



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2023

Toma de utilidad y control de riesgos marcan rebalanceo

Los principales factores detrás del rendimiento de los mercados, en particular de activos de renta variable, han continuado ligados a dos fuentes. La primera está vinculada con las perspectivas de crecimiento de las principales economías, donde destaca EE.UU. y China, las cuales muestran divergencias en lo más reciente. EE.UU. continúa mostrando sólidos datos de empleo, de la mano de los sectores de servicios, lo que más que compensa el alicaído sector manufacturero. En China, por su parte, luego de un fuerte repunte con la reapertura de la economía, el dinamismo pierde fuerza y, más aún, los indicadores de actividad resultan bajo lo esperado. Así, en el agregado, tenemos mercados de materias primas bajo presión, ante perspectivas de demanda global menos dinámicas, que se mueven al ritmo de un dólar que vuelve a recuperar terreno en el último mes. Esto fija un panorama externo menos boyante para mercados como el chileno, aunque comparado con el *peak* de las presiones de tasas de interés externas del cuarto trimestre del año pasado, aún es más favorable de cara al segundo semestre.

El segundo factor está ligado al panorama de inflación y las fuentes de su disminución, muy vinculadas a precios de energía y otras materias primas, pero que aún dejan dudas al mirar índices de inflación subyacentes. Es verdad que los mercados y analistas comienzan a tener mayor convicción de que estos componentes *core* también terminarán cediendo, pero son los bancos centrales los que parecen no querer correr riesgo alguno en que esto no se materialice tan pronto como para recortar tasas de interés este año. Si bien las discrepancias entre lo que señalizan las autoridades monetarias y el mercado en EE.UU. se han reducido, todavía queda espacio para que finalmente se confirme un panorama tan benigno de tasas como el que espera el mercado, donde se anticipan recortes de tasas de interés en la segunda parte de este año. En el caso particular de Chile, esa discrepancia se esfumó luego del último informe de política monetaria, por lo que los mercados ya funcionan con un ciclo de recortes mucho más moderado, lo que reduce los riesgos de sorpresas contractivas para los activos riesgosos en nuestro caso.

Pero lo relevante es con qué escenario estamos trabajando en la composición de nuestros portafolios y las carteras accionarias. Así, en el plano externo los perfiles de tasas se han movido al alza para el corto plazo, lo que nos deja cerca de nuestro escenario base, lo que va de la mano con tomar mayor cautela en las exposiciones vinculadas a materias primas en las carteras. Por su parte, mientras seguimos apostando a recortes más agresivos de tasas a nivel local, consideramos los cambios recientes en las perspectivas de actividad para el segundo y tercer trimestres, los que mantendrían a corto plazo la fuerte presión sobre los resultados de las compañías ligadas a la demanda interna. Se suman el cambio en el panorama del ciclo de crédito que podría acrecentar su desaceleración luego del anuncio del Banco Central sobre requerimientos de capital adicionales. Así, el panorama para los activos de riesgo locales parece tener un piso sólido, pero las perspectivas macro, del crédito y el mercado laboral, nos llevan de todas formas a hacer ajustes relevantes en las carteras de este mes, junto con los efectos que prevemos del escenario externo, donde tomamos algo de utilidad y cautela en las apuestas.

En el mes, la bolsa local acumuló un retorno de 1% en moneda local (0,3% en dólares), relativamente en línea con los retornos de otras regiones emergentes (Asia: -0,1%, América Latina: +0,6%), mientras que EE.UU. registró un alza de 1,1%, superando significativamente a Europa que cayó 4,9% en el mes. Con un desempeño así y un panorama global menos dinámico y local con algunas cortapisas, ajustamos nuestra exposición al sector forestal inclinándonos por COPEC versus CMPC (luego del positivo retorno del último mes), Banco de Chile y Banco Santander versus BCI (ante la presión que pone el requerimiento de capital), y bajando la ponderación de consumo masivo excluyendo CCU y agregando Aguas Andinas a la cartera ([ver inicio de cobertura](#)), todo esto en la cartera fundamental de 12 acciones. En la cartera táctica, en tanto, incorporamos Banco de Chile versus BCI y Copec versus CMPC.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	13	15	-2	ANDINA-B
CENCOSUD	13	13		CHILE
CHILE	12	9	3	CENCOSUD
ANDINA-B	10	8	2	COPEC
ENELCHILE	10	10		ENELCHILE
ENELAM	9	9		SQM-B
BSANTANDER	8	6	2	
BCI	6	11	-5	
CMPC	5	8	-3	
COPEC	5	3	2	
MALLPLAZA	5	5		
AGUAS-A	4	0	4	
CCU	0	3	-3	
TOTAL	100	100		

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	19	14
Forestal	10	12
Bancos	26	26
Commodities Mineros	13	13
Industrial	0	4
Retail	13	11
Real Estate	5	5
Consumo	10	6
Telecomunicaciones y TI	0	2
Otros	4	7
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

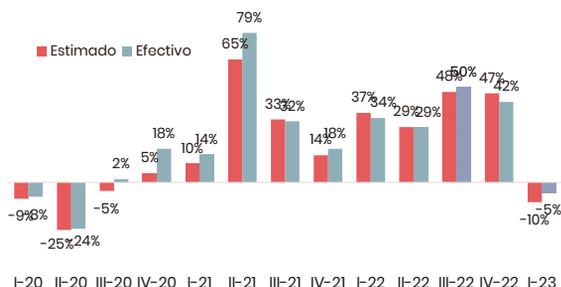
* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a may-23.

Mantenemos nuestra exposición en sector retail. Canalizamos nuestra exposición al sector por medio de una mayor presencia hacia consumo básico, ante los desafíos que consideramos presenta la industria en el corto plazo. Frente al deterioro del consumo a nivel local, el segmento de supermercados continuará mostrando una mayor resiliencia, mientras que los demás segmentos seguirían viendo presiones en márgenes producto de mayores dificultades en los traspasos de precios y una mayor actividad promocional. En efecto, las cifras del IVCM a abril continúan mostrando presiones en materiales para la construcción (-22,7% trimestre móvil), electro (-13,5% trimestre móvil) y vestuario (-10,4% trimestre móvil). Por otro lado, en el segmento del retail financiero, seguimos viendo presiones en resultados ante un empeoramiento en los indicadores de calidad de cartera y un mayor costo por riesgo.

Mantenemos nuestra exposición en sector eléctrico. Durante mayo, la generación hídrica en Chile cayó un -10% a/a (a 15% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -6% a/a (a 55% del total), principalmente por bajas en carbón (-28% a/a) y diésel (-56% a/a). Por parte de las ERNC, un incremento del 15% a/a significó un alza de 5 p.p. de esta energía como aporte total al sistema. Si bien, esto representa una matriz más eficiente, el alza en la generación de gas (+26% a/a), junto con diversas fallas en centrales relevantes, mantienen altos costos marginales a pesar de que el sistema ya comienza a absorber la baja en precios de combustibles, registrando US\$119/MWh promedio en la zona central (+22% a/a y -2% m/m), y US\$106/MWh en el norte (+14% a/a y +5% m/m). Para el caso de Enel Chile, mantenemos su exposición ante buenos resultados al primer trimestre, que incluyen un aumento importante de ERNC, que le permitieron compensar su exposición al mercado spot, además de tener contratos de gas argentino hasta junio, y comercialización de volúmenes excedentarios de gas asegurada durante el resto del año. También decidimos mantener la exposición en Enelam, donde seguimos positivos respecto del plan de inversión 2023-2025. Si bien, su último reporte refleja un impacto adverso, este considera la desconsolidación de Perú y la enajenación de operaciones en Brasil. A pesar de esto, la compañía mantuvo sus márgenes, donde destacó la contribución de energías renovables a través de EGP Brasil.

Bajamos exposición en el sector minero. Los precios de litio han mostrado un rebote en mayo, llegando a US\$43.000/ton en el caso de carbonato, mientras que hidróxido de litio se transa con un premio por sobre carbonato, fluctuando en los US\$45.000/ton. Pese a la recuperación de los precios del litio, esperamos que la situación económica en China experimente una desaceleración afectando a los commodities negativamente. Ante esto, aunque consideramos un descuento importante sobre la acción de SQM, decidimos reducir nuestra sobreponderación sobre el papel. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha mostrado pocas variaciones, ubicándose en torno a US\$ 100/ton, pero con futuros que apuntan a descensos desde los niveles actuales, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

GRÁFICO 1: VAR. A/A EBITDA (EMPRESAS BAJO COBERTURA)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Bajamos levemente la exposición en el sector forestal. Nos ubicamos levemente subponderados en el sector, tomando cierta ganancia en CMPC dado el buen desempeño de la acción en el último mes. Los precios de la celulosa han mostrado caídas en los mercados internacionales, mientras los futuros revelan algún repunte de los precios a estos niveles para este mercado, aspecto que monitoreamos en función de las perspectivas económicas para China. Los resultados del primer trimestre sorprendieron al alza, lo que impulsó el precio de la acción de ambas forestales. Debido a lo anterior, bajamos 3 p.p. la exposición en CMPC y entregamos 2 de p.p. a la ponderación a COPEC, más rezagada respecto a la primera. En este sentido, la diversificación de los negocios de COPEC podrían ayudar a contener el menor desempeño del segmento de celulosa ante caídas más profundas del precio del material. Mantenemos una nota de cautela para el segmento de paneles y su alta exposición al sector de construcción en Estados Unidos.

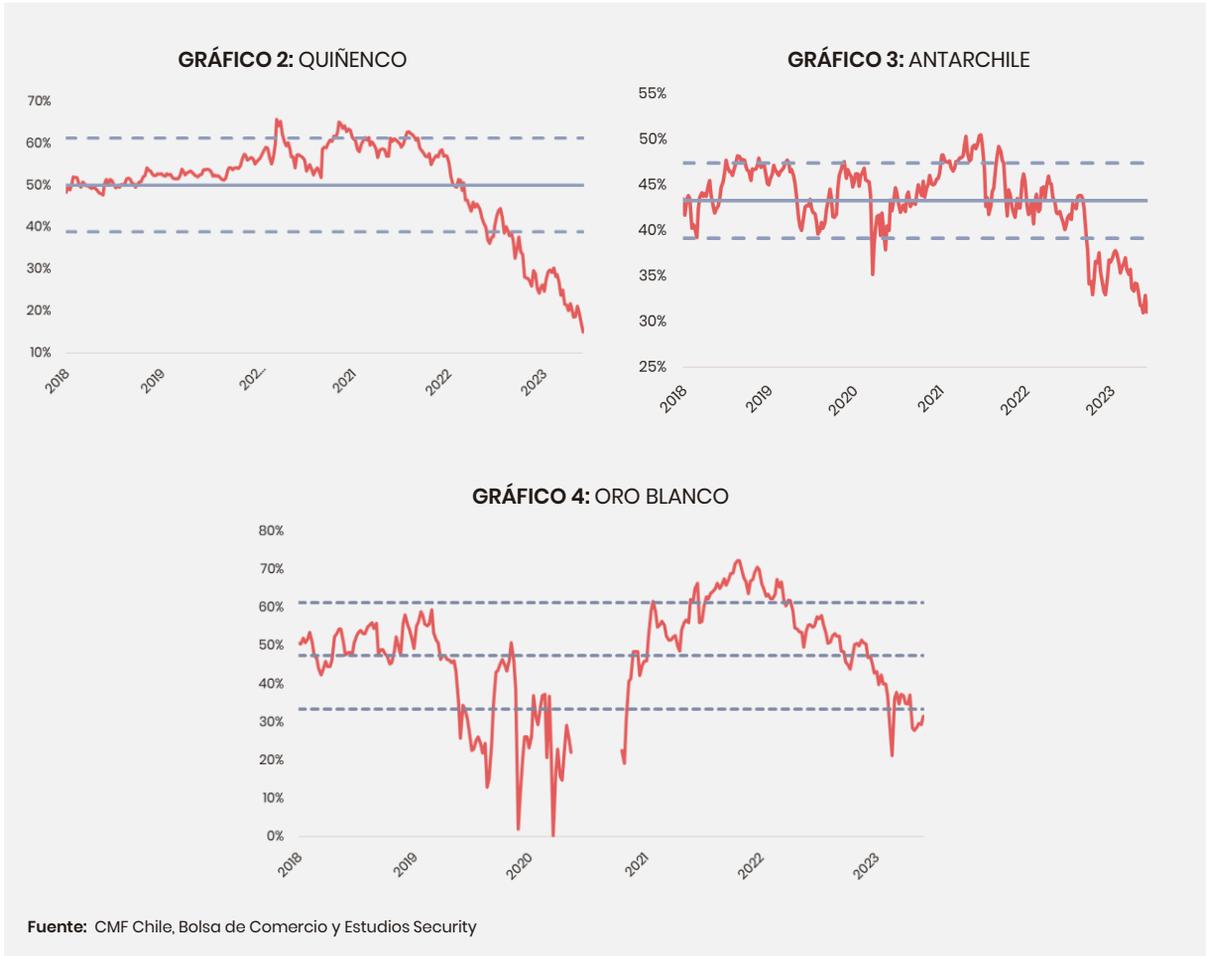
Mantenemos nuestra exposición en real estate. Esperamos que el sector continúe mostrando mejoras en resultados durante el 2023, aunque con un ritmo de crecimiento más contenido ante una base de comparación más normalizada. Por otro lado, vemos atractivo el carácter defensivo del sector, ante un balance de riesgo contenido junto con la presencia de gatillantes que podrían impulsar las valorizaciones en el mediano plazo. Actualmente, vemos mayores espacios de valorización en Mallplaza en lugar de otras compañías dentro del sector, ante un mayor desacople en el desempeño relativo que han mostrado estos papeles durante el año. A raíz de lo anterior, hemos decidido canalizar nuestra exposición al sector a través de este papel.

Nos mantenemos fuera del sector industrial. Las tarifas navieras han mantenido niveles bajos en las últimas semanas, mientras que el aumento en las tasas de interés por parte de los bancos mundiales para batallar la inflación ha afectado las expectativas del comercio internacional, con estimaciones de presión en la menor demanda mundial para este año. Las tarifas han caído más de un 80% desde su punto más alto en septiembre del año 2021, lo que se reflejaría en una baja relevante de ingresos en Hapag Lloyd, coligada de Vapores. Debido a lo anterior, y por las perspectivas de menor volumen transportado, nos mantenemos fuera de este papel, privilegiando otros sectores.

En consumo, disminuimos nuestra exposición. Destacamos la característica defensiva del sector, lo que podría resaltar ante un escenario global más adverso. Por su parte, vemos una mejora gradual en márgenes, ante menores costos secos, mientras que mayores temperaturas frente a 2022, ayudarían a contener las presiones en volúmenes de gaseosas en Chile. Por otro lado, mantenemos expectativas de un escenario desafiante con relación a la protección de márgenes y presiones en volúmenes, disminuyendo la exposición al sector 1 p.p, como consecuencia de la exclusión de CCU de nuestras carteras para dar espacio a Aguas-A (ver Anexo pág. 6) y el aumento de 2 p.p en nuestra única exposición en la industria, Andina-B.

Mantenemos exposición al sector bancario. Si bien consideramos que el sector mantendría niveles de rentabilidad atractivos, a la vez que se han disipado mayores temores en el sector financiero global luego de las medidas adoptadas por el regulador, creemos que algunos riesgos se mantienen latentes, a la vez que esperamos que los indicadores de calidad de cartera continúen deteriorándose en el corto plazo, donde a abril la morosidad alcanzó 1,95%, levemente sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,30 veces (1,32x su historia). Por su parte, esperamos que el margen de interés neto se mantenga comprimido, producto de una inflación más desfavorable, lo que junto a un mayor costo por riesgo y ante una alta base de comparación, mantendría los resultados del sector presionados frente a 2022. En definitiva, luego de la activación del requerimiento de capital contra cíclico, mantenemos la exposición en el sector, quedando neutrales frente al benchmark, aunque reajustando nuestras posiciones dentro del sector, disminuyendo nuestra exposición en 5 p.p a BCI producto de niveles de capitalización más ajustados que sus comparables y a pesar de una valorización atractiva, a la vez que aumentamos nuestra exposición en 3 p.p en Banco de Chile y 2 p.p en Santander.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Anexo: Inicio de Cobertura de Aguas Andinas (AGUAS-A)

Durante los últimos años, Aguas Andinas se ha enfrentado a una estructura de costos más presionada por la intensa sequía que se ha prolongado por más de una década, sin indicios claros de un cambio en esta tendencia, sumándose a esto eventos de turbiedad en las aguas del río Maipo que han afectado la autonomía del sistema. Las medidas paliativas que ha asumido la compañía se han traducido en una caída de 6 p.p. en margen bruto y de 5 p.p. en su margen Ebitda de los últimos años, respecto a sus medias históricas de 10 años. Al respecto, esperamos que el reajuste tarifario de 2025, además del convenio con canalistas que busca optimizar los traspasos de agua, más inversiones enfocadas en mejorar la autonomía y continuidad del suministro del servicio, ayudarían a incrementar su rentabilidad, impulsando su Ebitda en el largo plazo.

Para el 2023 esperamos una ligera caída en Ebitda de -4% a/a, con un margen sobre ingresos bajando a 47%, asociado a la presión en costos antes mencionada. Sin embargo, para el mediano plazo esperamos que la tarificación permita una mejora hasta niveles de -51%, aunque aún por debajo de sus niveles históricos.

Hacia adelante, y con un proyecto que mejoraría la autonomía del sistema a 48 horas, la compañía se enfocaría en tres iniciativas que apuntarían a asegurar la continuidad del suministro de agua ante episodios más intensos de escasez hídrica. En conjunto, estas inversiones incrementarían el aporte de recursos hídricos en 6 m³/s. Cabe destacar que esta cartera sería revisada y aprobada durante el próximo proceso tarifario (2025-2030), presentándose como obras de seguridad necesarias para mantener la continuidad del sistema.

Con todo, decidimos incorporar a Aguas-A en nuestra cartera fundamental, con un precio objetivo estimado de \$325 por acción en un horizonte de 12 meses (ver informe).

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de Pesos	2022	2023e	2024e	2025e
EBITDA	290,762	281,282	297,923	314,929
Variación (%)	11%	-3%	6%	6%
Margen EBITDA (%)	51%	47%	48%	49%
Utilidad Neta	85,249	72,793	83,144	94,630
Variación (%)	-15%	-15%	14%	14%
Margen Neto (%)	15%	12%	13%	15%

Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2022	2023e	2022	2023e
Aguas-A	325	jun-23	Utilities	18.9x	22.2x	9.4x	9.7x
Andina-B	2,800	ene-23	Consumo	11.5x	10.8x	6.3x	6.0x
Antarchile	9,160	feb-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	90	nov-22	Bancario	6.4x	9.7x	-	-
Banco Santander	45	nov-22	Bancario	7.3x	8.8x	-	-
BCI	36,500	nov-22	Bancario	4.3x	5.0x	-	-
CAP	8,600	dic-22	Minero	4.7x	13.8x	4.4x	4.2x
CCU	6,900	ene-23	Consumo	19.6x	15.3x	8.7x	7.2x
Cencoshopp	1,500	nov-22	Real Estate	13.5x	8.0x	10.8x	10.3x
Cencosud	1,800	ene-23	Retail	7.5x	9.7x	6.1x	6.5x
CMPC	1,990	dic-22	Forestal	3.8x	8.0x	3.4x	5.0x
Colbún	108	ene-23	Utilities	9.1x	6.3x	6.1x	5.8x
Concha y Toro	1,300	ene-23	Consumo	7.4x	7.7x	7.6x	6.7x
Copac	8,650	dic-22	Forestal	4.4x	8.2x	4.4x	6.5x
Enel Américas	137	ene-23	Utilities	-32.0x	12.6x	4.1x	4.4x
Enel Chile	46	ene-23	Utilities	2.4x	13.7x	4.6x	7.0x
Engie Chile	550	ene-23	Utilities	-16.2x	15.3x	13.2x	7.8x
Falabella	2,100	ene-23	Retail	36.6x	13.4x	10.5x	7.6x
Itaúcl	9,450	nov-22	Bancario	4.3x	6.5x	-	-
Mallplaza	1,100	nov-22	Real Estate	28.8x	16.8x	10.4x	9.7x
Oro Blanco	10.4	feb-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,100	nov-22	Real Estate	12.2x	10.2x	13.2x	12.7x
Quiñenco	2,165	feb-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	280	ene-23	Retail	-9.5x	-65.4x	34.4x	23.0x
SMU	180	ene-23	Retail	6.0x	13.2x	6.4x	7.2x
SQM-B	95,200	dic-22	Minero	4.5x	5.3x	3.1x	3.6x
Vapores	68	ene-23	Industrial	1.3x	3.3x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Acciones Recomendadas: Fundamentos

AGUAS-A: A pesar de mostrar una estructura de costos al alza durante los últimos años, por una sequía en la que no se vislumbra claramente mejoras hacia el futuro y aumentos en los eventos de turbiedad, vemos con ojos positivos una revisión tarifaria para 2025, que junto con planes de inversión que se enfocarían en asegurar la autonomía y continuidad el suministro, aportando 6m³/s adicionales de recurso hídrico, ayudarían a mitigar los deterioros en márgenes que se han mostrado en los últimos años. Esto, dentro de un escenario estable en el corto plazo por el convenio desarrollado con los regantes para facilitar los traspasos de agua cruda y mantener los niveles estables del embalse El Yeso.

ANDINA-B: Mantenemos una visión favorable para la compañía luego de sus resultados del IT23, donde registró un alza de 5% a/a en Ebitda, a pesar de las alzas en los costos de materias primas y mayores gastos de administración y ventas, apoyado en mejoras en ingresos y una positiva protección en margen bruto. Por su parte, vemos presiones contenidas en volúmenes de gaseosas en Chile. Si bien seguimos cautos ante la desaceleración del consumo y las presiones en márgenes, vemos un mejor escenario relativo frente a otros sectores, manteniendo al sector sobreponderado y concentrando la exposición al sector por medio de Andina-B, aumentando su ponderación en 2 p.p ante la exclusión de CCU en nuestras carteras.

BCI: Por un lado, consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de la normalización en la calidad de cartera, una desaceleración en el crecimiento en las colocaciones y en protección de márgenes. Por otro lado, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición después de las provisiones adicionales realizadas a partir de la crisis sanitaria. A la vez, registra una morosidad de 1,23% (1,95% el sistema), sobre el 0,92% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,58 veces (1,30x el sistema), 2,3 veces considerando provisiones adicionales (1,92x el sistema). Al mismo tiempo, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈30% de las colocaciones), mercado donde vemos mejores perspectivas frente a otros estados. Sin embargo, ante niveles de capitalización más ajustados que sus comparables, con miras a la implementación total de Basilea III, decidimos reducir nuestra exposición en 5 p.p, ubicándonos levemente sobre ponderados en el papel.

BSANTANDER: A abril, el banco registró un costo por riesgo de 1,08%, levemente sobre un año atrás y acompañado de cifras de morosidad aún por debajo de su historia, alcanzando el 1,97% (2,2% su historia), aunque aumentando desde el 1,25% registrada un año atrás, ante una mayor normalización del indicador. Con esto, sus ratios de cobertura, sin considerar las

provisiones adicionales que ha realizado el banco, se ubican en línea con su historia (1,38x frente a 1,40x), aumentando a 1,76x frente a 1,65x al considerar las provisiones adicionales. Si bien el banco ha presentado un menor desempeño que sus comparables, ante una mayor exposición al alza en las tasas cortas y un escenario más desafiante a partir de la última parte del año, consideramos que el banco presenta una buena calidad de activos y un atractivo espacio de valorización, de cara al comienzo del ciclo de normalización de tasas durante los próximos meses. Con todo, aumentamos 2 p.p la exposición a Santander, a la vez que mantenemos sin cambios la exposición al sector.

CENCOSUD: La compañía registró un crecimiento de 17,9% a/a en ingresos el primer trimestre de 2023, impulsados por una mejora en el segmento de Supermercados y Centros Comerciales, junto con la incorporación de Giga y The Fresh Market a los resultados consolidados, compensando las caídas en Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. Si bien, el Ebitda vio una caída de -3,7% a/a asociada a alzas en gastos de administración y ventas y una alta base de comparación, destacamos la alta exposición que posee al segmento de Supermercados, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía y actualmente representa alrededor del 77% de sus ingresos a nivel consolidado. Por su parte, la compañía ha demostrado fortaleza en el canal online, donde pese a una alta base de comparación, mantiene elevados niveles de penetración, alcanzando un 9,1% en el IT23 frente a 10,0% registrado el mismo periodo el año anterior. Por último, a pesar de que mantenemos la cautela producto del desafío en protección de márgenes a mediano plazo que enfrentan los segmentos más discrecionales, consideramos que presenta una exposición atractiva hacia segmentos más defensivos respecto al resto del sector, de cara a la desaceleración en el consumo en Chile.

CHILE: Si bien vemos una valorización algo más ajustada que sus comparables, mantenemos una visión favorable con relación a su positiva calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,67 veces a abril (frente a 1,3x el sistema), la que aumenta a 3,17 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,92x el sistema), además de presentar una morosidad de 1,26%, bajo el 1,95% de la industria. Finalmente destacamos la positiva expansión de márgenes, donde ha conseguido un MIN por sobre sus comparables (5,1% frente a 4,3% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. En este escenario, aumentamos en 3 p.p la exposición a la compañía.

CMPC: El plan de crecimiento en Brasil, la capacidad de internalizar rápidamente los precios de celulosa que se transan en el mercado internacional y la mejor gestión en el segmento Biopackaging, al igual que el de Softys, nos lleva a tomar una posición neutral en la acción. La empresa cuenta con una sólida estructura financiera y es cauta a la hora de invertir, desarrollando proyectos con alta expectativa de crecimiento, como fue la compra de Carta Fabril en Brasil y Grupo P.I. Mabe en México. También, el proyecto BioCMPC en Brasil añadirá una capacidad de 350.000 toneladas de celulosa a la compañía a finales de 2023, mejorando la eficiencia de la planta, renovando su maquinaria. Esperamos que en los próximos trimestres puedan vender sus inventarios más caros, lo que reduciría los costos que se han mostrado más altos que en años anteriores.

COPEC: Durante el cuarto trimestre del 2022 y el primer trimestre del 2023 se observó una desaceleración en los inicios de nuevas construcciones de hogares en Estados Unidos, lo que generaría una reducción en los volúmenes vendidos por Copec, afectando así los resultados, pero hemos observado que estos han presentado una corrección leve principalmente en los últimos dos meses. Los precios de celulosa siguen transando sobre su promedio histórico y con futuros que podrían mostrar una reversión en el corto plazo. Por otro lado, el segmento combustibles estaría levemente condicionado por costos más altos, pero con volúmenes que se mantienen fuertes. Con todo, elegimos subir la ponderación en la acción respecto al IPSA, dado que aún vemos espacios de valorización.

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. En el marco de su plan estratégico, Enelam buscará optimizar su transición energética hacia ERNC, enfocándose en áreas geográficas estratégicas con mayor potencial, con el objetivo de lograr que 98% de su matriz sea renovable para 2025. Esto, a través de la venta de su negocio en Perú, Argentina y la salida de Ceará (Brasil), las que se concretarían en 2023. En términos de Capex, la empresa buscaría invertir US\$ 5 billones en tres años, principalmente en Brasil, destinando 51% de este capital en proyectos renovables y 10% en un modelo de inversiones con socios, donde Enelam estaría a cargo de gestionar los proyectos, fortaleciendo con esto su hoja de balance al reducir su DFN/Ebitda, lo que pondría a la compañía en una ventajosa posición para potenciales oportunidades de M&A. En este sentido, evaluamos de manera positiva su holgado perfil financiero de cara a estos nuevos desafíos.

ENELCHILE: La compañía complementa adecuadamente sus dos negocios. Por un lado, Enel Green Power (EGPC) potenciaría su desarrollo en proyectos ERNC, donde el 71% de los US\$1,7 billones de Capex de su plan estratégico 2023-2025 estarían destinados para este propósito. De manera complementaria, Enel Generación apuntaría a optimizar las fuentes de gas natural y producción hidráulica para garantizar generación de respaldo de cara a la transición energética, además de reducir los volúmenes de gas contratado, principalmente porque contarían con volúmenes excedentarios de cara a una matriz mucho más renovable. Lo anterior se verá complementado con un incremento de 2,1 TW de PPAs que apuntan a reducir su exposición al mercado spot. Por último, la empresa se encuentra resguardada por la estabilidad de su segmento de distribución, además de la caja que le generó la venta de su negocio de transmisión.

MALLPLAZA: La compañía registró una mejora de 9,7% a/a en Ebitda el primer trimestre de 2023, impulsado principalmente por un crecimiento de 10,9% en ingresos producto del reajuste de tarifas e indexación de los contratos a inflación, lo cual contrarrestó el menor dinamismo en ventas de las categorías discrecionales. Valoramos la recuperación en la ocupación (95% al IT23), mientras que su costo de ocupación se mantiene aún en niveles saludables (10,6% los últimos doce meses). Esperamos que la compañía continúe mostrando una mejora en resultados durante el año, sin embargo, esta sería menor a la registrada el 2022 producto de una base de comparación menos presionada.

SQM-B: Los precios del hidróxido de litio transan a niveles de US\$ 45.000/ton y US\$ 40.000/ton para carbonato en China, después de mostrar fuertes caídas en lo que iba del año, efecto que no se observó en los resultados de la compañía en el primer trimestre. Por el lado de la empresa, esta mostró una caída en el volumen exportado de litio debido a una demanda baja por el año nuevo chino en el primer trimestre, pero a la espera de recuperación en lo que queda del año. En cuanto a Nutrientes Vegetales de Especialidad, esperamos que normalice sus ingresos a medida que se ajusta la demanda. Por otro lado, el segmento de yodo continuaría con ventas a precios elevados, al igual que lo revelado en los resultados del IT23. En cambio, el segmento de cloruro de potasio mostró una menor demanda, afectando tanto a precios como volúmenes de venta, ya que ha existido una regularización de los volúmenes a nivel global, particularmente Brasil. Ante una recuperación más lenta a la esperada en China y la alta volatilidad que ha experimentado el papel, hemos decidido bajar la ponderación en la acción, quedando levemente sobreponderados.

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

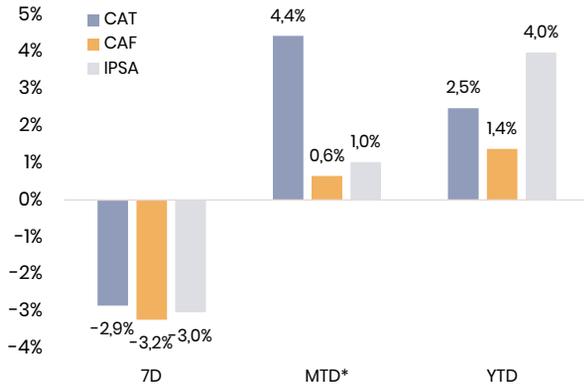
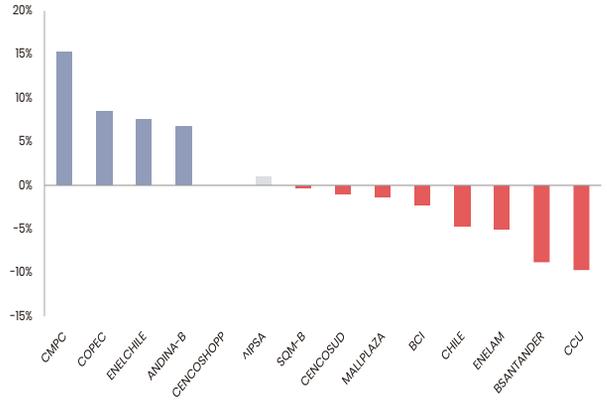


GRÁFICO 6: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*

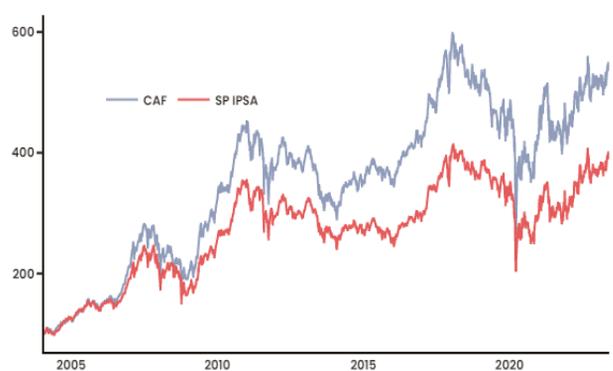


*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 2 y el 31 de mayo de 2023

GRÁFICO 7: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA (6 ACCIONES)**



GRÁFICO 8: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



** Retornos Acumulados

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

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

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

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

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

Felipe Molina R.
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@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.cl • (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.