



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2023

Presión de tasas se intensifica ¿vendrá un alivio hacia el cierre de año?

Al cierre de este informe, la Reserva Federal decidía mantener la tasa de política monetaria en 5,25-5,50%, lo esperado por el consenso de mercado, destacando la fortaleza de la economía, pero mencionando que las condiciones financieras y crediticias podrían tener efectos sobre la economía. Lo preocupante es que continúa inclinando su eje hacia los riesgos inflacionarios. Los mercados completaron otro mes de caídas, en buena parte explicado por el incremento en las tasas de interés de largo plazo. Con todo, que se mantenga la tasa de referencia es un punto de alivio marginal.

¿Qué elementos son necesarios para mejorar el entorno para los activos riesgosos y la renta variable en particular? Que la política monetaria restrictiva desacelere la economía en EE.UU. y el shock de tasas largas se disipe de la mano de un tono de la Reserva Federal menos contractivo ante el descenso que viene mostrando la inflación. Ese cambio en las tasas de descuento debiera quitar presión a las acciones. Aunque deja el foco sobre los resultados de los distintos sectores económicos, que guían el posicionamiento de nuestras carteras. Un punto importante es que la presión de tasas de interés externas fue significativamente mayor que lo esperado sobre las tasas locales, lo que también tuvo impacto en la renta variable local.

Como ya es habitual, China completa el panorama, con algunas luces de optimismo si consideramos que se siguen anunciando estímulos para la economía, esta vez mayor espacio de endeudamiento público, lo que podría marcar un leve mayor atractivo. Sin embargo, como hemos mencionado anteriormente, el mix de precio del cobre presionado a la baja y las tensiones sobre el precio del petróleo, no son un entorno favorable para la actividad y activos locales.

En este ambiente, la bolsa local retrocedió buena parte de las alzas observadas durante el año, registrando una baja -7,3% en el mes (-9% en dólares), mostrando un mayor impacto que América Latina (-5%), Asia Emergente (-3%), Europa (-4%) y EE.UU. (-3%), que resistieron de mejor forma el nuevo escenario.

Con todo, si bien para este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT), las que retrocedieron menos que el IPSA al anotar caídas de -6,5% y -6,3%, respectivamente, ajustamos nuestra exposición a Argentina por medio de una menor exposición en el sector de consumo, ante una mayor cautela en dicho país. El sector de real estate, en tanto, aumenta su participación en 2 p.p en la CAF, a la vez que se incorpora a la CAT, ante mejores perspectivas en tasas de interés. El sector eléctrico continúa con su sobreponderación a través de Enel Chile y Enelam, al igual que Bancos, con BCI, Banco de Chile y Banco Santander. Por su parte, el sector Forestal, incorpora 2 p.p a CMPC, quedando sobreponderado. Retail, en tanto, se mantiene subponderado, ante contenidas perspectivas en el dinamismo local.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	14	14		CENCOSHOPP ←
CHILE	13	13		CHILE
ENELCHILE	13	13		BCI
BCI	11	11		COPEC
CMPC	7	5	2	ENELCHILE
COPEC	7	7		SQM-B
CENCOSHOPP	7	5	2	
CENCOSUD	6	6		
ANDINA-B	6	10	-4	
BSANTANDER	6	6		
ENELAM	6	6		
AGUAS-A	4	4		
TOTAL	100	100		

(*) En la CAT, excluimos a Andina-B por Cencoshopp.

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.

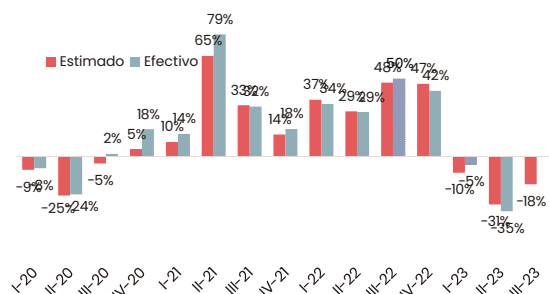
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	19	13
Forestal	14	12
Bancos	30	27
Commodities Mineros	14	15
Industrial	0	5
Retail	6	11
Real Estate	7	4
Consumo	6	5
Telecomunicaciones y TI	0	1
Otros	4	6
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

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

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Mantenemos nuestra exposición en sector retail. Frente al deterioro del consumo a nivel local, creemos que el segmento de supermercados continuará mostrando una mayor resiliencia en relación con los demás segmentos, sin embargo, consideramos que enfrentaría mayores presiones respecto de los periodos anteriores. Esto, ocurriría como consecuencia de una demanda interna más débil, mayores presiones en el mercado laboral y niveles de inflación que aún se mantienen elevados. Por otro lado, en el segmento del *retail* financiero, seguimos viendo presiones en resultados ante una mayor normalización en los indicadores de calidad de cartera y un mayor costo por riesgo. Si bien, canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencosud producto de la alta participación que posee consumo básico en los ingresos de la compañía, ante una mayor cautela de sus operaciones en Argentina nos ubicamos en una posición neutral en la compañía.

Mantenemos exposición en sector eléctrico. En octubre, la generación hídrica en Chile subió +7% a/a (a 37% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -15% a/a (a 27% del total), principalmente por una baja en gas natural (-35% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +8% a/a, mostrando así un *mix* más eficiente a nivel de sistema. Por su parte, los costos marginales siguen mostrando bajas, aunque más moderadas con respecto a la caída de precios durante julio y agosto a causa de la buena hidrología. El promedio en la zona central marcó US\$42/MWh (-36 a/a y -14% m/m), y US\$44/MWh en el norte (-47% a/a y -16% m/m). Para Enel Chile, decidimos mantener su exposición ante el buen escenario hidrológico que se ha ido registrando durante el año, que se tradujo en un aumento de energía hidráulica para el 3T23 de +51% con respecto al mismo periodo del año anterior, mejora de 16 p.p en su matriz (a 62% del total), que junto al aumento importante de ERNC, le brindó a la compañía un buen resultado durante el trimestre, en línea con nuestras estimaciones. Además, un spot que se mantiene bajo le permitiría seguir aprovechando compras al sistema a buen precio, que junto con la comercialización de volúmenes excedentarios de gas para el 4T23, potenciarían sus resultados para lo que queda del año. Para Enelam, decidimos mantener su posición neutral para priorizar un positivo escenario hidrólogo local. Sin embargo, con un buen resultado en 3Q23, que estuvo en línea con nuestras estimaciones, seguimos positivos respecto del plan de inversión 2023-2025.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios del litio se mantuvieron planos durante el mes de octubre, transando a US\$22.000/ton tanto para carbonato como para hidróxido. Ante esto, decidimos mantener nuestra ponderación de SQM-B, quedando neutrales en el papel respecto al IPSA. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% se ha mantenido en torno a US\$ 118/ton, luego de las alzas registradas durante las primeras semanas de septiembre, pero con un escenario que se mantiene negativo en el sector construcción en China, al igual que un segmento de acero de la compañía que muestra una operación subóptima, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

Aumentamos la exposición en el sector forestal. Nos ubicamos levemente sobreponderados en el sector, aumentando en 2 p.p nuestra posición en CMPC. Los inventarios de celulosa han continuado a la baja en agosto y septiembre para ambos mercados, dada una demanda que se reactivó debido a los bajos precios que presentó el material en mayo, impulsando así una leve recuperación en precio. El aumento de la demanda en China ha disminuido cierta incertidumbre del sector, con expectativas de un alza en precio tanto en Asia como en Europa. CMPC también ha demostrado mejorar la operación de su negocio de Softys, que ha logrado aumentar volumen de venta y márgenes, subsanando ciertas caídas en ingresos en el segmento de celulosa y Biopackaging. En el caso de COPEC, el segmento de paneles en Estados Unidos ha mostrado una actividad que no ha presentado grandes fluctuaciones a la baja como se esperaba a inicios del año.

Aumentamos 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 en un contexto de mayor deterioro a nivel local. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencosho, ante un mayor atractivo producto de la alta exposición a consumo básico, otorgándole un *mix* de GLA más defensivo.

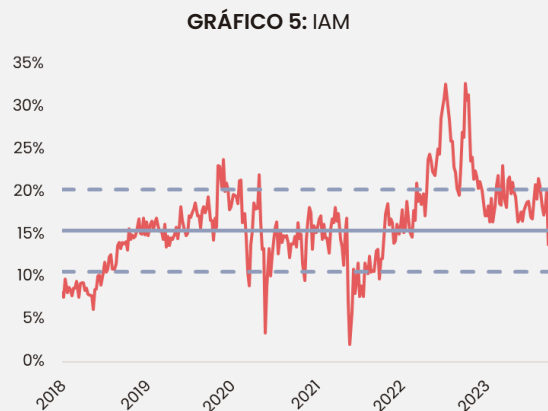
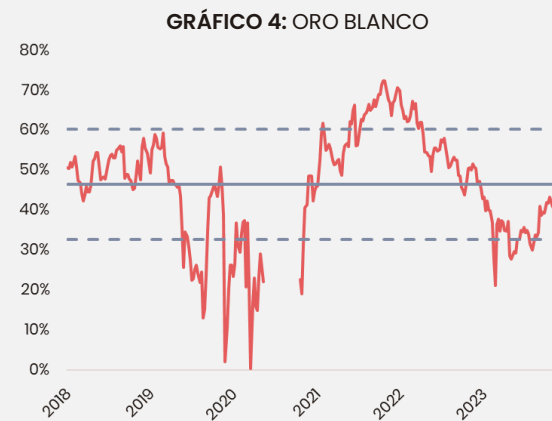
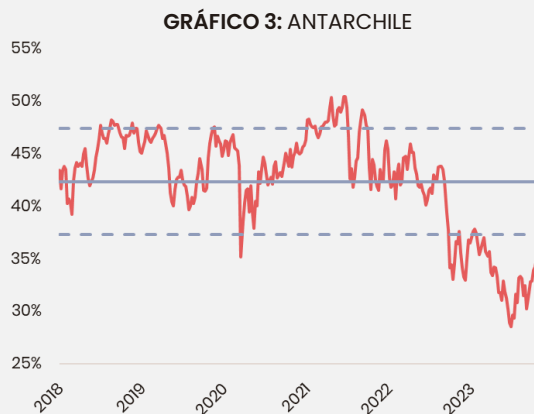
Nos mantenemos fuera del sector industrial. Las tarifas navieras han mantenido niveles bajos en las últimas semanas, mientras que el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos mantiene presionadas las expectativas de un mayor dinamismo en el comercio internacional, con presión en la demanda mundial 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 el lado de LATAM Airlines, no incluimos al papel en nuestras carteras, dado el riesgo subyacente de la industria. El tráfico aéreo internacional aún no muestra una recuperación a los niveles previos a la pandemia, pero un menor dinamismo en la economía global podría perjudicar la actividad del sector. Por otro lado, el aumento en el precio de combustibles debiese apretar los márgenes de la compañía en el cierre del año.

En consumo, disminuimos 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 una nota de cautela por la alta exposición del sector a Argentina, junto a expectativas de un escenario desafiante con relación a la protección de márgenes y presiones en volúmenes en los segmentos de alcoholes y vinos, reduciendo en 4 p.p la participación en el sector, aunque ubicando al sector levemente sobreponderado y con nuestra única exposición en la industria por medio de Andina-B.

Mantenemos 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 septiembre la morosidad alcanzó 2,08%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,23 veces (1,32x su historia). Por su parte, si bien esperamos una menor presión en el margen de interés neto, este se mantendría comprimido con respecto al año pasado, producto de una inflación más desfavorable, lo que junto a un mayor costo por riesgo y ante una alta base de comparación, mantendrían a los bancos bajo cobertura mostrando caídas en utilidad frente a 2022. Con todo, mantenemos sin cambios al sector.

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 la buena temporada de lluvias que comenzó a fines de junio, el embalse El Yeso alcanzó su mayor registro de ocupación en los últimos cinco años. Pese a que esto pudiera significar una mejora en márgenes por ahorros en costos de extracción de aguas subterráneas, las medidas paliativas que se han tomado ante los repetidos eventos de turbiedad, además de la construcción de nuevas líneas del tren subterráneo, mantendrían cierta presión en costos, pero que aún se traduciría en un resultado positivo para el 3Q23. 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 los últimos episodios de turbiedad registrados, no se descarta que al persistir eventos de precipitaciones con isoterma cero elevada, estos puedan traducirse en interrupciones en el suministro del recurso hídrico.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Anexo: Inicio de Cobertura de Entel (ENTEL)

Durante los últimos años, la compañía se ha visto marcada por la venta de infraestructura, tanto en Chile como en Perú, que junto con el despliegue de la red 5G a nivel local, la ha llevado a reorientar su estrategia y poner un mayor foco en el *core* del negocio. Lo anterior, tendría como objetivo mejorar la estructura de costos que, acompañado de mayores eficiencias por el lado de los gastos, permitiría mayores márgenes operativos en el mediano plazo, en una industria que posee una dinámica altamente competitiva y marcados ciclos de gastos en capital.

En Chile, proyectamos ingresos que se mantendrían planos este año con respecto al año anterior, mientras que en 2024 registrarían un crecimiento de 3,5% a/a, impulsados por mejoras en los segmentos de servicios móviles y fijos. Esto ocurriría en un contexto en que la base de clientes móviles se mantendría relativamente estable, a la vez que la base de clientes fijos crecería un 4% promedio en los próximos años, en línea con el mayor desarrollo del negocio de fibra óptica que prevé la compañía. Por otro lado, en Perú, estimamos una caída en ingresos de 17,0% a/a al cierre de 2023, mientras que, en 2024, los ingresos disminuirían -3,4% a/a, afectados por caídas en ventas de equipos móviles y una menor base de clientes prepago, coherente con deterioros en la situación economía del país.

En definitiva, a nivel consolidado, esperamos que el margen Ebitda se ubique en torno a 28% a fines del 2023, mientras que para el 2024, este se expandiría hasta 29%, impulsado por menores presiones en costos. Hacia el largo plazo, vemos una mayor relevancia de Perú en el consolidado y una mayor participación de mercado en los servicios fijos en Chile, que junto con menores costos producto de mayores economías de escala, llevarían el margen Ebitda hacia el 30%.

Si bien, vemos espacios de recuperación en resultados en el mediano plazo, mantenemos la cautela ante los elevados niveles de Capex que requeriría la compañía en los próximos años en relación con los años anteriores, los cuales podrían presionar los flujos futuros de darse un escenario más adverso al contemplado.

Es por esto, que recomendamos una posición Neutral en la compañía, con un precio objetivo estimado de \$3.300 por acción en un horizonte de 12 meses (ver informe).

ESTADO DE RESULTADOS				
Millones de pesos	2022	2023E	2024F	2025F
EBITDA Ajustado*	741.543	699.883	728.996	776.944
Variación (%)	-1,4%	-5,6%	4,2%	6,6%
Margen EBITDA Aj. (%)	28,6%	28,1%	28,7%	29,6%
Utilidad Neta*	-83.685	43.808	62.143	87.210
Variación (%)	-253,2%	-	41,9%	99,1%
Margen Neto (%)	-3,2%	1,8%	2,4%	3,3%

* No considera venta de Data Centers en Chile y de torres en Perú.
Fuente: Estudios Security y CMF Chile.

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio Objetivo (\$)	Fecha Actualización	Informe Sectorial	Precio/Utilidad 2023e	Precio/Utilidad 2024e	EV/Ebitda 2023e	EV/Ebitda 2024e
Aguas-A	325	jun-23	Sanitario	21,9x	19,2x	9,7x	9,2x
Andina-B	3.100	ago-23	Consumo	12,8x	8,8x	5,4x	5,1x
Antarchile	7.470	ago-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	97	ago-23	Bancario	7,9x	10,5x	-	-
Banco Santander	47	ago-23	Bancario	13,4x	9,9x	-	-
BCI	35.000	ago-23	Bancario	4,4x	4,2x	-	-
CAP	7.400	ago-23	Minero	2,9x	3,7x	4,7x	4,6x
CCU	7.400	ago-23	Consumo	13,9x	12,7x	7,0x	6,3x
Cencoshopp	1.600	ago-23	Real Estate	10,8x	9,8x	10,4x	9,5x
Cencosud	2.100	ago-23	Retail	8,4x	7,8x	6,4x	6,3x
CMPC	1.720	ago-23	Forestal	7,3x	9,3x	5,3x	6,1x
Colbún	150	ago-23	Eléctrico	8,5x	10,9x	7,4x	6,6x
Concha y Toro	1.300	ago-23	Consumo	16,8x	10,3x	12,5x	8,8x
Copac	7.150	ago-23	Forestal	14,5x	8,9x	8,3x	7,4x
Enel Américas	145	ago-23	Eléctrico	9,7x	12,8x	5,9x	5,9x
Enel Chile	73	ago-23	Eléctrico	7,3x	6,0x	6,2x	5,6x
Engie Chile	860	ago-23	Eléctrico	8,8x	5,4x	6,3x	5,9x
Entel	3.300	nov-23	Telecom.&TI	20,8x	14,2x	5,1x	4,9x
Falabella	2.400	ago-23	Retail	-17,8x	69,6x	18,2x	10,4x
IAM	832	ago-23	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10.200	ago-23	Bancario	5,3x	5,7x	-	-
Latam Airlines	11,3	ago-23	Industrial	20,4x	18,1x	4,7x	4,6x
Mallplaza	1.400	ago-23	Real Estate	20,9x	14,0x	10,5x	9,7x
Oro Blanco	8,7	ago-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.350	ago-23	Real Estate	13,2x	10,8x	13,5x	12,5x
Quilenco	2.260	ago-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	ago-23	Retail	-6,0x	-38,7x	375,6x	20,1x
SMU	190	ago-23	Retail	9,3x	8,1x	6,7x	6,1x
SQM-B	72.800	ago-23	Minero	5,5x	6,9x	4,1x	4,7x
Vapores	65	ago-23	Industrial	23,3x	74,3x	-	-

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 larga sequía en la que no se vislumbra claramente mejoras hacia el futuro (independiente del fenómeno del Niño en 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 y que 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 3T23, donde registró un alza de 11,3% a/a en Ebitda, a pesar de las presiones en volúmenes, apoyado en mejoras en ingresos y una mejora en márgenes. Por su parte, consideramos que la compañía aún presenta espacios de recuperación de márgenes durante 2024. Ante una mayor cautela producto de su exposición a Argentina, la desaceleración del consumo y las presiones en márgenes, decidimos disminuir 4 p.p la exposición a la compañía, aunque manteniendo al sector sobreponderado debido a un mejor escenario relativo frente a otros sectores y concentrando la exposición al sector únicamente por medio de este papel.

BCI: Por un lado, consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de un mayor deterioro en 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 luego de las provisiones adicionales que ha realizado el banco. A la vez, registra una morosidad de 1,29% (2,08% el sistema), sobre el 1,09% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,36 veces (1,23x el sistema), 2,04 veces considerando provisiones adicionales (1,82x 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 anunciado por el banco (USD \$750 MM), vemos un mejor escenario de cara a la implementación de Basilea III, con lo que decidimos mantener nuestra exposición a la compañía, ubicándonos sobreponderados en el papel.

BSANTANDER: A septiembre, el banco registró un costo por riesgo de 1,2%, sobre un año atrás (1,02%) y acompañado de cifras de morosidad levemente sobre su historia, alcanzando el 2,26% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,7% registrada un año atrás. Con esto, sus ratios de cobertura, sin considerar las provisiones adicionales que ha realizado el banco,

se ubican bajo su historia (1,25x frente a 1,40x), aumentando a 1,57x (1,65x su historia), al considerar las provisiones adicionales. Si bien el banco ha presentado un menor desempeño que sus comparables, ante una mayor exposición a las tasas cortas y un escenario más desafiante a partir de la última parte de 2022, consideramos que presenta una buena calidad de activos, en un contexto de comienzo del ciclo de normalización de tasas. Ante espacios de valorización más acotados, decidimos mantener a Santander sub ponderado en nuestras carteras.

CENCOSHOPP: Mejoras en las condiciones contractuales en relación con el mismo periodo el año anterior, que junto con una mayor dilución de gastos, contrarrestarían las menores ventas en los segmentos más discrecionales del retail. Como consecuencia de esto, esperamos que la compañía presente una mejora de 11,4% a/a en su Ebitda Ajustado, mientras que los ingresos verían un alza de 9,4% 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 (52,9% del GLA total), en especial a consumo básico. Con respecto a los costos de ocupación, estos registraron alzas año contra año, tanto en Chile como en Perú, al cierre del segundo trimestre de 2023, alcanzando 8,0% y 7,3% respectivamente. No obstante, estos no se encontrarían en niveles particularmente elevados, a la vez que sus contratos de arriendo presentan una duración ponderada por GLA de 11,8 años.

CENCOSUD: Esperamos que la compañía presente una disminución de -6,1% a/a en Ebitda Ajustado (sin Revaluación de activos ni norma IAS29), junto con un deterioro de -3,9% en ingresos respecto del mismo trimestre el año anterior, afectados principalmente por las caídas en resultados provenientes de los segmentos de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar, siendo parcialmente compensadas por Centros Comerciales, y en menor medida, Supermercados. En términos de margen Ebitda, estimamos que este se ubique en 10,2%, frente al 10,5% registrado un año atrás, como consecuencia de mayores gastos operacionales asociados a alzas salariales e inflación, además de un margen bruto que se mantendría plano. 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 ha representado alrededor del 78% de sus ingresos a nivel consolidado los últimos doce meses y ha contrarrestado el menor dinamismo de los segmentos más discrecionales. No obstante, mantenemos la cautela con respecto a los márgenes en los segmentos discrecionales en el mediano plazo, los cuales se seguirían viendo presionados, además de la exposición que posee a Argentina, la cual podría impactar negativamente los resultados de materializarse un escenario desfavorable.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su positiva calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,51 veces a septiembre (frente a 1,23x el sistema), la que aumenta a 2,92 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,82x el sistema), además de presentar un 1,35% de cartera morosa, bajo el 2,08% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,1% frente a 3,4% 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 con la inclusión de MABE en México, nos lleva a tomar una posición neutral en la acción. La empresa cuenta con una sólida estructura financiera y ha mostrado cautela 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 y 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. Por lo anterior, aumentamos en 2 p.p. la ponderación de la empresa en nuestras carteras.

COPEC: Esperamos que el tercer trimestre, los resultados de la compañía se vean afectados por la caída en los precios de la celulosa, pero que estos sean en parte compensados por mayores volúmenes vendidos por la entrada en operación de MAPA. Por otro lado, el segmento de combustibles estaría levemente condicionado por costos más altos, pero con volúmenes que se mantienen fuertes, pese a la venta de MAPCO en Estados Unidos. Con todo, mantenemos la ponderación en la acción respecto al IPSA, ante un mercado de la celulosa que ha mostrado leves mejoras en el margen, valorando la diversificación de la compañía en un escenario que se mantiene con riesgos elevados y ante 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 (con la salida del segmento de distribución Argentina, Edesur, aplazándose para 2024, esperando una mayor estabilidad política post elecciones). 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\$ 22.000/ton en China, marcando una nueva caída, efecto que se internalizaría en los resultados del tercer trimestre dado que la compañía fija sus contratos a precio spot. 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 1S23. 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 tomando una nota de cautela.

*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

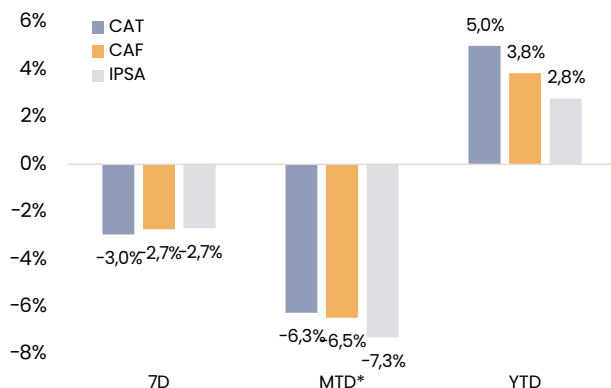
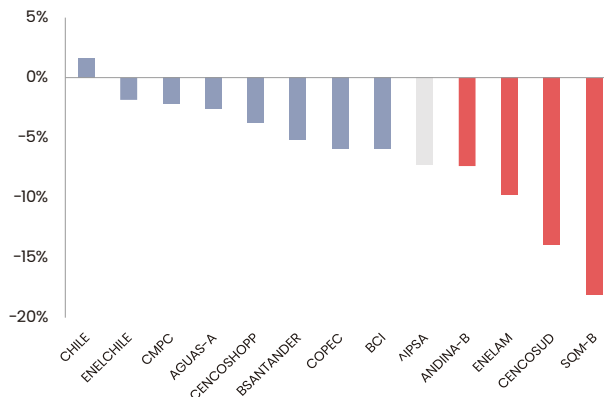


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



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

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

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

Nicolás Libuy I.
Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

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

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

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@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 • info@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.