



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235  
5.6631

# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2021

## Una exposición a riesgos controlados ad portas de definiciones claves

Uno de los principales factores globales del último mes han sido cierta estabilización en las cifras de crecimiento de las principales economías, lo que de todas formas comienza a ir en línea con las expectativas algo más contenidas del mercado. Sin embargo, un punto que contrasta son las renovadas presiones inflacionarias que provienen de nuevos *shocks* de oferta global, los que, si bien se compensan con precios de materias primas elevadas y generan un panorama más positivo para economías emergentes, se enfrenta con una mayor tensión sobre las perspectivas de tasas de interés y liquidez a nivel global. Con todo, el dólar, bajo distintas métricas frente a otras monedas, se mantiene en niveles apreciados en términos generales y gana terreno sobre las monedas de la región, en medio de crecientes ruidos locales en las distintas economías de América Latina. Así, se aprecia un persistente desacople entre los activos locales de estos mercados y otras economías emergentes, que parecería no ceder en el corto y mediano plazo.

De hecho, respecto a los retornos accionarios, el IPSA anotó una caída de -6,2% en octubre, mientras la Cartera Fundamental (12 acciones) tuvo un descenso de -5,3% y la Cartera Táctica (6 acciones) un retroceso de -7,2% en el periodo. Ajustando a dólares (tomando de referencia los índices MSCI), el retorno de Chile fue muy similar, de -6,4%, lo que se compara con alzas de 6,7% en EEUU y 2,1% en Asia Emergente, y una baja de -3,5% en América Latina. A diferencia de meses anteriores, esta vez hubo un desempeño más marcado a nivel sectorial, con caídas bastante más contenidas en segmentos ligados a materias primas y un incremento en telecom, versus abruptos descensos en sectores como consumo discrecional y TI, dejando de manifiesto el mayor impacto en segmentos ligados al escenario interno. Con ello, el IPSA pasó a mostrar pérdidas en términos anuales, con una baja de -2,0%, mientras que las Carteras Fundamental y Táctica anotan retornos de -2,6% y -5,8%, respectivamente.

Las últimas semanas se han caracterizado por una alta volatilidad en la bolsa local, respondiendo tanto a las tendencias que muestran algunas de las encuestas políticas de cara a las elecciones presidenciales como a la discusión del 4to retiro de fondos de pensiones, dando cuenta de la clara incertidumbre que predomina actualmente en el mercado nacional. Si bien los activos de renta fija local han mostraron cierto alivio hacia la última parte del mes, ligado a un menor apoyo sobre todo al proyecto que implica anticipos de renta vitalicias, la renta variable y el tipo de cambio no se han beneficiado, acompañado de expectativas inflacionarias al alza y significativos ajustes a la baja en las perspectivas de crecimiento hacia 2022.

Las menores perspectivas para el próximo año estarían tomando fuerza, a pesar del buen 2021 que cerraría con una expansión en rango de 11% a/a, lo que apoya estimaciones de resultados del tercer trimestre que nuevamente apuntan a un elevado incremento superior a 30% a/a en EBITDA para la muestra de empresas, en particular industrias de consumo y *commodities*. A su vez, las presiones sobre tasas de descuento a más largo plazo se mantienen elevadas, en medio de un mayor premio por riesgo soberano y tasas de interés base, mitigando las perspectivas para la bolsa chilena. En la medida que no se defina al menos la tendencia de estas variables macro, nuestra mirada seguirá siendo cauta, estimando un IPSA en un nivel más cercano a 4.300-4.400 pts. Los resultados de las elecciones presidenciales y parlamentarias, junto con los avances en la discusión del cuarto retiro y anticipo de rentas vitalicias debieran ir despejando parte de los escenarios, aunque el mercado estaría internalizando un periodo de mayor incertidumbre más persistente para los próximos años, inversión muy contenida, y retiro significativo de estímulos monetario y fiscal.

Por ello, creemos que en este contexto es mejor privilegiar papeles de mayor *market cap*, dando mayor peso a compañías ligadas a *retail*, bancos y materias primas, y manteniendo la subexposición al sector eléctrico, por lo que sólo efectuamos cambios menores este mes. En el caso del sector *commodities* decidimos elevar en 2 p.p. la ponderación de SQM-B para mantener nuestro neutral en el papel respecto al *benchmark*, que sigue favorecido por un buen precio del litio y estimaciones favorables para sus resultados del segundo semestre del año. A cambio, redujimos en 1 p.p. el peso en Cencosud, que mantiene un largo de 6,5 p.p. y nuestro favoritismo en el sector, junto a 1 p.p. en BCI, en respuesta a un ambiente marginalmente más negativo para la industria ante las mayores restricciones en el otorgamiento de créditos hipotecarios.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	18	16	2	ANDINA-B
CENCOSUD	12	13	-1	BSANTANDER
BSANTANDER	11	11		BCI
BCI	10	11	-1	CENCOSUD
CHILE	9	9		CONCHATORO
MALLPLAZA	8	8		MALLPLAZA
ANDINA-B	6	6		
CONCHATORO	6	6		
COPEC	6	6		
ENELAM	6	6		
CMPC	5	5		
RIPLEY	3	3		
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

\* Este mes sólo se efectuaron cambios en ponderaciones.

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.

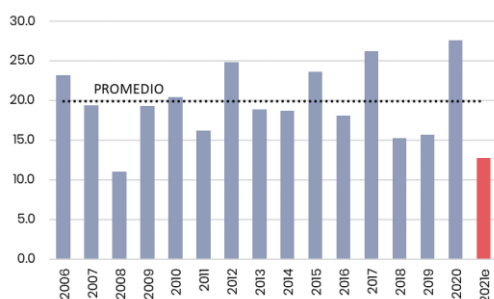
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	6	12
Forestal	11	13
Bancos	30	26
Commodities Mineros	18	20
Industrial	0	3
Retail	23	16
Consumo	12	7
Telecomunicaciones y TI	0	2
Otros	0	2
Construcción	0	0
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

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

GRÁFICO 1: RELACIÓN RATIO P/U – MSCI CHILE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

**Disminuimos 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 un crecimiento de 99% a/a en Ebitda durante el 3T21, 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, menores restricciones a la movilidad 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 una recuperación importante en los resultados del 3T21, junto a una mayor estabilidad en sus operaciones hacia adelante. Al hacer un rebalanceo de la cartera, disminuimos levemente la exposición en Cencosud.

### Continuamos con nuestra subponderación del sector eléctrico.

Con una pandemia más controlada y sin mayores restricciones en la región, se observa una recuperación en la demanda eléctrica, alcanzando niveles similares a los del año 2019. En nuestro país, la generación mostró un incremento cercano a un 5,7% a/a durante octubre, con una generación hidráulica que cae en torno a 45,0% a/a y una generación térmica que muestra un incremento de casi 10% a/a. Por otro lado, los datos preliminares del costo marginal promedio de oct-21 muestran una caída con respecto a sep-21 para la zona central, pero un incremento con respecto al mismo periodo de 2020. Para la barra Quillota, el promedio alcanzó US\$48,0/MWh (+56% a/a) y para Crucero, llegó a US\$47,5/MWh (+39% a/a). Esto, continuaría presionando los resultados de las generadoras más expuestas a las compras en el mercado *spot*, si en la temporada de deshielos no mejora la generación hídrica. Es por esto, en conjunto con los riesgos regulatorios que podrían afectar los retornos de compañías y los bajos resultados del 3T21 (que ya hemos visto para la mayoría de ellas) que mantenemos nuestra subponderación en los papeles de las generadoras nacionales. Dentro de la industria, nuestra preferencia sigue siendo Enel Américas, donde mantenemos nuestra ponderación de 6 p.p.

### Subimos levemente la exposición en el sector minero.

Tras la evolución que presentó en precio del litio en los últimos meses, y las buenas perspectivas que dejaron los resultados del 2T21 para los otros segmentos de SQM, esperamos resultados muy positivos en el 3T21, con buenos volúmenes despachados y elevados precios en varias líneas de negocio, especialmente litio, potasio y yodo. No obstante, como siguen vigentes los riesgos políticos asociados al *royalty* minero, subimos su ponderación sólo a posición neutral respecto al IPSA. En tanto, el precio del hierro frenó su caída en las últimas semanas, las expectativas siguen apuntando a un descenso adicional, mientras que los resultados del 3T21 van a reflejar de manera muy negativa el efecto de la corrección en la contabilización de sus envíos una vez que el producto llega a destino, absorbiendo la baja abrupta en el precio de mercado.

**Mantenemos la ponderación del sector forestal.** Los precios de la celulosa siguen deteriorándose en China, y mantienen expectativas de bajas para la segunda parte del año. Si bien, en los resultados del 3T21 no se verá reflejada esta tendencia (por el *delay* en los contratos de venta), manteniendo aumentos relevantes de precios en términos anuales, y un desempeño bastante favorable en negocios complementarios (biopackaging y paneles), preferimos continuar sin cambios en la ponderación del sector, en respuesta a este escenario de bajas de precios y mayores desafíos medioambientales y regulatorios.

**Mantenemos nuestra preferencia por el sector consumo.** Ante buenas expectativas de resultados acumulados en el año para Andina y Concha y Toro, mantenemos la sobreponderación de esta industria en las carteras. El sector, caracterizado por ser defensivo, ha logrado en los últimos períodos crecimientos importantes en volúmenes (compensando la baja en despachos por falta de containers con alta demanda local por medidas de estímulo) y, particularmente, precios, destacando además mejoras en inventarios y en costos, sumado a un tipo de cambio favorable para el sector exportador.

**Disminuimos exposición al sector bancario.** El sistema sigue mostrando positivas cifras en términos de calidad de la cartera a septiembre, en medio de las ayudas y la mayor liquidez de los hogares y empresas, a pesar de la reanudación de pagos de casi la totalidad de esta, registrando un 1,43% en términos de morosidad a septiembre 2021 (1,76% a septiembre 2020) y una cobertura de 1,68 veces (1,53x a septiembre 2020). Por otro lado, si bien, seguimos esperando un deterioro en los indicadores de calidad de cartera en el mediano plazo, junto a presiones en las colocaciones de vivienda y los segmentos comerciales ligados al sector, producto de las alzas en las curvas de rendimiento 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 septiembre, a la vez que seguimos viendo un mejor escenario relativo para el sector frente a otros, manteniéndolo sobreponderado y posicionando a Santander y BCI como nuestras principales exposiciones en el sector.

**Mantenemos subponderado el sector telecomunicaciones.** Si bien los resultados de Sonda y Entel del 3T21 mostrarían un incremento en el Ebitda de 9% y 25% a/a, respectivamente, en esencia por una recuperación en los resultados de Perú luego del impacto que tuvieron las cuarentenas aplicadas durante el año pasado, vemos mayores oportunidades de valorización en sectores con exposición internacional, por lo que hemos decidido mantener excluido al sector en las carteras.

## Anexo I: Actualizamos Precio Objetivo de Ripley

Tras el aumento de la incertidumbre local en Perú, actualizamos nuestro precio objetivo para la acción a \$305 (desde \$370 publicado en marzo), con recomendación Sobreponderar. Nuestro escenario base considera una depreciación del Sol frente al peso de 4% en 2021 y 2% en 2022, junto con un alza de 25 p.b en el riesgo país en Perú. Por su parte, consideramos un crecimiento de 49,8% en ingresos en el segmento *retail* en Chile para este año (-21% en 2022), con un margen Ebitda de 5,8% en el segmento, el que se normalizaría en torno a 4,3% en el largo plazo. Por otro lado, esperamos mejoras operacionales con la entrada de mayor GLA hacia 2023 en Perú. Con todo, si bien consideramos que la compañía presenta amplios espacios de valorización, tenemos una cuota de cautela ante el peso de sus operaciones en Perú (en torno a 34% de los ingresos), la sostenibilidad del impulso del segmento *retail* en Chile y la incertidumbre con relación a la normalización de la calidad de la cartera *retail* y la recuperación de colocaciones de consumo ante la alta liquidez presente en los hogares.

ESTADO DE RESULTADOS				
Millones de pesos	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1499.541	1863.397	1603.519	1616.833
Variación (%)	-13,2%	24,3%	-13,9%	0,8%
Resultado Operacional	-49.408	75.059	48.237	63.885
Variación (%)	-239,6%	-251,9%	-35,7%	32,4%
Margen Operacional (%)	-3,3%	4,0%	3,0%	4,0%
EBITDA	17.918	141.957	112.703	130.591
Variación (%)	-82,4%	692,3%	-20,6%	15,9%
Margen EBITDA (%)	1,2%	7,6%	7,0%	8,1%
Utilidad Neta	-78.630	55.818	32.698	44.211
Variación (%)	-178,1%	-171,0%	-41,4%	35,2%
Margen Neto (%)	-5,2%	3,0%	2,0%	2,7%

VALORIZACIONES				
	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	221			
Precio Utilidad (x)	-5,4	4,8	8,1	6,0
EV / Ebitda (x)	20,9	7,2	8,2	7,5
Balsa Libro (x)	0,4	0,3	0,3	0,3
Precio Ventas (x)	0,29	0,14	0,17	0,16
ROA (%)	-1,4%	2,2%	1,4%	1,8%
ROE (%)	-7,8%	6,4%	3,4%	4,3%

Fuente: Departamento de estudios

## 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	2.2x	5.7x	4.0x	6.4x
Andina-B	2,700	feb-21	Consumo	11.8x	11.5x	6.5x	6.8x
Banco de Chile	95	feb-21	Bancario	12.7x	11.1x	-	-
Banco Santander	54	feb-21	Bancario	12.2x	10.5x	-	-
BCI	42,500	feb-21	Bancario	10.0x	7.4x	-	-
CAP	16,000	may-21	Minero	1.9x	11.5x	1.5x	4.8x
CCU	7,300	feb-21	Consumo	12.3x	14.7x	8.5x	9.1x
Cencoshopp	1,840	mar-21	Retail	4.4x	4.2x	10.0x	8.7x
Cencosud	1,650	mar-21	Retail	10.4x	12.5x	6.8x	7.1x
CMPC	2,800	abr-21	Forestal	9.7x	8.3x	4.3x	4.1x
Colbún	155	feb-21	Eléctrico	5.9x	5.4x	2.2x	2.2x
Concha y Toro	1,450	feb-21	Consumo	11.7x	12.0x	7.9x	8.0x
Copec	10,500	abr-21	Forestal	10.4x	8.3x	5.9x	5.4x
Embonor-B	1,500	feb-21	Consumo	15.4x	14.9x	6.5x	6.2x
Enel Américas	145	feb-21	Eléctrico	14.1x	13.7x	5.9x	5.8x
Enel Chile	72	feb-21	Eléctrico	6.6x	8.0x	4.5x	4.8x
Enel Generación	360	feb-21	Eléctrico	7.4x	5.3x	4.3x	4.4x
Engie Chile	900	oct-21	Eléctrico	5.1x	5.6x	3.6x	3.6x
Entel	6,390	mar-21	Telecom.&TI	8.3x	20.2x	3.8x	3.8x
Falabella	3,400	mar-21	Retail	21.9x	16.6x	8.5x	7.4x
Itaú Corpbanca	3.6	feb-21	Bancario	9.2x	6.0x	-	-
Mallplaza	1,760	mar-21	Retail	14.6x	11.9x	12.2x	10.5x
<b>Ripley</b>	<b>305</b>	<b>nov-21</b>	<b>Retail</b>	<b>4.8x</b>	<b>8.1x</b>	<b>8.2x</b>	<b>10.3x</b>
SMU	En Rev.	-	Retail	-	-	-	-
Sonda	570	mar-21	Telecom.&TI	10.4x	8.4x	3.7x	3.4x
SQM-B	48,800	oct-21	Minero	40.3x	25.8x	18.4x	13.7x

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 la normalización en la calidad de cartera 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 (\$265.971 millones). A la vez, registra una morosidad de 0,99% (1,43% el sistema), bajo el 1,36% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,87 veces (1,68x el sistema). Al mismo tiempo, esperamos un mejor escenario para los márgenes de interés hacia más largo plazo, a la vez que destacamos sus operaciones en Estados Unidos (≈26% de las colocaciones). Con todo, creemos que presenta un atractivo espacio de valorización, posicionando a BCI como una de nuestras principales apuestas en el sector.

**BSANTANDER:** Luego de los positivos resultados del banco a septiembre, donde mantiene la mejora en relación al costo por riesgo, llegando a 1,05% ese mes (frente al 1,70% registrado un año atrás), acompañado de una positiva evolución en sus cifras de morosidad, pasando desde 1,54% un año atrás hasta 1,21% en septiembre, impulsadas por las medidas de apoyo, y a pesar de que un 99,5% de los periodos de gracia se han reanudado, lo le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 2,16 veces (1,87 veces a septiembre 2020). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,2% frente a 48,9% 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. Posicionamos al banco como nuestra principal apuesta en el sector.

**CENCOSUD:** Esperamos un crecimiento de 67% a/a en Ebitda para los resultados del 3T21, los que estarían impulsados por una mejora en los segmentos *retail* en Chile, donde el INE reportó un crecimiento de 18,3% a/a en las ventas de supermercados en septiembre (19,1% a/a en el trimestre).

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 septiembre, el IVCN registró un alza de 19,9% a/a (35,3% 3T21). 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 2,22 veces a septiembre (frente a 1,68x el sistema), a la vez que el banco ha realizado provisiones adicionales por \$247.000 millones desde el comienzo de la crisis sanitaria y presenta una morosidad de 0,92%, bajo el 1,43% de la industria. En este contexto, ubicamos a Banco de Chile levemente subponderado, pero sobreponderando al sector frente al *benchmark*.

**MALLPLAZA:** Esperamos un crecimiento de 2,55 veces en Ebitda para el 3T21, producto de un GLA operativo en torno a 90%, ante 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% al 2T21), lo que permitiría atenuar eventuales presiones en la renegociación de contratos (91% de ocupación, con contratos a 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 relativo que se ha observado entre los precios de la acción y una celulosa que sigue a la baja tendría explicación en las buenas expectativas de resultados para este 3T21, que mantendrán un precio promedio de celulosa en niveles elevados, sumándose al impulso de otros segmentos favorecidos por la mayor actividad comercial. No obstante, los riesgos locales, en particular regulatorios, siguen latentes, 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, sus perspectivas para los años siguientes y sus riesgos asociados son más cautos. Ante esto, decidimos mantener una posición levemente subponderada en el papel, puesto que su perfil exportador podría mitigar temporalmente la presión local.

**CONCHATORO:** Mantenemos nuestra ponderación en la viña, con buenos resultados para el resto del 2021 y datos de exportaciones que, si bien se moderarían en volumen, reflejarían buenos niveles de precios. En este sentido, la baja de Reino Unido se compensa en parte con la recuperación de América Latina y, en menor medida, Asia. Respecto al mercado local, continúa con un fuerte impulso gracias a una alta demanda concentrada en producto de mejor margen. Las recientes alzas del tipo de cambio local son un *driver* adicional a la acción, sumado a nuestras estimaciones de costos que se mantendrán en niveles bajos incorporando los primeros beneficios de la vendimia 2021. Esta sería *récord* para la compañía, tanto en calidad como en volumen, asegurando un buen año en términos de costos.

**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), gracias a la normalización en la movilidad, mientras que el escenario de precios de celulosa este 3T21 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 gracias al impulso en la construcción. 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 levemente subponderada 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 3T21 mostraron una recuperación en la demanda eléctrica en la región, con un Ebitda consolidado que alcanzó los US\$1.066 millones (+47,0% a/a), donde el segmento de Generación creció un 67,8% a/a (+24,7% a/a, sin EGPA), mientras que en Distribución, el Ebitda mostró una variación anual de 29,0%. Esperamos que para lo que queda de año, los resultados sigan presentando una recuperación, dado el control de la crisis sanitaria 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.

**RIPLEY:** Esperamos un Ebitda de \$39.048 MM en los resultados del 3T21 (frente a las pérdidas por -\$561 MM un año atrás), como consecuencia de un *mix* de ventas en torno a cifras históricas, una mejora de 24% a/a en ingresos, ante las medidas de impulso en Chile, y bajos niveles de actividad promocional. A la vez, 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 de 125% a/a en el IVCM durante el tercer trimestre, suprimiendo las presiones en márgenes relacionadas con el *mix* de ventas (crecimiento de 17,9% 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 firma presenta un atractivo espacio de valorización.

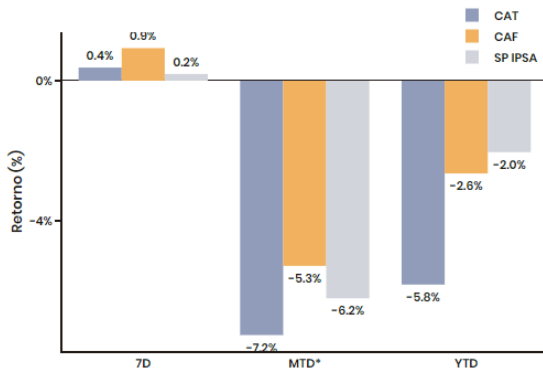
**SQM-B:** Los precios del litio en China continuaron mostrando niveles atractivos en octubre. En los resultados del 3T21 observaríamos aumentos en volúmenes de litio (aunque más moderado respecto al 2T21), pero un alza relevante en precios, dejando atrás los bajos niveles observados en los trimestres 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 3T20. 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, elevamos levemente la ponderación del papel para mantener nuestro neutral respecto al 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.

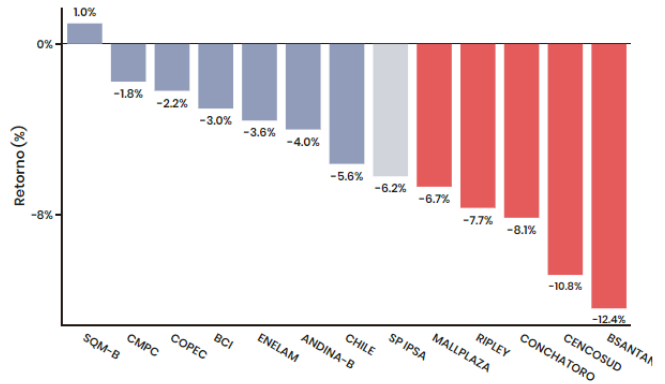


## Desempeño Carteras Accionarias Security

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

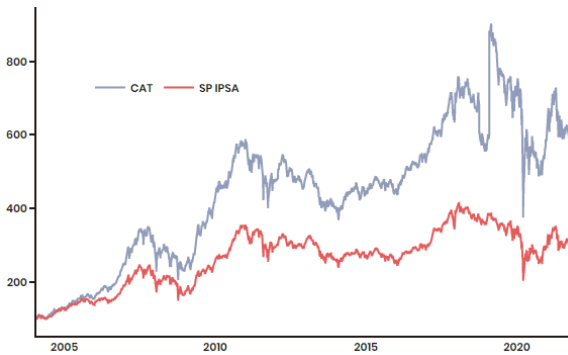


**GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA\***

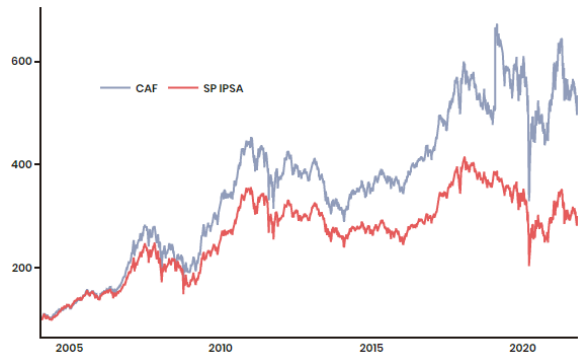


\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 29 de octubre de 2021.

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



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



\*\* Retornos Acumulados

# 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*

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

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

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

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

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

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.