

The background of the top section is a blue-tinted image of a financial chart. It features several overlapping lines in shades of purple, blue, and yellow. Various numerical values are scattered across the chart, including 5.6631, 9.334, 4.25647, and 7.2235.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2023

Y se dio el alivio ¿vienen nuevos vientos de cola?

Si bien la actividad en EE.UU. aún no da cuenta de una desaceleración marcada, los indicadores más en la punta y que buscan anticipar el ciclo, apoyan la idea de al menos un aterrizaje suave de la economía en el mediano plazo. Los indicadores de inflación también van en la dirección correcta. Así, se ha ido configurando un escenario donde distintos mensajes de la Reserva Federal, y las expectativas del mercado, van desarmando el temor de una política monetaria más contractiva (alzas adicionales de la tasa de interés en el corto plazo) o bien recortes de tasas solo en un horizonte muy lejano de tiempo. El alivio de las condiciones financieras se ha dado ya en las tasas de interés de mediano y largo plazo, referencia habitual para el mercado, mientras las expectativas se han ido moviendo hacia un primer recorte de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal para mediados del próximo año.

Este ambiente se suma a algunos anuncios de parte de China sobre apoyos adicionales a su economía, los que de todas maneras no han logrado levantar las expectativas respecto de esa economía. Con todo, a la caída en las tasas de interés globales se agrega una depreciación del dólar global que ha perdido cerca de 3% respecto de una canasta de monedas desarrolladas en lo que va corrido del mes. El alivio para tasas y monedas emergentes ha sido significativo, donde destaca el realineamiento del peso chileno respecto de otras monedas de la región, a pesar de haberse incorporado nuevamente recortes relevantes de la tasa de política monetaria para el corto plazo.

¿Qué cabe esperar luego de la recuperación de los activos riesgosos el último mes? Si bien queda espacio para que las expectativas de tasas de interés de corto plazo externas e internas se ajusten a la baja, los niveles a los que han llegado estarían bastante más alineadas con nuestro escenario base para 2024. De buscar niveles más bajos, eso se asociaría con perspectivas de crecimiento más golpeadas, lo que no serían buenas noticias para los activos riesgosos. Por lo mismo, considerando primas por plazo estándar en los perfiles de tasas de interés de mercado, es razonable esperar caídas acotadas en las tasas de corto plazo.

Lo clave finalmente será la señal que dé la Reserva Federal en su reunión del 12-13 de diciembre. De ser más expansiva, hay un menor riesgo que la política monetaria afecte muy negativamente la actividad en 2024, lo que levantaría algo las perspectivas de crecimiento y el optimismo para el mercado accionario. Lo mismo para el banco central local. De darse un recorte de 100 puntos base, el escenario se inclinaría hacia alguna mejor expectativa para la actividad local. Con todo, los riesgos se mantienen aún activos durante diciembre.

En este ambiente, la bolsa local registró un alza de 7,6% en el mes (10% en dólares), menos que América Latina (13%), pero sobre Asia Emergente (7%), Europa (6%) y EE.UU. (9%), que de igual manera mostraron alzas importantes luego de las correcciones registradas en octubre.

Con todo, si bien para este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT), las que subieron más que el IPSA al anotar alzas de 8,1% y 8,4%, respectivamente, ajustamos nuestra exposición en 2 p.p a real estate en la CAF y lo excluimos en la CAT, producto de que vemos espacios de valorización más acotados luego de la baja en las tasas largas registrada en noviembre. El sector de retail, en tanto, aumenta su participación en 2 p.p en la CAF, por medio de Cencosud, atenuando el subponderado en el sector, luego del castigo que ha presentado la industria, a la vez que se incorpora a la CAT. 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, se mantiene sin cambios, levemente sobreponderado.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	14	14		CENCOSUD ←
CHILE	13	13		CHILE
ENELCHILE	13	13		BCI
BCI	11	11		COPEC
CENCOSUD	8	6	2	ENELCHILE
CMPC	7	7		SQM-B
COPEC	7	7		
ANDINA-B	6	6		
BSANTANDER	6	6		
ENELAM	6	6		
CENCOSHOPP	5	7	-2	
AGUAS-A	4	4		
TOTAL	100	100		

(*) En la CAT, excluimos a Cencoshopp por Cencosud.

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.

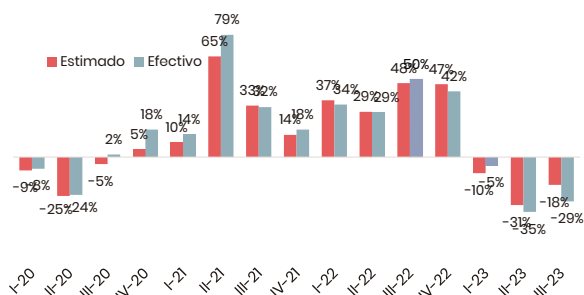
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	19	13
Forestal	14	12
Bancos	30	27
Commodities Mineros	14	14
Industrial	0	6
Retail	8	11
Real Estate	5	4
Consumo	6	6
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 nov-2023.

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Aumentamos nuestra exposición en el 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 se mantendrían las presiones en el corto plazo. 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. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencosud producto de la alta participación que posee consumo básico en los ingresos de la compañía, junto con mayores espacios de valorización en el mediano plazo.

Mantenemos exposición en sector eléctrico. En noviembre, la generación hídrica en Chile subió +10% a/a (a 40% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -25% a/a (a 24% del total), principalmente por una baja en gas natural (-49% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +11% 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\$38/MWh (-59 a/a y -8% m/m), y US\$47/MWh en el norte (-58% a/a y +8 m/m). Para Enel Chile, decidimos mantener su exposición ante el buen escenario hidrológico que se ha ido registrando durante el año, sumado a una temporada de deshielos que se visualiza favorable, lo que le permitiría tener una matriz más eficiente durante el 4T23 e inicios del 2024. Esto, junto al aumento importante de ERNC que le brindaría una estructura de costos más aliviada. Además, un precio 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 último trimestre de 2023, 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, en línea con nuestras estimaciones, nos seguimos manteniendo positivos ahora con su nuevo plan de inversión 2024-2026, que en el corto plazo busca completar su simplificación corporativa con la salida de Perú y Argentina.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios del litio mostraron una baja en el último mes, llegando a transar a US\$15.000/ton en carbonato y US\$16.600/ton para el caso de hidróxido. Pese a estas caídas, decidimos mantener nuestra ponderación de SQM-B, quedando levemente sobreponderados en el papel respecto al IPSA. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha aumentado llegando a US\$ 130/ton, sin embargo, los resultados del segmento de acero de la compañía han restado beneficios para la empresa, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras, exponiéndonos a otros sectores.

Mantenemos la exposición en el sector forestal. Nos ubicamos levemente sobreponderados en el sector, debido a las perspectivas de mejoras en los precios de celulosa. Los inventarios de celulosa han continuado a la baja en septiembre en el mercado chino y europeo, dada una demanda que se reactivó debido a los bajos precios que presentó el material en mayo, impulsando así una 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, lo que se reflejó en los resultados del tercer trimestre, al igual que la entrada en operación de MAPA que ha incrementado los volúmenes de producción de celulosa de la empresa.

Disminuimos 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 Cencoshopp, ante un mayor atractivo producto de la alta exposición a consumo básico, otorgándole un *mix* de GLA más defensivo. No obstante, vemos espacios más acotados en valorización luego de las bajas en las tasas de interés de largo plazo, y debido a esto, reducimos nuestra exposición en 2 p.p. ubicándonos levemente sobreponderados en el sector.

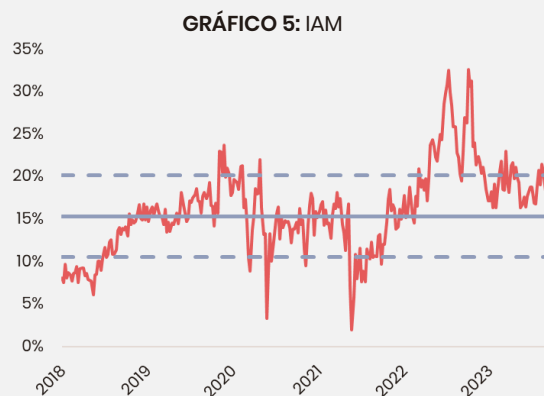
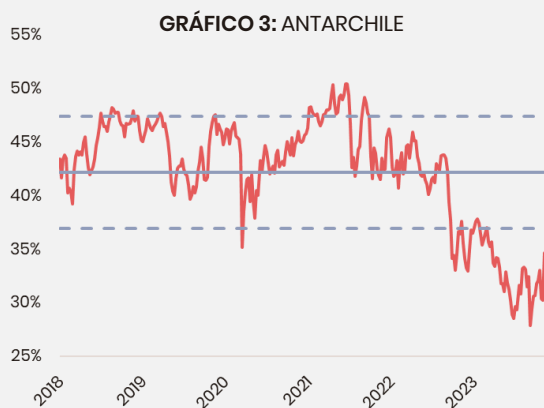
Nos mantenemos fuera del sector industrial. Las tarifas navieras han mantenido niveles bajos en las últimas semanas, mientras que el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos mantiene presionadas las expectativas de un mayor dinamismo en el comercio internacional, con presión en la demanda mundial 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 reducir los márgenes de la compañía en el cierre del año.

En consumo, mantenemos nuestra exposición. Destacamos la característica defensiva del sector, lo que le ha permitido mostrar recuperaciones de márgenes 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 aún desafiante con relación a la protección de márgenes y presiones en volúmenes en los segmentos de alcoholes y vinos, con lo que ubicamos 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, como el vencimiento de la FCIC durante 2024, a la vez que esperamos que los indicadores de calidad de cartera continúen deteriorándose en el corto plazo, donde a octubre la morosidad alcanzó 2,14%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,77 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (1,63x previo a la crisis sanitaria). 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 costo por riesgo estable 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 dentro de un escenario climático que ha estado marcado por el fenómeno del niño, además de la construcción de nuevas líneas del tren subterráneo, mantendrían cierta presión en costos. Dicho esto, la compañía presentó una mejora en su última línea de 16% a/a para el 3T23, mostrando una mejora de 5 p.p con respecto al mismo trimestre del año anterior, aunque con un leve deterioro en márgenes.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Anexo: Una Forma de Ver el Premio por Riesgo

El premio por riesgo accionario (PPR), en palabras simples, se puede entender como el retorno que los inversores exigen al invertir en el mercado accionario. Este número es un factor clave en la valorización de empresas, donde forma parte de la tasa de descuento que se le dará a una compañía. Si el PPR sube (cae), manteniendo todo lo demás constante, los inversores estarán cobrando un precio más alto (bajo) por riesgo, por lo que pagarán menos (más) por los mismos flujos futuros. Esto se puede visualizar mejor al ver el retorno del S&P500 que muestra una rentabilidad promedio de 16% un año después de que el PPR se encuentre sobre su media versus una rentabilidad de 11% cuando se encuentra en su rango promedio. Dentro de los métodos más usados para la estimación de este número se encuentra el premio por riesgo histórico, que compara los retornos accionarios de un periodo, con los retornos de un instrumento libre de riesgo como un bono soberano. Sin embargo, es importante entender las limitaciones que este método conlleva, incluso en países desarrollados como Estados Unidos, donde el resultado puede variar ampliamente.

Dejando de lado factores que afectan la estimación de PPR como el tipo de tasa libre de riesgo usada para la estimación, y el tipo de media para calcular retornos, un tercer factor, el periodo de tiempo que se usa en la muestra, tiende a generar un problema más complejo. Los partidarios de usar periodos más cortos bajo la lógica de que es una estimación más representativa y actualizada tendrán que asumir el costo de tener resultados con mayor volatilidad, donde el error estándar de la muestra será más grande. Mientras que los partidarios de usar periodos más largos tendrán que lidiar con que el PPR no necesariamente refleje la realidad actual del mercado a favor de reducir el error estándar de la muestra.

Para poder visualizar las implicaciones asociadas al premio por riesgo histórico, se puede tomar el caso de Estados Unidos. Cuando se analiza en más detalle los factores discutidos anteriormente, se puede notar una diferencia importante en resultados del PPR, donde el número podría variar entre 4.1% a 12.8% dependiendo del método que usemos (bonos corto plazo vs. largo plazo, media aritmética vs. geométrica y periodo de la muestra).

Sin embargo, si se usa el 5.1%, donde se utiliza un bono del tesoro a 10 años y la media geométrica, aún existe un problema importante, el error estándar de la medición es 2.15%, lo que significa que para estimar el PPR en un intervalo de confianza del 95%, el número se podría encontrar entre 0.76% y 9.36%, un rango demasiado amplio para que sea de alguna utilidad en modelos de valorización.

El cálculo del PPR histórico se vuelve aún más oscuro al aplicarlo a mercados emergentes, donde la data histórica tiende a ser deficiente además de presentar mayor volatilidad. Para visualizar esta situación podemos revisar el mercado local, donde la estimación del PPR para un periodo de 15 años muestra un valor de 4% con error estándar de 6%, lo que pondría el rango de PPR entre -8% y 16%. Con este ejemplo, se puede ver que la falta de historia hace que el cálculo de PPR a través de este método sea prácticamente inservible.

A pesar de que algunos analistas, conscientes de esta limitación eligen usar el PPR de Estados Unidos y agregar algún premio para mercados emergentes, aún existe un sesgo importante que considerar. Estados Unidos, que cuenta con una larga historia, ha sido el mercado más exitoso del siglo XX, donde muchos otros mercados han obtenido premios menores en comparación, por lo que incluso usar su mercado para calcular el premio por riesgo llevaría a un sesgo de supervivencia que podría implicar un premio histórico más alto para el resto de los mercados.

En conclusión, cuando se habla de premio por riesgo, a pesar de ser un número indispensable para el proceso de valorización, es importante ser consciente de las limitaciones que este método implica para tenerlas presente al momento de calcular las tasas de descuentos de las compañías.

Periodo	Premio por Riesgo U.S	Error Estándar
1928-2022	5.1%	2.2%
1973-2022	4.1%	2.8%
2013-2022	12.3%	4.8%

Fuente: Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications, Damodaran. y Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio Objetivo (\$)	Fecha Actualización	Informe Sectorial	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
				2023e	2024e	2023e	2024e
Aguas-A	325	Jun-23	Sanitario	22.4x	19.7x	9.8x	9.3x
Andina-B	3,100	Aug-23	Consumo	14.8x	10.2x	6.0x	5.6x
Antarchile	7,470	Aug-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	97	Aug-23	Bancario	8.4x	11.2x	-	-
Banco Santander	47	Aug-23	Bancario	14.6x	10.8x	-	-
BCI	35,000	Aug-23	Bancario	4.8x	4.6x	-	-
CAP	7,400	Aug-23	Minero	3.5x	4.6x	4.7x	4.6x
CCU	7,400	Aug-23	Consumo	14.8x	13.6x	7.6x	6.9x
Cencoshopp	1,600	Aug-23	Real Estate	11.6x	10.5x	11.0x	10.0x
Cencosud	2,100	Aug-23	Retail	9.4x	8.8x	6.8x	6.7x
CMPC	1,720	Aug-23	Forestal	7.5x	9.8x	5.4x	6.2x
Colbún	150	Aug-23	Eléctrico	8.8x	11.5x	7.3x	6.5x
Concha y Toro	1,300	Aug-23	Consumo	17.5x	10.7x	13.2x	9.3x
Copac	7,150	Aug-23	Forestal	15.2x	9.7x	8.7x	7.8x
Enel Américas	145	Aug-23	Eléctrico	10.4x	14.1x	5.9x	6.0x
Enel Chile	73	Aug-23	Eléctrico	7.5x	6.2x	6.4x	5.7x
Engie Chile	860	Aug-23	Eléctrico	8.8x	5.6x	6.6x	6.2x
Entel	3,300	Nov-23	Telecom.&TI	20.0x	13.7x	5.1x	4.9x
Falabella	2,400	Aug-23	Retail	-19.9x	77.8x	19.1x	10.9x
IAM	832	Aug-23	Holding	-	-	-	-
Itaú	10,200	Aug-23	Bancario	5.7x	6.2x	-	-
Latam Airlines	11.3	Aug-23	Industrial	23.9x	21.9x	5.0x	4.8x
Mallplaza	1,400	Aug-23	Real Estate	23.3x	15.6x	11.3x	10.4x
Oro Blanco	8.7	Aug-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,350	Aug-23	Real Estate	13.6x	11.1x	13.6x	12.6x
Quiñenco	2,260	Aug-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	Aug-23	Retail	-6.1x	-39.2x	380.1x	20.4x
SMU	190	Aug-23	Retail	9.7x	8.4x	6.9x	6.3x
SQM-B	72,800	Aug-23	Minero	5.5x	7.0x	4.3x	5.0x
Vapores	65	Aug-23	Industrial	23.0x	76.0x	-	-

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 vislumbran grandes 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, 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 elevada exposición a Argentina, la desaceleración del consumo y las presiones en márgenes, no realizamos cambios en 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 del vencimiento de la FCIC durante 2024, 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 1,31% (2,14% el sistema), sobre el 1,19% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,36 veces (1,2x el sistema), 1,98 veces considerando provisiones adicionales (1,77x 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, 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 octubre, el banco registró un costo por riesgo de 1,22%, sobre un año atrás (0,96%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,37% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,54% 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 (1,2x frente a 1,40x), aumentando a 1,51x (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. Decidimos mantener a Santander levemente sub ponderado en nuestras carteras.

CENCOSHOPP: La compañía registró una mejora en Ebitda Ajustado de 15,7% a/a en el tercer trimestre de 2023, impulsado principalmente por el crecimiento de 10,7% a/a en ingresos, como consecuencia del alza en la tasa de ocupación consolidada junto con una mejora en las condiciones contractuales respecto del mismo periodo el año anterior. Consideramos que la firma presenta un atractivo mix de GLA de cara ante un mayor deterioro en el consumo discrecional, producto de la alta exposición que posee a servicios esenciales (53,2% del GLA total), en especial a consumo básico. Con respecto a los costos de ocupación, al cierre del tercer trimestre de 2023, estos registraron un alza de 92 p.b año contra año en Chile, alcanzando 8,7%, como consecuencia del incremento de costos y gastos indexados a inflación. Por el lado de Perú, estos vieron una disminución en torno a 160 p.b., reflejando una mayor normalización en las operaciones, ubicándose en 7,6%. Creemos que los costos de ocupación se encuentran en niveles saludables, a la vez que sus contratos de arriendo presentan una duración ponderada por GLA de 11,3 año.

CENCOSUD: Menores ingresos provenientes de los segmentos de Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento, así como también, mayores presiones en Supermercados, el cual se mantuvo plano respecto del 2022, fueron los principales factores que explican la caída de 3,3% a/a en ingresos registrada el tercer trimestre de 2023. Con esto, el Ebitda Ajustado presentó una disminución de 9,4% a/a, a pesar de una mejora de 96 p.b. en margen bruto, mientras que el margen Ebitda Ajustado se ubicó en 9,8%, lo cual representa un deterioro de 66 p.b. frente al registrado un año atrás. No obstante, destacamos la alta exposición que posee al segmento de supermercados, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía, ha contrarrestado el menor dinamismo de los segmentos más discrecionales y que actualmente representa en torno al 79% de sus ingresos a nivel consolidado los últimos doce meses. Sin embargo, 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 1,43 veces a octubre (frente a 1,2x el sistema), la que aumenta a 2,76 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,77x el sistema), además de presentar un 1,42% de cartera morosa, bajo el 2,14% 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 sobreponderada 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/inicios de 2024, 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, mantenemos nuestra posición en la empresa en nuestras carteras.

COPEC: Los resultados del tercer trimestre de la compañía se vieron afectados por la caída en los precios de la celulosa, pero fueron en parte compensados por mayores volúmenes vendidos por la entrada en operación de MAPA. Por otro lado, en el segmento de combustibles, los mayores costos no lograron afectar a los márgenes, mientras que los volúmenes que se mantuvieron fuertes, pese a la venta de MAPCO en Estados Unidos. Con todo, mantenemos la ponderación en la acción, 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: En el marco de su plan estratégico, Enelam buscará completar su simplificación corporativa con la venta de activos en Perú y Argentina para enfocar sus esfuerzos en Colombia y Brasil, con el objetivo de lograr una transición energética que contaría con una matriz renovable del 98% para el 2026. En este escenario, cabe destacar que la venta de su activo en Brasil, Ceará, quedaría sujeta a una oferta que la

compañía considere adecuada relativa al valor del activo, mientras se espera que la venta del segmento de distribución de Argentina se aplase para 2024, esperando una mayor estabilidad política post elecciones. En términos de estrategia, la empresa buscará invertir US\$ 5.7 billones en Capex para los próximos tres años, donde 65% de este estaría destinado a Brasil y 35% a Colombia, siendo distribución el foco principal de la estrategia, invirtiendo 68% del Capex total en este segmento apuntando a marcos regulatorios rentables y reducir pérdidas de energía. En tanto, en el segmento de generación buscará agregar 1.5 GW adicionales a la matriz. Además, con un cómodo nivel de caja y las ganancias producto de la venta de sus activos, la compañía se vería 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) seguiría potenciando su desarrollo en proyectos ERNC, donde el 41% de los US\$2,3 billones de Capex de su plan estratégico 2024-2026 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. A esto, se le adicionaría una estrategia de desarrollo de baterías a la que se le destinaría 25% del Capex para los próximos tres años, mientras el segmento de distribución seguiría brindándole estabilidad al negocio.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio transan a niveles de US\$ 15.000/ton y el hidróxido a US\$ 16.600/ton en China, marcando una nueva caída, efecto que se ha internalizado 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 que han mostrado durante los 9 meses del 2023. 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

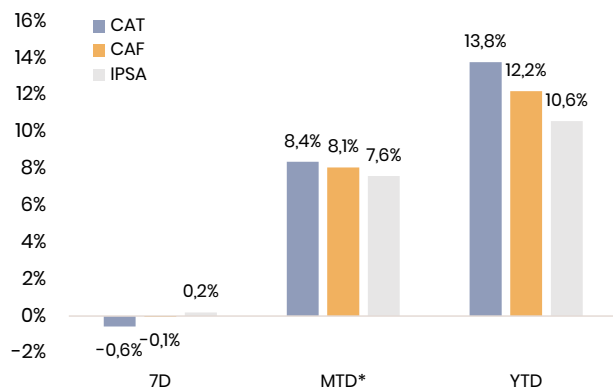
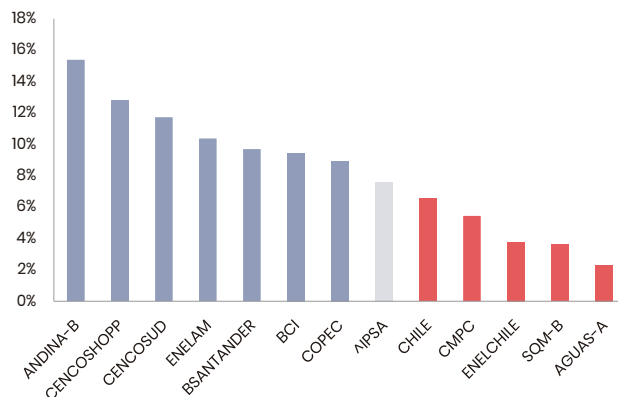


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 30 de noviembre 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 Senior 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 I.
Subgerente 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 • info@inv_security • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

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