



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2023

Utilidades con espacio acotado de mejora

Luego de meses de recuperación leve en las distintas bolsas desarrolladas y emergentes, julio marcó un cambio significativo en el apetito por riesgo de los inversionistas. Se unieron perspectivas cada más ancladas de un aterrizaje suave de la economía en EE.UU., una mayor probabilidad de convergencia de laminflación a lameta en esa economía y, por consiguiente, expectativas de que el ciclo de alzas de tasas de la Reserva Federal habría llegado a su techo. Así, a pesar del aún atractivo nivel de tasas de interés, los portafolios se volcaron más decididamente hacia activos riesgosos. Las bolsas acumularon así un retorno cercano a 4% en dólares a nivel global, con un comportamiento relativamente similar entre desarrollados y emergentes. Con todo, la bolsa chilena destacó en el mes, cerrando en cerca de 6.400 el IPSA, un 10% de retorno en pesos. Cabe entonces revisar las perspectivas de retorno a mediano plazo del índice, tanto en ratios relativos y absolutos de valorización, como en expectativas de utilidades de las compañías bajo cobertura, donde este mes reiniciamos el seguimiento y análisis de Latam Airlines.

En particular, durante los últimos meses hemos visto un desempeño que ha sorprendido positivamente, adelantando el escenario base que teníamos para el cierre de año y acortando el castigo en valorización que se había generado en los últimos años. Sin embargo, ante un panorama de crecimiento futuro en las utilidades de las compañías locales más ajustado que sus comparables y riesgos a nivel de marco regulatorio que, si bien ha mostrado mejoras, se mantiene vigente, vemos espacios acotados para alzas adicionales de la bolsa local frente a otros emergentes. De esta manera, nuestro escenario base considera un IPSA en torno a 6.700 puntos a 12 meses (7.000 puntos al cierre de 2024), ubicando al índice en torno 9 veces su utilidad.

Esperamos que las compañías bajo cobertura muestren una corrección de -21% a/a en Ebitda durante 2023 (-46% en utilidad al considerar sector bancario), producto de un menor precio de commodities en el sector exportador como consecuencia del menor dinamismo en China y en retail más ligado a consumo discrecional, al verse mayormente afectado por de la desaceleración local, que mantendría los márgenes y la demanda contenida. Lo que se reflejaría en caídas en Ebitda de -36% en el sector minero, -35% a/a en el sector forestal y -17% en retail. Mientras que, por el lado positivo, real estate y consumo masivo continuarían mostrando una mayor resiliencia durante el año, con crecimientos en Ebitda de 7% a/a y 2% a/a, respectivamente.

Con todo, hacemos ajustes acotados en nuestras carteras pero que apuntan a posicionarnos en acciones donde vemos un balance de riesgos contenido junto a mayores espacios de valorización, ante valorizaciones que se ven más ajustadas. De esta forma, buscamos redistribuir los pesos en el sector de centros comerciales, de manera de quedar con una mayor exposición hacia consumo básico, mientras que disminuimos nuestra exposición en retail. A su vez, en bancos aumentamos nuestra exposición a BCI quedando sobre ponderados en el sector.

Optimismo contenido en índice local

En el plano local, durante la primera parte del año vimos un favorable desempeño del IPSA, acortando distancia en el castigo que presenta la bolsa local con respecto a su historia, alcanzando una valorización de 1,3 veces su valor contable (frente a 1,7 veces su historia) y 7,4 veces su utilidad (18,7 veces promedio histórico), cerrando parcialmente la brecha, desde el piso de 0,6 veces en enero de este año, que se ha ido generando frente otros comparables de mercados emergentes, hasta 0,9 veces su ratio B/L sobre sus comparables versus niveles de 1,2 veces entre 2010 y 2012, adelantando el escenario base que veíamos para fines de año. Inevitablemente surge la pregunta ¿Queda espacio de valorización atractivos hacia 2024?.

Al mirar ratios locales, que aún se ven descontados con respecto a su historia y con respecto a sus comparables, sugeriría un espacio al alza en torno a 30% restante. Sin embargo, vemos atenuantes considerables que limitan el atractivo y que llevan a tener cautela con la hipótesis de que se mantendría la velocidad en el cierre de brechas que se ha visto durante los últimos meses, hasta volver a ratios de valorización de doble dígito.

En primer lugar, el panorama de crecimiento futuro de las utilidades de las compañías se ha ido ajustando a la baja en los últimos años, de la mano del menor crecimiento potencial de la economía. Adicionalmente, los márgenes de los distintos sectores, que se han visto mermados en el último tiempo, no se recuperarían a mediano y largo plazo (mayor carga tributaria, mayores costos salariales, entre otros). Esto, independiente de los resultados muy por sobre la norma de los sectores ligados a demanda interna en el periodo 2021-2022, en medio de las medidas de apoyo implementadas durante la crisis sanitaria. En esa línea, esperamos un ajuste de -21% a/a en la utilidad de las compañías bajo cobertura durante 2023, con una caída en utilidad durante el 2T23 de -61% a/a, avanzando 4% a/a en 2024 y llevando los ratios locales más cerca de lo que estimamos como objetivo de mediano plazo (~9x ratio precio/utilidad), lo que limita alzas adicionales de la bolsa local frente a otros emergentes. Por otro lado, vemos que, si bien la incertidumbre en el marco regulatorio ha ido disminuyendo considerablemente luego de las últimas elecciones, estos riesgos se mantienen vigentes y podrían aumentar la presión sobre el crecimiento y los márgenes de las compañías.

En definitiva, considerando las tasas de descuento y los elementos previamente mencionados, nos llevan a apuntar hacia un IPSA en torno a los 6.700 puntos en 12 meses, manteniendo riesgos contenidos en un entorno que además mantiene latente un escenario de desaceleración global luego de las fuertes alzas de tasas realizadas en Estados Unidos y Europa en el último año y medio.

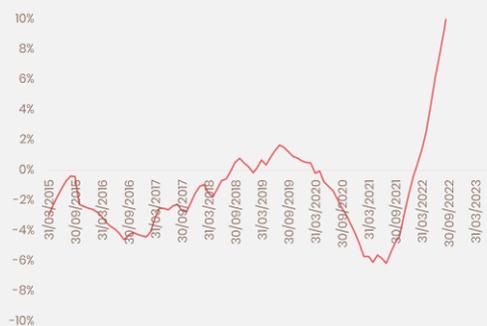
B/L IPSA Sobre Comparables



P/U IPSA Sobre Comparables



Dif. CAGR EPS 5 años Chile v/s Comparables



Dif. Crecimiento LP Chile v/s Comparables



Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	14	14		ANDINA-B
CHILE	13	13		CHILE
ENELCHILE	13	13		CENCOSUD
ANDINA-B	10	10		COPEC
CENCOSUD	9	13	-4	ENELCHILE
BSANTANDER	8	8		SQM-B
BCI	8	4	4	
ENELAM	6	6		
CMPC	5	5		
COPEC	5	5		
CENCOSHOPP	5	0	5	
AGUAS-A	4	4		
MALLPLAZA	0	5	-5	
TOTAL	100	100		

1. La columna "Δ ptos" refleja los ajustes en ponderación con respecto a la cartera del mes 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.

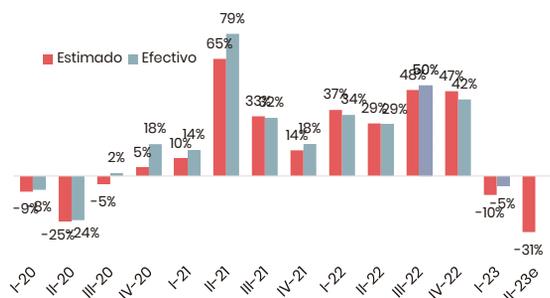
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	19	13
Forestal	10	11
Bancos	29	25
Commodities Mineros	14	15
Industrial	0	4
Retail	9	12
Real Estate	5	5
Consumo	10	6
Telecomunicaciones y TI	0	2
Otros	4	6
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a jul-2023.

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Bajamos nuestra exposición en sector retail. Canalizamos nuestra exposición al sector por medio de una mayor presencia hacia consumo básico, ante los desafíos que consideramos continúa presentando la industria en el corto plazo. Frente al deterioro del consumo a nivel local, el segmento de supermercados continuaría 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 junio continúan mostrando presiones en materiales para la construcción (-21,0% trimestre móvil), electro (-13,2% trimestre móvil) y vestuario (-13,1% 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 exposición en sector eléctrico. Durante julio, la generación hídrica en Chile subió un +46% a/a (a 37% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -30% a/a (a 47% del total), principalmente por bajas en carbón (-43% a/a) y diésel (-86% a/a). Por parte de las ERNC, un incremento del +9% a/a significó un alza de 3 p.p. de esta energía como aporte total al sistema. Por su parte, los costos marginales registraron una baja importante a US\$59/MWh promedio en la zona central (-61% a/a y -42% m/m), y US\$60/MWh en el norte (-48% a/a y -36% m/m). Para Enel Chile, decidimos mantener su exposición pese a su resultado del 2T23. Esto, ante el buen escenario hidrológico que se registraría durante los próximos meses por la presencia del fenómeno del Niño, además del aumento importante de ERNC y un spot a la baja que le permitiría aprovechar las compras al sistema, a lo que se le suma la comercialización de volúmenes excedentarios de gas durante el resto del año, con foco en el 4T23. Para Enelam, decidimos mantener su posición neutral para priorizar un positivo escenario hidrológico local. Sin embargo, seguimos positivos respecto del plan de inversión 2023-2025. Aunque su último reporte de resultados reflejó un impacto adverso tras enajenaciones en Perú, Brasil y Argentina, al limpiar resultados se vio una mejora en Ebitda y márgenes. Si bien, un escenario del Niño en Colombia podría afectar negativamente la hidrología de la región, esperamos que esto se compense en Brasil, donde las lluvias han mantenido los costos marginales en mínimos regulatorios.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios de litio han mostrado leves caídas durante julio, transando a US\$41.000/ton en el caso de carbonato, al igual que el de hidróxido, que se mantuvo transando con una leve prima. Ante la recuperación de los precios del litio en lo que va del año, esperamos que esta situación actual se mantenga, con una producción de baterías estables en el corto plazo. Ante esto, decidimos mantener nuestra ponderación de SQM-B, quedando levemente subponderados en el papel. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha mostrado pocas variaciones, ubicándose en torno a US\$ 100/ton, pero con un escenario negativo en el sector construcción en China, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

Mantenemos la exposición en el sector forestal. Nos ubicamos levemente subponderados en el sector, manteniendo nuestra posición en COPEC y CMPC. Los precios de la celulosa han mostrado caídas en los mercados internacionales, mientras los futuros revelan algún repunte de los precios respecto a estos niveles, aspecto que monitoreamos en función de las perspectivas económicas para China. No realizamos cambios debido a que aún vemos cierto descuento en las acciones, que han mostrado buen rendimiento en el último periodo, particularmente CMPC. Por otro lado, la diversificación de los negocios de COPEC podría 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, a pesar de que ha mostrado una actividad mayor a lo esperado hace unos meses.

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 de manera positiva el carácter defensivo del sector, ante un balance de riesgo contenido. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencoshopp, ante un mayor atractivo producto de la alta exposición a consumo básico, otorgándole una *mix* de GLA más defensivo.

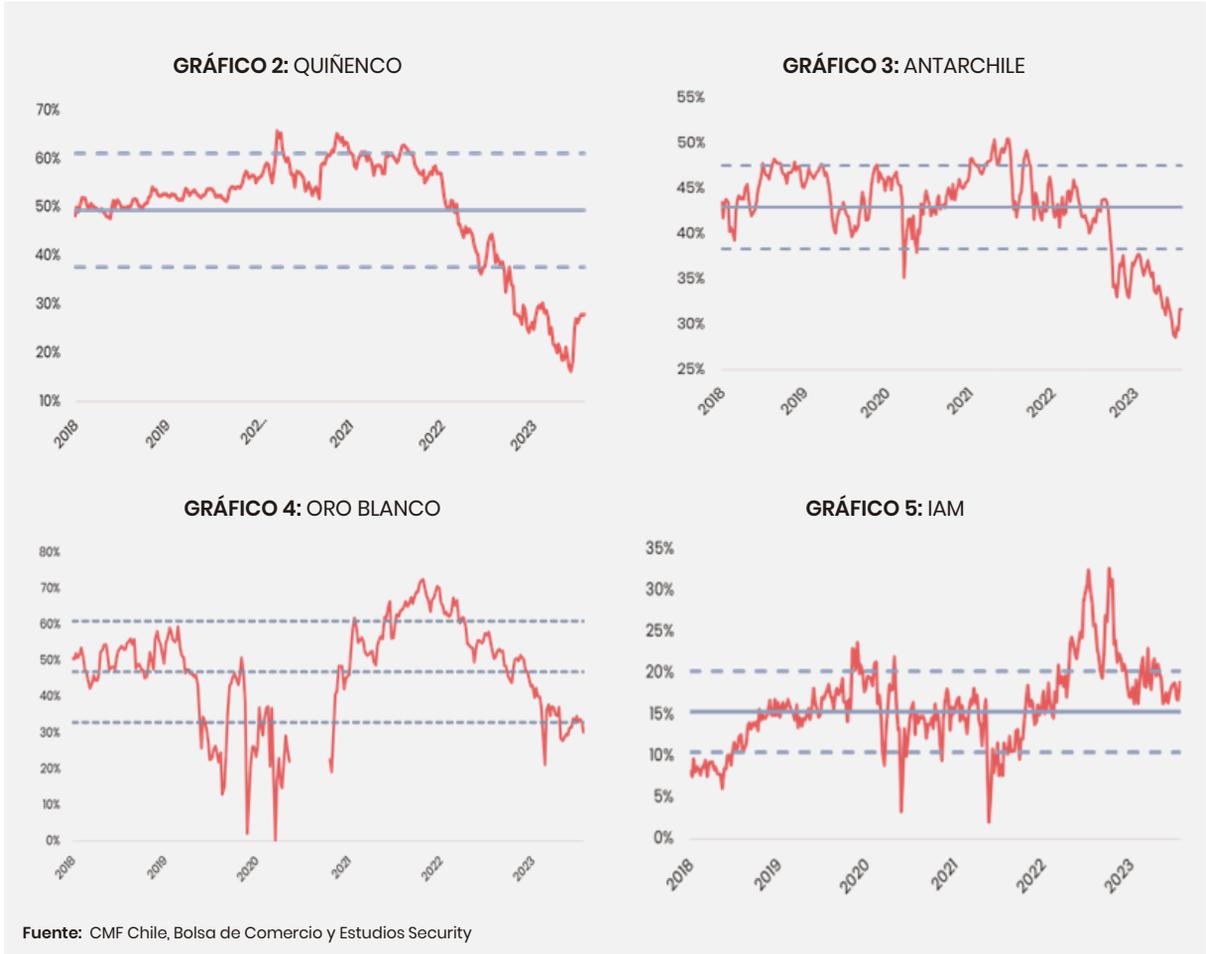
Nos mantenemos fuera del sector industrial. Las tarifas navieras han mantenido niveles bajos en las últimas semanas, mientras que el aumento en las tasas de interés por parte de los bancos mundiales para batallar la inflación ha afectado las expectativas del comercio internacional, con estimaciones de presión en la menor demanda mundial para este año. Las tarifas han caído más de un 90% 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 CSAV. Debido a lo anterior, y por las perspectivas de menor volumen transportado, nos mantenemos fuera de este papel. Por otro lado, retomamos cobertura de Latam Airlines, con un precio objetivo de \$11,3 en 12 meses ([ver informe 1/ago/23](#)). Pese al espacio de valorización que podría tener la acción, se debe tener en cuenta la alta volatilidad que acompaña a esta industria, con riesgos subyacentes en costos y recuperación de tráfico que podrían condicionar los flujos futuros de la compañía, por lo que no incluimos al papel en nuestras carteras.

En consumo, mantenemos nuestra exposición. Destacamos la característica defensiva del sector, lo que llevaría a un alza de 2% a/a en Ebitda durante el año y podría resaltar ante un escenario global más adverso. Por su parte, vemos una mejora gradual en márgenes, que tomaría más fuerza durante 2024. Por otro lado, mantenemos expectativas de un escenario desafiante con relación a la protección de márgenes y presiones en volúmenes en los segmentos de alcoholes y vinos, sosteniendo sin cambios el sector y con nuestra única exposición en la industria por medio de Andina-B.

Aumentamos exposición al sector bancario. Si bien consideramos que el sector mantendría niveles de rentabilidad atractivos, 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 junio la morosidad alcanzó 1,96%, 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, llevaría a una caída de 20% a/a en utilidad en los bancos bajo cobertura durante el año. En definitiva, luego del aumento de capital en BCI, consideramos que el banco presenta una valorización atractiva, aumentando 4 p.p la exposición a la compañía, dejando al sector sobreponderado frente al benchmark.

Mantenemos exposición al sector sanitario. A pesar de la sequía de los últimos años que ha mantenido presión en márgenes, Aguas Andinas ha podido manejar la escasez hídrica a través de la estandarización de los traspasos de agua con los canalistas del río Maipo, cubriendo con esto un tercio de la demanda del Gran Santiago. Gracias a las lluvias registradas a fines de junio, el embalse El Yeso alcanzó el 80% de su ocupación, lo que le permitiría a la compañía reducir la presión en costos al permitirle prescindir de los acuerdos de traspasos de agua y la extracción subterránea de recurso hídrico, que incrementan la estructura de costos. A pesar de que la autonomía de los pozos de Pirque de 36 horas (48 para el 2025) fue suficiente para evitar el corte de suministro durante el último episodio de turbiedad, no se descarta que al persistir eventos de precipitaciones con isoterma cero elevada, como el registrado a fines de junio, puedan traducirse en episodios de interrupción en el suministro del recurso hídrico.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2023e	2024e	2023e	2024e
Aguas-A	325	jun-23	Sanitario	24.7x	21.6x	10.3x	9.7x
Andina-B	3,100	ago-23	Consumo	16.2x	11.1x	6.7x	6.2x
Antarchile	7,470	ago-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	97	ago-23	Bancario	8.0x	10.7x	-	-
Banco Santander	47	ago-23	Bancario	15.3x	11.3x	-	-
BCI	35,000	ago-23	Bancario	5.2x	5.0x	-	-
CAP	7,400	ago-23	Minero	3.9x	4.9x	4.5x	4.4x
CCU	7,400	ago-23	Consumo	19.0x	17.3x	8.7x	7.8x
Cencoshopp	1,600	ago-23	Real Estate	12.8x	11.5x	11.8x	10.7x
Cencosud	2,100	ago-23	Retail	10.4x	9.8x	6.8x	6.7x
CMPC	1,720	ago-23	Forestal	7.8x	9.7x	5.2x	5.9x
Colbún	150	ago-23	Eléctrico	9.0x	11.1x	7.3x	6.5x
Concha y Toro	1,300	ago-23	Consumo	19.2x	11.7x	12.8x	9.0x
Copec	7,150	ago-23	Forestal	16.2x	9.7x	8.6x	7.7x
Enel Américas	145	ago-23	Eléctrico	12.4x	15.9x	6.3x	6.4x
Enel Chile	73	ago-23	Eléctrico	7.9x	6.5x	6.0x	5.4x
Engie Chile	860	ago-23	Eléctrico	9.7x	5.9x	6.7x	6.3x
Falabella	2,400	ago-23	Retail	-22.6x	88.6x	19.7x	11.3x
IAM	832	ago-23	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10,200	ago-23	Bancario	6.5x	7.1x	-	-
Latam Airlines	11.3	ago-23	Industrial	24.1x	20.8x	5.1x	4.9x
Mallplaza	1,400	ago-23	Real Estate	26.0x	17.4x	11.7x	10.9x
Oro Blanco	8.7	ago-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,350	ago-23	Real Estate	14.6x	11.9x	13.7x	12.7x
Quiñenco	2,260	ago-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	ago-23	Retail	-7.3x	-46.8x	392.5x	21.0x
SMU	190	ago-23	Retail	9.5x	8.3x	6.7x	6.1x
SQM-B	72,800	ago-23	Minero	8.1x	9.8x	5.7x	6.5x
Vapores	65	ago-23	Industrial	34.1x	106.2x	-	-

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 larga sequía en la que no se vislumbra claramente mejoras hacia el futuro (independiente del fenómeno del Niño pronosticado para 2023) 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, ayudaría 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 2T23, donde registró un alza de 6,3% a/a en Ebitda, a pesar de las alzas en los costos de materias primas, apoyado en mejoras en ingresos y una mejora en el margen GAV. Por su parte, consideramos que la compañía aún presenta espacios de recuperación de márgenes durante 2024. 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 este papel.

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 1,24% (1,96% el sistema), sobre el 0,92% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,54 veces (1,30x el sistema), 2,25 veces considerando provisiones adicionales (1,91x 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. Ante una valorización atractiva y luego del aumento de capital realizado por el banco (USD \$750 MM), vemos un mejor escenario de cara a la implementación de Basilea III, con lo que decidimos aumentar nuestra exposición en 4 p.p, ubicándonos sobreponderados en el papel.

BSANTANDER: A junio, el banco registró un costo por riesgo de 1,13%, sobre un año atrás y acompañado de cifras de morosidad en torno a su historia, alcanzando el 2,14% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,47% 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 bajo su historia (1,30x frente a 1,40x), aumentando a 1,65x, en línea con su historia, 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 presenta una buena calidad de activos, de cara al comienzo del ciclo de normalización de tasas durante los próximos meses. Con todo, mantenemos sin cambios la exposición a Santander.

CENCOSHOPP: Mejoras en las condiciones contractuales en relación con el mismo periodo el año anterior contrarrestarían las menores ventas en algunos segmentos del retail. Como consecuencia de esto, esperamos que la compañía presente un crecimiento de 11,8% a/a en su Ebitda ajustado, mientras que los ingresos verían un alza de 11,9% a/a. Consideramos que la firma presenta un atractivo mix de GLA de cara al deterioro en el consumo discrecional, producto de la alta exposición que posee a servicios esenciales (55,8% del GLA total), en especial a consumo básico. Con respecto a los costos de ocupación, estos registraron un alza en Chile el 1T23, alcanzando 8,3%, sin embargo, se encuentran en niveles saludables. En tanto, sus contratos de arriendo presentan una duración media de 11,8 años según GLA.

CENCOSUD: Esperamos que la compañía presente un crecimiento de 8,6% a/a en Ebitda, junto con una mejora de 10% en ingresos en relación con el mismo periodo el año anterior, impulsada por el segmento de Supermercados, Centros Comerciales y la incorporación de Giga y The Fresh Market a los resultados consolidados, los cuales contrarrestarían las caídas en los segmentos más discretionales. En la misma línea, destacamos la alta exposición que posee al segmento de supermercados, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía, el que 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 1T23 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 discretionales, consideramos que presenta una exposición atractiva hacia segmentos más defensivos respecto al resto del sector, de cara al deterioro del consumo en Chile.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su positiva calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,6 veces a junio (frente a 1,3x el sistema), la que aumenta a 3,04 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,91x el sistema), además de presentar una morosidad de 1,33%, bajo el 1,96% de la industria. Finalmente destacamos la positiva expansión de márgenes, donde ha conseguido un MIN neto de riesgo muy por sobre sus comparables (4,5% frente a 3,5% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. En este escenario, mantenemos sin cambios 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 Arauco, afectando así los resultados, pero hemos observado que estos han presentado una corrección leve principalmente en los últimos tres meses. Esperamos que la caída en los precios de las celulosas se observe en los próximos resultados de la compañía. Por otro lado, el segmento de combustibles estaría levemente condicionado por costos más altos, pero con volúmenes que se mantienen fuertes. Con todo, elegimos mantener 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 excedentario contratados de cara a una matriz mucho más renovable, e integrar la comercialización de este recurso para potenciar sus resultados. 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.

SQM-B: Los precios del hidróxido y carbonato de litio transan a niveles de US\$ 41.000/ton en China, después de mostrar fuertes caídas en lo que iba del año, efecto que se internalizaría en parte en los resultados del segundo trimestre. Respecto a las exportaciones de litio que monitoreamos, estas mostrarían cierta recuperación el segundo trimestre comparado con el primer trimestre de este 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 1T23. 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. Pese a una recuperación más lenta a la esperada en China y la alta volatilidad que ha experimentado el papel, hemos decidido mantener la ponderación en la acción, pero quedando levemente subponderados tomando cierta cautela debido a lo antes mencionado.

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

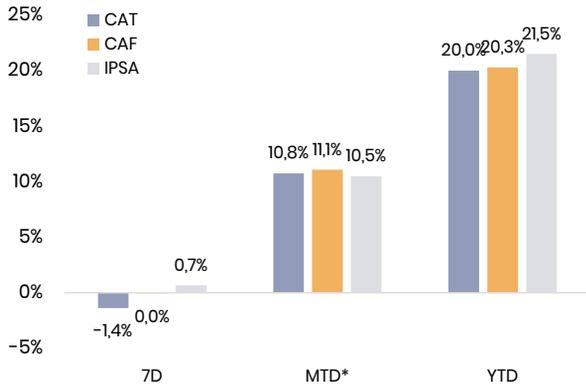
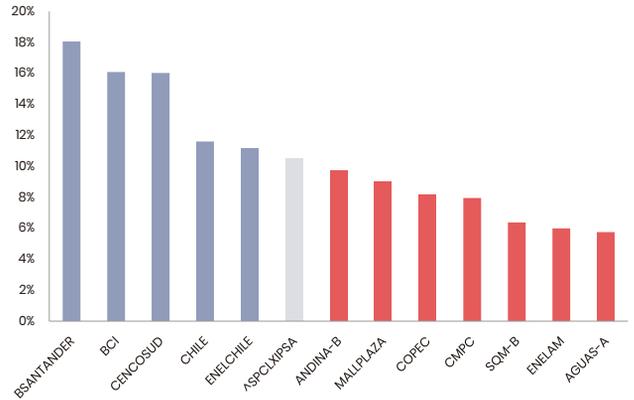


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 3 y el 31 de julio de 2023

GRÁFICO 8: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA (6 ACCIONES)**



GRÁFICO 9: 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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@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.