



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2021

Menor exposición a ciclo externo ante ruidos de eventual mayor persistencia

En el último mes, el escenario global ha continuado acumulado señales de desaceleración en las principales economías, en particular en Asia, lo que ha puesto presión sobre la dinámica de demanda relevante para las economías emergentes, sus principales materias primas y las monedas locales. A esto, se han sumado renovados shocks de oferta a nivel global, los que parecían ir en disminución luego del efecto de la variante delta en las principales cadenas de suministro. Sin embargo, los problemas de logística continúan al comienzo del cuarto trimestre, los precios de energía se han encarecido en mercados relevantes y la preocupación por presiones inflacionarias se mantienen latentes a corto plazo.

Es en este contexto, que los bancos centrales de economías emergentes continúan incrementando sus tasas de referencia, de manera de aplacar el desanclaje de expectativas de inflación a mediano plazo. Por su parte, la Reserva Federal tomó un tono algo menos expansivo en lo más reciente, anunciando la retirada de las compras de bonos desde fines de este año y hasta mediados del próximo, junto con señalar la primera alza de tasas hacia el cierre de 2022 o principios de 2023, adelantando marginalmente el ciclo de normalización de política monetaria. Como resumen, los mercados globales se ajustaron ante una tasa del bono del tesoro a 10 años que volvió a niveles de 1,5% (desde niveles en torno a 1,2%), poniendo presión adicional, junto a un dólar que retomó fuerza al cierre del mes. Si sumamos los ruidos que se mantienen elevados por el caso Evergrande y los efectos que pueda generar dada la alta deuda corporativa que presenta China, el contexto para mercados emergentes continúa nublado, y si algo, ha girado hacia mayores riesgos. Monedas y mercados bursátiles de la región han enfrentado renovadas presiones, en medio de ruidos locales que mantienen la percepción de riesgo elevada, lo que se refleja también en las tasas de interés locales.

Respecto de los retornos accionarios, el IPSA anotó una caída de -2,9% en septiembre, mientras la Cartera Fundamental (12 acciones) tuvo un descenso de -3,2% y la Cartera Táctica (6 acciones) un retroceso de -3,8% en el período. Ajustando a dólares (tomando de referencia los índices MSCI), el retorno de Chile fue de -6,6%, lo que compara con un -3,8% en EEUU, y bajas de -4,3% en Asia Emergente y -11,1% en América Latina. Salvo el buen desempeño de SQM-B (+8%), Cencosud (+7%) y un par de bancos y eléctricas más estables, el resto de las compañías presentaron caídas más cercanas a los dos dígitos, viéndose más golpeados sectores como *real estate* (centros comerciales), consumo discrecional y telecom & TI, lo que fue la tónica a lo largo del mes. Con ello, en el año el IPSA acumula un aumento de 4,4%, mientras que las Carteras Fundamental y Táctica anotan retornos de 2,8% y 1,6%, respectivamente.

En las últimas semanas se ha fortalecido nuestra tesis de cautela para la bolsa local, ya no sólo por ruidos locales sino también externos, por lo que mantenemos una perspectiva acotada para el IPSA en niveles de 4.300 puntos, pero que podría mejorar hasta 4.600 puntos en caso de un fuerte incremento en los resultados de las compañías y un apaciguamiento de factores de riesgo actuales. Con todo, las presiones sobre riesgo soberano y tipo de cambio, y tasas de interés locales al alza, siguen latentes. Adicionalmente, continúan los ruidos vinculados a posibles cambios regulatorios que terminen alterando la generación de flujos de las compañías, y con ello sus valorizaciones y rentabilidades. Además, la parte alta de este rango no considera la posibilidad que avancen iniciativas como el cuarto retiro de fondos de las AFPs, que eventualmente podrían generar una sobreoferta de acciones y un posible sobrecalentamiento en la economía que impulse medidas contractivas más pronunciadas por parte del Banco Central.

Por ello, creemos que el mayor potencial continúa en compañías ligadas al sector bancario, *retail* y exportadoras, industrias donde mantenemos nuestras principales exposiciones. En el caso del sector *commodities* decidimos excluir a CAP de las carteras, para dar mayor espacio al sector bancario, industria que se vería favorecida con un escenario de mayor inflación. De esta forma, incorporamos a Banco de Chile y tomamos algo de utilidad en Santander, con lo cual aumentamos en 4 p.p. la ponderación en bancos, dejando levemente subponderado a *commodities* minero por medio de SQM-B, favorecida por el alza del precio del litio y las buenas expectativas que han incorporado sus resultados del segundo semestre. Además, redujimos en 2 p.p. a Enelam, quedando neutral respecto al *benchmark*, ante el descenso que ha presentado la generación eléctrica en sus distintas operaciones en la región. Sólo de manera complementaria, elevamos levemente el peso en Cencosud (+1 p.p.).

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

| CAF | Actual | Previa | Δ ptos. | CAT |
|-------------------|------------|------------|-----------|------------|
| SQM-B | 16 | 16 | | ANDINA-B |
| CENCOSUD | 13 | 12 | 1 | BSANTANDER |
| BSANTANDER | 11 | 16 | -5 | BCI |
| BCI | 11 | 11 | | CENCOSUD |
| CHILE | 9 | | 9 | CONCHATORO |
| MALLPLAZA | 8 | 8 | | MALLPLAZA |
| ANDINA-B | 6 | 6 | | |
| CONCHATORO | 6 | 6 | | |
| COPEC | 6 | 6 | | |
| ENELAM | 6 | 8 | -2 | |
| CMPC | 5 | 5 | | |
| RIPLEY | 3 | 3 | | |
| CAP | 3 | | -3 | |
| TOTAL | 100 | 100 | | |

En la CAF, se sustituye a CAP por BANCO DE CHILE.

1. Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera anterior.

2. La Cartera Accionaria Fundamental (CAF) resulta de conciliar dos aspectos: una selección de acciones basada en la mejor relación visión estratégica (largo plazo); y la minimización de los desvíos respecto al benchmark (SP IPSA).

3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

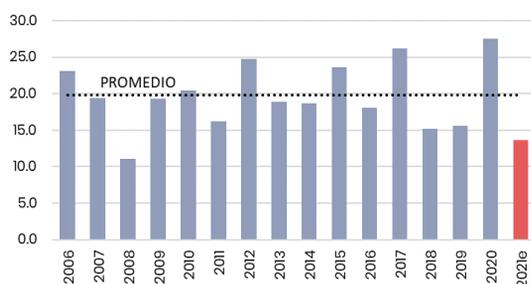
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

| Sector | Pond. CAF | Pond. SP IPSA* |
|-------------------------|------------|----------------|
| Eléctrico | 6 | 13 |
| Forestal | 11 | 12 |
| Bancos | 31 | 26 |
| Commodities Mineros | 16 | 18 |
| Industrial | 0 | 3 |
| Retail | 24 | 18 |
| Consumo | 12 | 7 |
| Telecomunicaciones y TI | 0 | 2 |
| Otros | 0 | 2 |
| Construcción | 0 | 0 |
| Total | 100 | 100 |

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a sep-21.

GRÁFICO 1: RELACIÓN RATIO P/U – MSCI CHILE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Aumentamos exposición en sector retail. A pesar de que vemos desafíos en el mediano plazo para el sector, especialmente en el segmento de tiendas por departamento, asociado a mejoras logísticas, eficiencias operacionales y protección de márgenes, esperamos que se mantenga la recuperación de resultados en el más corto plazo, producto de un *mix* de ventas más favorable en tiendas por departamento, bajos niveles de actividad promocional ante menores inventarios en los formatos *retail* en Chile, el impulso de las medidas de apoyo en Chile y mejoras en eficiencias. Por su parte, en el segmento de centros comerciales, a pesar de que el alza de tasas ha generado presión sobre los *cap rate spreads*, seguimos viendo espacios de valorización, donde esperamos que se mantenga una recuperación de resultados durante la segunda mitad del año, luego de la recuperación mostrada durante el 2T21, junto a una mayor estabilidad en sus operaciones hacia adelante. Para este mes, aumentamos levemente la exposición en Cencosud.

Seguimos con una visión negativa del sector eléctrico. Con una pandemia más controlada y sin mayores restricciones en la región, se observa una recuperación en la generación eléctrica, alcanzando niveles similares a los del año 2019. En nuestro país, la generación mostró un incremento de 6,2% a/a durante septiembre, con una generación hidráulica que cae un 21,6% a/a y una generación térmica que muestra un incremento de 4,3% a/a. Por otro lado, los datos preliminares del costo marginal promedio de sep-21 muestran una caída con respecto a ago-21, pero un incremento con respecto al mismo periodo de 2020. Para la barra Quillota, el promedio alcanza los US\$54/MWh (+89% a/a) y para Crucero, los US\$46/MWh (+58% a/a). Esto, implicaría que el costo marginal promedio para el 3Q21 estaría por sobre los US\$85/MWh, casi +200% a/a, lo que presionaría los resultados de las generadoras más expuestas a las compras en el mercado *spot* y las que en este trimestre tuvieron una caída en su generación. Es por esto, en conjunto con los riesgos regulatorios que podrían afectar los retornos de compañías, que mantenemos nuestra subponderación en los papeles de las generadoras nacionales. Dentro de la industria, nuestra preferencia sigue siendo Enel Américas, donde redujimos nuestra ponderación en 2 p.p. para quedar neutrales en el papel.

Bajamos levemente la exposición en el sector minero. Tras los buenos resultados al 2T21 de SQM, esperamos que esa tendencia se mantenga el resto del año, con precios del litio exportado que se han elevado hasta máximos históricos, con buenos volúmenes despachados y elevados precios en las otras líneas de negocio, especialmente Nitratos y Yodo. No obstante, siguen vigentes los riesgos políticos asociados al *royalty* minero, por lo que mantenemos una posición neutral en este papel. En tanto, el precio del hierro se ha desplomado en los últimos meses, explicado principalmente por el freno en la actividad en China, los ruidos en el sector construcción por el caso Evergrande y la recuperación de la oferta a nivel mundial a medida que la pandemia se ha controlado. Ante esto, y el riesgo de ajustes adicionales, decidimos excluir a CAP de nuestras carteras.

Mantenemos la ponderación del sector forestal. Los precios de la celulosa parecen estabilizarse en China tras haber experimentado caídas en los meses anteriores, pero aún con expectativas de bajas en la segunda parte del año. Si bien, estas perspectivas en los precios de la celulosa estaban considerados en nuestro escenario base de valorización para las empresas forestales bajo cobertura, la mayor incertidumbre local nos lleva a ser más cautos, en medio de mayores desafíos medioambientales y regulatorios, por lo que mantenemos levemente subponderado al sector.

Mantenemos nuestra preferencia por el sector consumo. Luego de los buenos resultados acumulados en el año para Andina y las positivas expectativas para 2021 para Concha y Toro, mantenemos la sobreponderación de esta industria en las carteras. El sector, caracterizado por ser defensivo, ha logrado crecimientos en volúmenes y precios en los últimos períodos, destacando además mejoras en inventarios y en costos en el caso de la viña, sumado a un tipo de cambio favorable para el sector exportador. En el caso de la embotelladora, los efectos positivos de *mix de ventas* (en línea con los estímulos económicos) han sostenido el crecimiento de ciertas categorías de mejor margen.

Aumentamos exposición al sector bancario. El sistema ha mostrado positivas cifras en términos de calidad de la cartera, en medio de las ayudas y la mayor liquidez de los hogares y empresas, a pesar de la reanudación de pagos de la mayor parte de esta, registrando un 1,44% en términos de morosidad a agosto 2021 (1,85% a agosto 2020) y una cobertura de 1,68 veces (1,43x a agosto 2020). Si bien, seguimos esperando un deterioro en los indicadores en el mediano plazo, a la vez que se ha registrado un menor dinamismo al esperado en términos de recuperación de colocaciones y expectativas de crecimiento en utilidad algo más contenidas durante la última parte del año (aunque favorables), mantenemos una mirada positiva en relación con el comportamiento de la cartera a agosto, además de ver un escenario relativo más atractivo para el sector frente a otros. Posicionamos a Santander y BCI como nuestras principales exposiciones en el sector, a la vez que incorporamos a Banco de Chile.

Mantenemos subponderado el sector telecomunicaciones. Si bien los resultados de Sonda y Entel del 2T21 mostraron un incremento en el Ebitda de 4% y 10% a/a, respectivamente, en esencia por una recuperación en los resultados de Perú luego del impacto que tuvieron las cuarentenas aplicadas en el 2T20, vemos mayores oportunidades de valorización en sectores de consumo local, por lo que hemos decidido mantener excluido al sector en las carteras.

Anexo 1: Alza en Precio de Combustibles y Ajustes en Plan de Inversión Afectan las Expectativas de Engie Energía Chile

Tras las recientes alzas de los precios de los combustibles, y las modificaciones al plan de inversión de la compañía, que incluye la reconversión de tres centrales a carbón, actualizamos nuestro precio objetivo para la acción a \$900 (desde \$1.250 publicado en febrero), con recomendación Neutral. Nuestro escenario base para los precios de los combustibles considera un incremento con respecto al año pasado, principalmente por la normalización de éstos a lo largo de este año. Además, consideramos una aceleración en las inversiones en ERNC para los próximos años, según los planes de la compañía. De la misma manera, hemos incorporado la reconversión de las centrales CTA y CTH (177 MW y 170MW, respectivamente) a biomasa, y la central IEM (375 MW) a gas, todo previo al año 2027. Cabe mencionar que, si bien no hay pérdida de capacidad instalada con la transformación de las centrales, si habría un menor factor de carga, lo que disminuiría la generación. Por esta razón, es que vemos necesario acelerar el proceso de transformación de la matriz de la compañía, para sustituir la generación a carbón.

Con esto, y dados los últimos reportes de resultados de la compañía, el Ebitda estimado para este año pasa de US\$ 424,5 millones a US\$418,3 millones (-1,5%), con una utilidad de US\$120,6 millones (US\$136,1 millones anteriormente). Para el año 2022 esperamos un ajuste negativo en nuestra proyección de 6,4% en el Ebitda, alcanzando los US\$431,1 millones, y una variación de -7,1% en la utilidad. Es importante destacar que en esta actualización no queda plasmada una disminución en los precios de largo plazo de la energía, lo que es un riesgo a la baja para todo el sector.

| MM US\$ | Ebitda | | | Utilidad | | |
|---------|--------|-------|--------|----------|-------|--------|
| | Act. | Ant. | % Var. | Act. | Ant. | % Var. |
| 2021e | 418,3 | 424,5 | -1,5% | 120,6 | 136,1 | -11,4% |
| 2022e | 431,1 | 460,4 | -6,4% | 111,1 | 119,7 | -7,1% |
| 2023e | 442,3 | 449,4 | -1,6% | 112,7 | 123,5 | -8,7% |

Fuente: Estudios Security

Anexo 2: Expectativas de Alta Demanda Potencian Precios de Litio, Yodo y Potasio para SQM

En los últimos 2 meses se ha observado un importante aumento en el precio del litio (acumulando 240% YTD), tanto en hidróxido como en carbonato, lo que explicaría el rally exhibido por SQM-B pese a un mercado local presionado. Este incremento está relacionado con un fortalecimiento en la demanda de vehículos eléctricos a nivel global y una oferta que se mantuvo más limitada durante la pandemia, llevando nuevamente los precios de estos insumos a niveles históricos (en torno a US\$ 25.000/ton). Si a esto sumamos un buen desempeño de precios en sus negocios no litio (como son yodo y potasio), en particular en el 2T21, implican una mejora importante en las expectativas de resultados de la compañía para 2021 y 2022, mostrando alguna reducción en precios recién hacia finales del próximo año.

Al incorporar un precio promedio del carbonato de litio de US\$ 8.000/ton para 2021 y US\$ 10.000/ton para 2022, las proyecciones de Ebitda mejoran en 17,5% y 36,2%, respectivamente, respecto al reporte publicado en marzo.

Para el largo plazo, mantenemos un valor promedio en torno a US\$ 8.000/ton. Con ello, nuestro nuevo precio objetivo para SQM-B sube a \$48.800 por acción, con una recomendación neutral.

| MM US\$ | Ebitda | | | Utilidad | | |
|---------|---------|-------|--------|----------|-------|--------|
| | Act. | Ant. | % Var. | Act. | Ant. | % Var. |
| 2021e | 816,5 | 695,0 | 17,5% | 356,0 | 326,0 | 9,2% |
| 2022e | 1,109,7 | 815,0 | 36,2% | 562,5 | 361,0 | 55,8% |
| 2023e | 1,157,9 | 868,0 | 33,4% | 590,1 | 383,0 | 54,1% |

Fuente: Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

| | Precio | Fecha | Informe | Precio/Utilidad | | EV/Ebitda | |
|--------------------|---------------|----------------|------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| | Objetivo (\$) | Actualización | Sectorial | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e |
| AES Gener | 150 | feb-21 | Eléctrico | 2.6x | 6.9x | 4.3x | 7.1x |
| Andina-B | 2,700 | feb-21 | Consumo | 12.3x | 12.0x | 6.7x | 6.9x |
| Banco de Chile | 95 | feb-21 | Bancario | 13.4x | 11.7x | - | - |
| Banco Santander | 54 | feb-21 | Bancario | 14.0x | 12.0x | - | - |
| BCI | 42,500 | feb-21 | Bancario | 10.8x | 7.9x | - | - |
| CAP | 16,000 | may-21 | Minero | 2.1x | 13.1x | 1.6x | 5.3x |
| CCU | 7,300 | feb-21 | Consumo | 13.1x | 15.5x | 9.0x | 9.6x |
| Cencoshopp | 1,840 | mar-21 | Retail | 5.4x | 5.1x | 11.4x | 10.0x |
| Cencosud | 1,650 | mar-21 | Retail | 13.7x | 16.5x | 8.1x | 8.4x |
| CMPC | 2,800 | abr-21 | Forestal | 10.3x | 9.0x | 4.6x | 4.4x |
| Colbún | 155 | feb-21 | Eléctrico | 14.3x | 13.5x | 5.9x | 6.1x |
| Concha y Toro | 1,450 | feb-21 | Consumo | 12.8x | 13.1x | 8.4x | 8.5x |
| Copec | 10,500 | abr-21 | Forestal | 11.4x | 9.4x | 6.3x | 5.9x |
| Embonor-B | 1,500 | feb-21 | Consumo | 15.0x | 14.5x | 6.3x | 6.0x |
| Enel Américas | 145 | feb-21 | Eléctrico | 15.2x | 15.1x | 6.1x | 6.1x |
| Enel Chile | 72 | feb-21 | Eléctrico | 7.7x | 9.2x | 4.6x | 4.9x |
| Enel Generación | 360 | feb-21 | Eléctrico | 8.3x | 5.9x | 4.4x | 4.4x |
| Engie Chile | 900 | sept-21 | Eléctrico | 6.1x | 6.9x | 3.3x | 3.3x |
| Entel | 6,390 | mar-21 | Telecom.&TI | 9.9x | 24.2x | 4.0x | 4.0x |
| Falabella | 3,400 | mar-21 | Retail | 27.6x | 21.0x | 9.8x | 8.6x |
| Itaú Corpbanca | 3.6 | feb-21 | Bancario | 10.1x | 6.6x | - | - |
| Mallplaza | 1,760 | mar-21 | Retail | 15.6x | 12.8x | 12.7x | 10.9x |
| Ripley | En Rev. | - | Retail | - | - | - | - |
| SMU | En Rev. | - | Retail | - | - | - | - |
| Sonda | 570 | mar-21 | Telecom.&TI | 13.3x | 10.7x | 4.4x | 4.1x |
| SQM-B | 48,800 | sept-21 | Minero | 41.5x | 27.3x | 18.9x | 14.5x |

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Acciones Recomendadas: Fundamentos

ANDINA-B: Mantenemos nuestra visión favorable para la embotelladora, con resultados que continuarían sorprendiendo al mercado el resto del año, principalmente por alzas en volúmenes en todas las categorías y efectos positivos de *mix* de productos tras los estímulos económicos que continúan favoreciendo al sector. Cabe mencionar que se encuentra entre las embotelladoras de Coca-Cola más descontadas entre sus comparables, a pesar de su buen desempeño en los trimestres previos y a ser un sector con bajos riesgos locales.

BCI: Si bien consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de márgenes de interés que continúan presionados y un crecimiento en colocaciones algo más lento a lo esperado, luego de los positivos resultados a la fecha, producto de una importante mejora en el gasto en provisiones, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición después de las provisiones adicionales registradas desde el comienzo de la crisis sanitaria (\$256.214 millones). A la vez, registra una morosidad de 1,0% (1,44% el sistema), bajo el 1,44% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,90 veces (1,68x el sistema). Al mismo tiempo, esperamos un mejor escenario para los márgenes de interés hacia más largo plazo. Con todo, creemos que presenta un atractivo espacio de valorización en un escenario de una mayor normalización de la economía, posicionando a BCI como una de nuestras principales apuestas en el sector.

BSANTANDER: Luego de los positivos resultados del banco a agosto, donde mantiene la mejora en relación al costo por riesgo, llegando a 1,05% a agosto (frente al 1,72% registrado un año atrás), acompañado de una positiva evolución en sus cifras de morosidad, pasando desde 1,66% un año atrás hasta 1,22% en agosto, impulsadas por las medidas de apoyo y a pesar de la normalización en los pagos de la mayor parte de su cartera. Esto le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 2,15 veces (1,73 veces a agosto 2020). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,3% frente a 49,5% del sistema) y una destacada protección de los márgenes de interés neto, con números más positivos que el sistema, potenciando con ello su rentabilidad. Consideramos que el banco presenta una buena calidad de activos y una valorización atractiva. Si bien disminuimos nuestra exposición a Santander, la mantenemos como una de nuestras principales apuestas en el sector.

CENCOSUD: Esperamos positivos resultados del 3T21, los que estarían impulsados por una mejora año contra año en los segmentos retail en Chile, donde el INE reportó un crecimiento de 6,7% a/a en las ventas de supermercados en agosto (32,3% a/a en julio). Destacamos también, los cambios operacionales que ha realizado la compañía, como el cierre del segmento de

tiendas por departamento en Perú y Johnson en Chile y los cambios hacia formatos como *cash & carry* en Perú y Atacarejo en Brasil. En la misma línea, valoramos el desempeño registrado en el canal *online*, donde luego de las restricciones a la movilidad y la alianza con Cornershopp, la compañía registró una penetración *online* en el segmento de supermercados de 11% en el 2T21 (7,1% 2T20), apoyando el aumento en participación de mercado en el segmento. Por su lado, en agosto, el IVCM registró un alza de 25,1% a/a. Por último, a pesar de que mantenemos una cuota de atención por su alta exposición en Argentina (-16% de los ingresos), consideramos que presenta una valorización atractiva y una exposición a segmentos más estables dentro del sector.

CHILE: Consideramos que la compañía presenta espacios de valorización ante una mejora en las perspectivas de márgenes de interés en el mediano plazo, acompañado de una atractiva relación riesgo/retorno, producto de una mejor calidad de cartera frente a sus comparables, alcanzando una cobertura de 2,18 veces a agosto (frente a 1,68x el sistema), a la vez que el banco ha realizado provisiones adicionales por \$232.000 millones desde el comienzo de la crisis sanitaria y presenta una morosidad de 0,95%, bajo el 1,44% de la industria. En este contexto, ubicamos a Banco de Chile levemente subponderado, pero sobre ponderando el sector frente al benchmark.

MALLPLAZA: Esperamos que se mantenga una fuerte recuperación de resultados en el corto plazo, producto de menores restricciones a la movilidad y menores descuentos a los arrendatarios, a la vez que creemos que el sector es clave en la recuperación del *mix* de ventas en tiendas por departamento, junto a tener una consolidada función de entretenimiento. Por otro lado, valoramos las soluciones de omnicanalidad que ha implementado la compañía (Click and Collect y alianza con Linio) junto a costos de ocupación que se mantienen en niveles saludables (9% 2T21), lo que permitiría atenuar eventuales presiones en la renegociación de contratos (91% de ocupación, con 7 años de duración promedio). Por lo que a pesar del riesgo de nuevas variantes que puedan provocar retrocesos en las restricciones a la movilidad genera incertidumbre para el sector en el corto plazo y la presión en los *cap rate spreads* luego del alza en las curvas de rendimiento, mantenemos a Mallplaza en nuestras carteras, donde vemos una valorización atractiva.

CMPC: El desacople que se ha observado entre los precios de la acción y una celulosa más estable tendría explicación en los mayores riesgos locales, en particular regulatorios, sumado a precios proyectados por el mercado (tanto para fibra corta como larga) aún menores a lo que se transan en China. Si bien, nuestras proyecciones de resultados son positivas para el 2021, estando en la parte superior de las estimaciones del mercado, sus perspectivas para los años siguientes y sus riesgos asociados son más cautos. Ante esto, decidimos mantener una posición neutral en el papel, puesto que su perfil exportador podría mitigar temporalmente la presión local.

CONCHATORO: Mantenemos nuestra ponderación en la viña, con buenas proyecciones de resultados para el resto del 2021 y buenos datos de exportaciones en los últimos meses, con algún freno en el caso de Europa. Las recientes alzas del tipo de cambio local son un *driver* adicional a la acción, sumado a nuestras estimaciones de costos que se mantendrían en niveles bajos. Tanto el mercado local como el de exportación continuarían fuertes, donde nuevamente destacarían América del Sur y Europa Occidental. Con respecto a la vendimia 2021, esta sería récord para la compañía, tanto en calidad como en volumen, asegurando un buen año en términos de costos. Finalmente, según las cifras de Aduanas a julio, la compañía ha muestra que los precios y volúmenes de exportación han disminuido respecto al mes anterior, pero se encuentran en niveles relativamente altos aún.

COPEC: De manera similar a lo ocurrido con CMPC, mantenemos la ponderación de Copec en las carteras. El segmento combustibles continuaría recuperando en volúmenes (como ya lo mostró al 2T21), mientras que el escenario de precios de celulosa seguiría positivo para la compañía, aunque con menor impacto ante su tendencia a la baja (que incorporan con rezago a sus resultados). El segmento paneles, por su parte, ha mostrado su fortaleza en los mercados donde se comercializan, pero los despachos de celulosa, según Aduanas a junio y julio, frenaron el crecimiento mostrado en los meses anteriores. Con todo, frente a riesgos políticos asociados al sector, resultados más contenidos pero un segmento exportador favorecido por tipo de cambio, nos llevan a tener una visión neutral en este sector.

ENELAM: Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica y la fusión con EGPA, que incorporó más de 2.000 MW de capacidad instalada operativa y agregaría cerca de 3.000 GW de nueva capacidad durante entre 2021 y 2023. Los resultados del 2T21 mostraron una recuperación en la demanda eléctrica en la región, con un

Ebitda del segmento de Generación que creció 96,9% a/a (+48,3% a/a, sin EGPA), mientras que en Distribución, el Ebitda mostró una variación anual positiva de 18,9%. Esperamos que los resultados sigan presentando una recuperación paulatina durante el año, dado la recuperación de la generación en la región, llegando a niveles pre pandemia en 2022. Además, evaluamos de manera positiva el holgado perfil financiero de cara a los efectos de esta crisis y las oportunidades de crecimiento en ERNC con la consolidación de EGPA a partir de este trimestre.

RIPLEY: Esperamos que en el más corto plazo se mantenga la recuperación en resultados que ha mostrado la compañía, como consecuencia de una fuerte recuperación en el mix de ventas, una mejora en ingresos y bajos niveles de actividad promocional, a la vez que valoramos la evolución del segmento inmobiliario que está mostrando la compañía en Perú, donde esperamos mayores economías de escala luego de la ampliación del Mall Aventura Santa Anita, la apertura del centro comercial de Chiclayo y las próximas aperturas de Iquitos y San Juan de Lurigancho (4T23). Por su parte, los segmentos de vestuario y calzado registraron un crecimiento en agosto de 96% a/a en el IVCN, suprimiendo las presiones en márgenes relacionadas con el mix de ventas (caída de -2,6% a/a en productos electrónicos), a la vez que presenta la totalidad de sus tiendas abiertas (frente a un 52% promedio durante el segundo trimestre). Con todo, y a pesar de que vemos riesgos en términos de protección de márgenes en tiendas por departamento, una recuperación de colocaciones algo más pausada en el *retail* financiero y elevados niveles de incertidumbre en Perú (en torno a 34% de los ingresos de la compañía), consideramos que la compañía presenta un atractivo espacio de valorización.

SQM-B: Los precios del litio en China continuaron mostrando importantes avances durante septiembre (~45%). En los resultados del 2T21 observamos aumentos en volúmenes de litio, mostrándose muy fuertes respecto a su historia, sumado a mejores precios, los que lograron compensar los bajos niveles que se habían observado en los trimestres anteriores. En cuanto a los segmentos no litio, se registraron buenas cifras tras repuntes en precios y la favorable recuperación de la actividad en relación al 2T20. Esperamos que dichas operaciones continúen aumentando sus niveles, aprovechando los mayores precios del potasio y yodo, viendo espacio para mejores resultados en el resto del 2021. Producto del mejor desempeño esperado, pero tomando en cuenta los elevados riesgos locales que acompañan al sector, nos mantenemos sin cambios en la CAF, en línea con su ponderación en el IPSA.

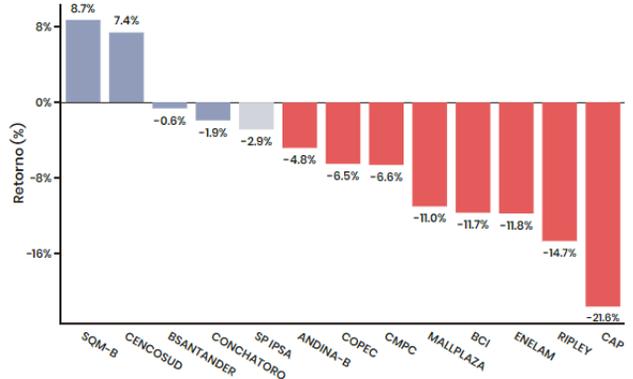
*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo publicado que supere los seis meses de antigüedad respecto de su fecha de emisión, tiene vigencia para las recomendaciones de las acciones por parte del Departamento de Estudios Security.

Desempeño Carteras Accionarias Security

GRÁFICO 2: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SP IPSA



GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



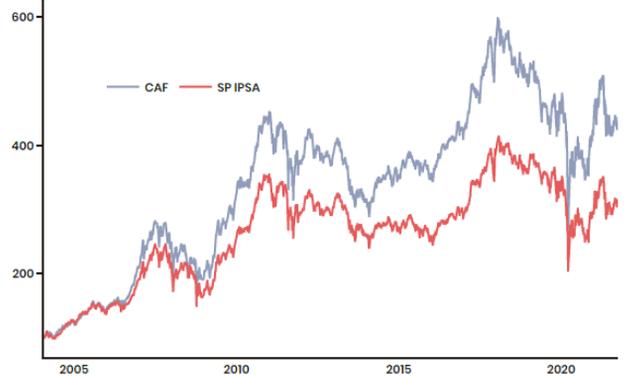
*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 30 de septiembre de 2021.

GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA (6 ACCIONES)**



** Retornos Acumulados

GRÁFICO 5: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

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

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
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.