<b>1.146.664</b>	<b>1.096.985</b>	<b>4,5%</b>	<b>282.703</b>	<b>206.214</b>	<b>37,1%</b>

Nota: Para efectos de comparación, la estimación de las cifras de las compañías que reportan sus resultados en USD se han convertido a pesos chilenos. El tipo de cambio utilizado es: 1T15=CLP 624,34 y 1T16=CLP 702,70, que corresponden al TC promedio de cada trimestre. Fuente: Banco Central, SVS, Reportes de las Compañías, CorpResearch. Para Latam se indica EBITDAR.

EMPRESAS	Ingresos			EBITDA			Ut controlador		
	1T16E	1T15	% a/a	1T16E	1T15	% a/a	1T16E	1T15	% a/a
USD MM									
AES GENER	506,2	532,5	-4,9%	144,3	159,8	-9,7%	39,5	51,3	-23,0%
CAP	323,4	369,3	-12,4%	56,0	89,1	-37,2%	-4,9	7,3	NA
COLBUN	346,6	317,0	9,3%	141,2	92,8	52,2%	45,2	7,0	549,0%
LATAM	2.427,5	2.791,1	-13,0%	514,5	593,3	-13,3%	38,4	-39,9	NA
<b>REPORTE EN USD</b>	<b>3.603,7</b>	<b>4.010,0</b>	<b>-10,1%</b>	<b>856,0</b>	<b>935,0</b>	<b>-8,4%</b>	<b>118,2</b>	<b>25,7</b>	<b>360,9%</b>

Margen	25,1%	24,7%	0,4pp	6,2%	4,6%	1,6pp
--------	-------	-------	-------	------	------	-------



## CorpResearch

---

**Álvaro Donoso** Director CorpResearch  
adonoso@corpgroup.cl

## Estudios Económicos

**Sebastian Cerda** Director Ejecutivo CorpResearch y Estudios Económicos  
scerda@corpgroup.cl

**Karla Flores** Economista Senior  
karla.flores@corpgroup.cl

**Mauricio Carrasco** Economista  
mauricio.carrasco@corpgroup.cl

## Estudios de Renta Variable

**Sergio Zapata** Subdirector de Renta Variable. Sectores: Eléctrico y Utilities  
sergio.zapata@corpgroup.cl

**Patricio Acuña** Analista  
patricio.acuna@corpgroup.cl

**Andrea Neira** Analista. Sectores Telecom, Transporte y Commodities  
andrea.neira@corpgroup.cl

---

Rosario Norte 660 Piso 17, Las Condes, Santiago. Teléfono (562) 2660 3600  
www.corpbancainversiones.cl

**Recomendaciones sobre acciones:** se establecen de acuerdo al retorno relativo respecto del IPSA. Se recomienda **Mantener** cuando se espera que la acción tenga un retorno dentro de un rango de 5% con respecto al retorno esperado para el IPSA; **Compr**, cuando el retorno esperado para la acción es superior en al menos 5% al esperado para el IPSA; y **Vender**, cuando el retorno esperado para la acción es inferior en al menos 5% al esperado para el IPSA.



Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de CorpBanca Corredores de Bolsa SA y/o cualquiera de sus filiales, o cualquier persona relacionada con éste ésta. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones, bonos o cualquier tipo de instrumento financiero que en él se mencionan o relacionados con las empresas o el mercado que en él aparecen. Tanto la información propia de este informe como aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a antecedentes públicos de fuentes que hasta donde podemos estimar nos parecen confiables, sin hacer uso de información privilegiada alguna. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Si bien las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestra Área de Research, que pertenece a nuestra relacionada Corp Research S.A., apoyada en las mejores herramientas disponibles, ello no garantiza que ellas se cumplan.

El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. En consecuencia, las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. Antes de realizar cualquier transacción respecto de cualquiera de estos instrumentos, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella. Corp Research y/o cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de este documento o su contenido.

Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Corp Research y/o cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición larga o corta en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y podrá comprarlos o venderlos.

Se deja constancia que los valores extranjeros y sus emisores a que se haga referencia en este informe, no se encuentran inscritos en Chile y, en consecuencia, no les son aplicables las leyes que rigen el mercado de capitales nacional. En relación a dichos valores, los inversionistas son responsables de informarse previamente de éstos, y de sus circunstancias antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Corp Research S.A. es una empresa filial de CorpGroup y puede tener negocios, ahora o en el futuro, tanto con Itau Corpbanca y cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste. Sin embargo, Corp Research S.A. emite sus opiniones de acuerdo a los fundamentos relevantes para recomendar la toma de decisiones de inversión e independientemente de los mandatos que pueda tener Corp Research S.A. con esas empresas. Las recomendaciones que emite el Área de Corp Research respecto de los valores que monitorean sus analistas, responden exclusivamente al análisis de los méritos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que transan en bolsa. Por su parte, Corpbanca Corredores de Bolsa S.A., sociedad filial de Itau Corpbanca, maneja una cartera propia, no dependiendo su cartera de los clientes que Itau Corpbanca tenga.



## IMPORTANT US REGULATORY DISCLOSURES ON SUBJECT COMPANIES

This material was produced by CorpResearch, solely for information purposes and for the use of the recipient. It is not to be reproduced under any circumstances and is not to be copied or made available to any person other than the recipient. It is distributed in the United States of America by Enclave Capital LLC (19 West 44th Street, Suite 1700, New York, NY 10036). Enclave is a broker-dealer registered with the SEC and a member of FINRA and the Securities Investor Protection Corporation, only to “major U.S. institutional investors”, as defined under Rule 15a-6 (a) (2) promulgated under the US Securities Exchange Act of 1934, as amended, and as interpreted by the staff of the US Securities and Exchange Commission.

This document does not constitute an offer of, or an invitation by or on behalf of CorpResearch or its Head Office, or Itau Corpbanca or any other company to any person, to buy or sell any security. The information contained herein has been obtained from published information and other sources, which CorpResearch consider to be reliable. None of CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA, or Itau Corpbanca, accepts any liability or responsibility whatsoever for the accuracy or completeness of any such information. All estimates, expressions of opinion and other subjective judgments contained herein are made as of the date of this document. Emerging securities markets may be subject to risks significantly higher than more established markets. In particular, the political and economic environment, company practices and market prices and volumes may be subject to significant variations. The ability to assess such risks may also be limited due to significantly lower information quantity and quality. By accepting this document, you agree to be bound by all the foregoing provisions.

1. CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA, or Itau Corpbanca, may or may not have been beneficial owners of the securities mentioned in this report.
2. CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA or Itau Corpbanca, may have or not managed or co-managed a public offering of the securities mentioned in the report in the past 12 months.
3. CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA, or Itau Corpbanca, may have or not received compensation for investment banking services from the issuer of these securities in the past 12 months.
4. However, one or more of CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA, may, from time to time, have a long or short position in any of the securities mentioned herein and may buy or sell those securities or options thereon either on their own account or on behalf of their clients.
5. As of the publication of this report CorpResearch does not make a market in the subject securities.
6. CorpResearch or its Head Office, or Corpbanca Corredores de Bolsa SA, or Itau Corpbanca, may or may not, to the extent permitted by law, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients and from time to time provide investment banking, investment management or other services for or solicit to seek to obtain investment banking, or other securities business from, any entity referred to in this report.

Enclave Capital LLC. is distributing this document in the United States of America. CorpResearch accepts responsibility for its contents. Any US customer wishing to effect transactions in any securities referred to herein or options thereon should do so only by contacting a representative of Enclave Capital LLC.

This investment research is not intended for use by any person or entity that is not a major U.S institutional investor. If you have received a copy of this research and are not a major U.S institutional investor, you are instructed not to read, rely on or reproduce the contents hereof, and to destroy this research or return it to CorpResearch or to Enclave. Analyst(s) preparing this report are employees of CorpResearch who are resident outside the United States and are not associated persons or employees of any US registered broker-dealer.

Therefore, the analyst(s) are not be subject to Rule 2711 of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) or to Regulation AC adopted by the U.S Securities and Exchange Commission (SEC) which among other things, restrict communications with a subject company, public appearances and personal trading in securities by a research analyst. Any major U.S Institutional investor wishing to effect transactions in any securities referred to herein or options thereon should do so by contacting a representative of Enclave Capital LLC.