



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2024

Una leve apuesta por el ciclo en 2024

Una vez que la Reserva Federal dio el giro que todos esperaban hacia una señal de menor restricción monetaria, poniendo fin al riesgo de nuevas alzas de tasas de interés, y aún más, anticipa recortes para 2024, los mercados globales cerraron 2023 con incrementos significativos. En mercados emergentes, alineados con el optimismo, se observaron recuperaciones de bolsas, monedas y spreads de renta fija.

En este ambiente, la bolsa local registró un alza de 6,5% en el mes (5% en dólares), menos que América Latina (7,7%) y Europa (5,2%), pero sobre Asia Emergente (3,1%) y EE.UU. (4,6%), que de igual manera mostraron un buen desempeño durante el mes.

Un ciclo anticipado de relajamiento monetario en EE.UU. ha reducido las expectativas de recesión o sobreajuste ante un eventual error de política monetaria (tasas en terreno muy restrictivo por un periodo demasiado largo), algo que ha venido de la mano de menores registros de inflación. Esto ha alimentado perspectivas de crecimiento de utilidades para las compañías, apoyadas en proyecciones de un mejor 2024 en algunas regiones. Así, las estrategias de inversión se inclinarían hacia sectores cíclicos.

Con todo, para el caso de Chile, si bien el escenario no contempla una gran expansión para este año, sí considera alguna mejora marginal respecto del año previo, expectativas de recortes de tasas de interés locales y un favorable panorama externo en cuanto al balance de crecimiento entre las principales economías y precios de materias primas. Sin embargo, nuestra perspectiva para mediano plazo en la valorización de activos locales es que se mantendrán los descuentos respecto a la historia de cada uno de estos. En tipo de cambio, esto significa un nivel en torno a 5% más depreciado que en ausencia de ruidos locales. En bolsa, la mantención de ratios de valorización relativos a Asia y América Latina menores a los históricos. Esto implica que el nivel objetivo del IPSA ronda los 7.000 puntos, de la mano del crecimiento de utilidades y una tasa de descuento estable, pero aun reflejando ratios de precio-utilidad y bolsa-libro cerca de un 30% por debajo de promedios históricos.

¿Qué implica este panorama para las carteras recomendadas? Si bien para este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT), las que subieron menos que el IPSA al anotar alzas de 5,0% y 6,2%, respectivamente, ajustamos nuestra exposición en 2 p.p al sector bancario en la CAF, producto de que vemos espacios de valorización más acotados, aunque manteniendo al sector sobreponderado. 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, donde las valorizaciones se mantienen castigadas. El sector eléctrico continúa con su sobreponderación a través de Enel Chile y Enelam. Real estate, en tanto, se mantiene sin cambios. Por su parte, el sector forestal, redujo en 2 p.p su participación en la CAF, quedando levemente sobreponderado y cediendo espacio a SQM-B, luego del aumento de su ponderación en el IPSA durante el mes. Finalmente, excluimos a Aguas-A, e incorporamos al sector industrial por medio del LATAM.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

| CAF | Actual | Previa | Δ pts. | CAT |
|-----------------|------------|------------|-----------|-----------|
| SQM-B | 16 | 14 | 2 | CENCOSUD |
| ENELCHILE | 13 | 13 | | CHILE |
| CHILE | 11 | 13 | -2 | BCI |
| BCI | 11 | 11 | | COPEC |
| CENCOSUD | 10 | 8 | 2 | ENELCHILE |
| COPEC | 7 | 7 | | SQM-B |
| ANDINA-B | 6 | 6 | | |
| BSANTANDER | 6 | 6 | | |
| ENELAM | 6 | 6 | | |
| CMPC | 5 | 7 | -2 | |
| CENCOSHOPP | 5 | 5 | | |
| LTM | 4 | 0 | 4 | |
| AGUAS-A | 0 | 4 | -4 | |
| TOTAL | 100 | 100 | | |

1. La columna "Δ pts" 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.

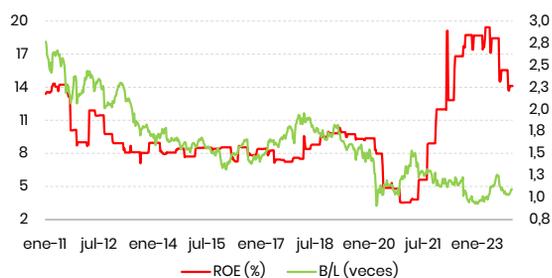
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

| Sector | Pond. CAF | Pond. SP IPSA* |
|-------------------------|------------|----------------|
| Eléctrico | 19 | 12 |
| Forestal | 12 | 11 |
| Bancos | 28 | 25 |
| Commodities Mineros | 16 | 19 |
| Industrial | 4 | 6 |
| Retail | 10 | 11 |
| Real Estate | 5 | 4 |
| Consumo | 6 | 5 |
| Telecomunicaciones y TI | 0 | 1 |
| Otros | 0 | 6 |
| Total | 100 | 100 |

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

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

GRÁFICO 1: RATIO BOLSA LIBRO IPSA VS ROE



Fuente: 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, a la vez que consideramos que la actividad del sector se mantendría contenida durante los próximos meses, mostrando mejoras en el margen hacia el primer semestre del 2024, de la mano del escenario macroeconómico local. Lo anterior, contribuiría a atenuar las presiones y mejorar gradualmente los resultados durante 2024. 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 diciembre, la generación hídrica en Chile subió +25% a/a (a 38% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -31% a/a (a 25% del total), principalmente por una baja en gas natural (-58% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +7% a/a, mostrando así un *mix* más eficiente a nivel de sistema. Por su parte, los costos marginales siguen mostrando bajas a nivel anual a causa de la buena hidrología, pero con una pequeña alza con respecto al mes anterior. El promedio en la zona central marcó US\$41/MWh (-53 a/a y +25% m/m), y US\$47/MWh en el norte (-50% a/a y +17 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 del 4Q23. Para Enelam, decidimos mantener su posición neutral para priorizar un positivo escenario hidrológico 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.

Aumentamos exposición en el sector minero. Los precios del litio mostraron cierta estabilidad este mes, llegando a transar a US\$12.000/ton en carbonato y US\$13.500/ton para el caso de hidróxido. El acuerdo entre Codelco y SQM garantiza la extensión de la explotación en el Salar de Atacama, pero con condiciones poco beneficiosas para SQM, por lo que aumentamos la exposición al papel levemente quedando así subponderados respecto al IPSA. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha aumentado llegando a US\$ 140/ton, sin embargo, ante la incertidumbre del mercado inmobiliario en China y los resultados negativos del segmento de acero de la compañía, mantenemos al papel fuera de nuestras carteras, exponiéndonos a otros sectores.

Reducimos la exposición en el sector forestal. Los precios de celulosa se han mantenido fuertes, pero han mostrado alcanzar un límite en China, por lo que bajamos levemente nuestra exposición en el sector a través de CMPC. Los inventarios de celulosa han continuado a la baja en noviembre 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, pero las expectativas de un alza en precio tanto en Asia como en Europa han disminuido. 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. Si bien el sector muestra mayor estabilidad y buenas perspectivas, se presenta como un riesgo la temporada de incendios en la zona, por lo que disminuimos levemente nuestra exposición.

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 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. Con todo, mantenemos nuestra exposición, ubicándonos levemente subponderados en el sector.

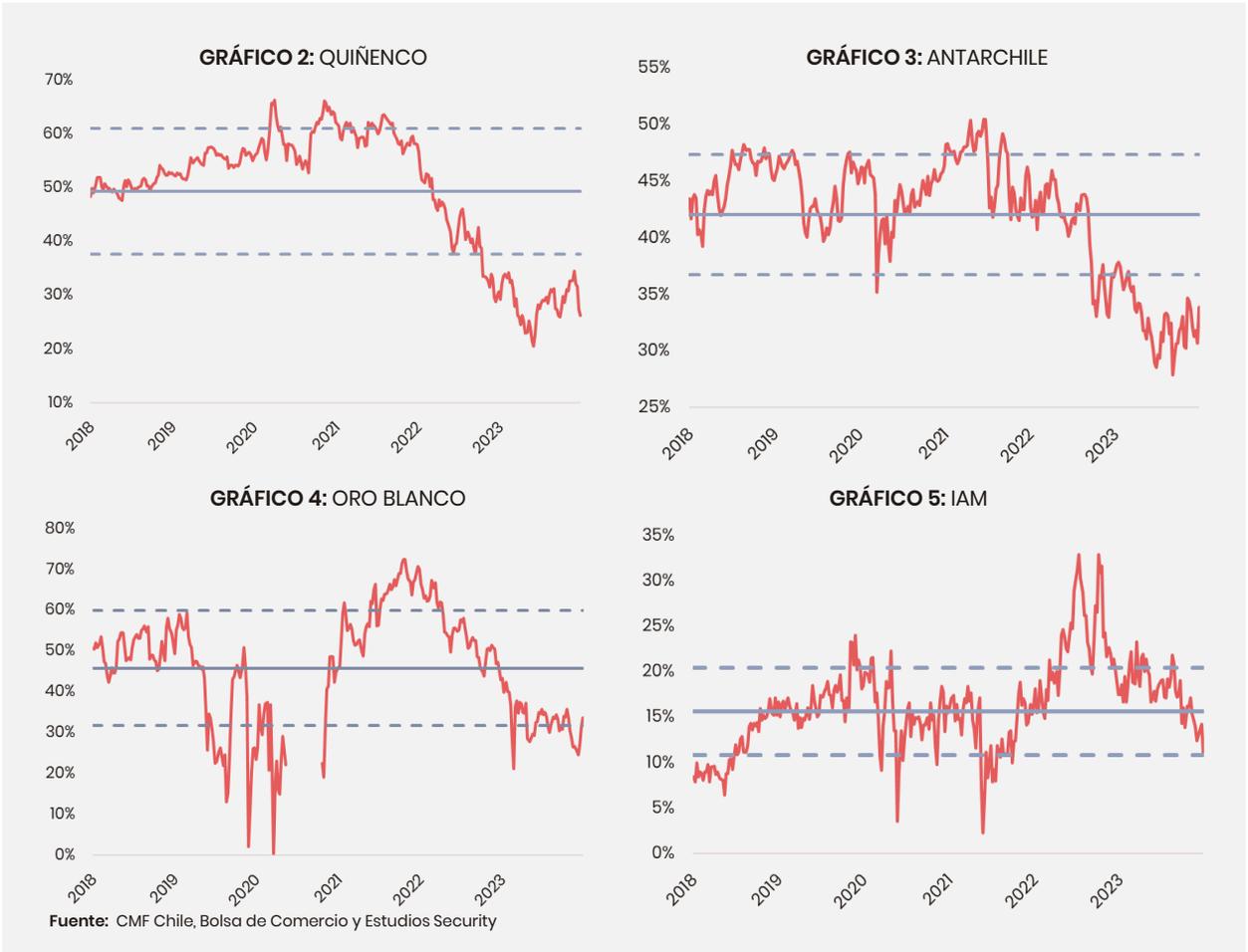
Ingresamos al sector industrial. El tráfico aéreo internacional ha mostrado una recuperación sostenida, superando en algunos tramos los niveles previos a la pandemia y con perspectivas mejores para 2024 en cuanto a tráfico. LATAM Airlines ha logrado reducir deuda, mejorar su operación reduciendo costos y mantener tarifas altas. Aun así, advertimos sobre el aumento de precio de combustibles que debiese contrarrestar el alza de RPK, por lo que nos posicionamos neutrales en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras han mostrado cierto aumento en las rutas que pasan por el mar rojo por los ataques que han recibido los barcos por parte de rebeldes en Yemen. Si bien este impulso momentáneo en tarifas podría beneficiar a Hapag-Lloyd (filial de CSAV), esto podría ser un riesgo que podría poner en riesgo a la flota de la compañía por lo que nos mantenemos fuera de este papel.

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, donde se ha visto una mejora en las perspectivas, con lo que ubicamos al sector levemente sobreponderado y con nuestra única exposición en la industria por medio de Andina-B.

Disminuimos 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 noviembre la morosidad alcanzó 2,19%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,72 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 menor inflación, que junto a un costo por riesgo estable, mantendrían contenidos los resultados del sector frente a 2023. Con todo, disminuimos en 2 p.p nuestra exposición al sector.

Reducimos exposición al sector sanitario. Para Aguas Andinas mantenemos una visión positiva, donde buenos resultados durante el 2023, junto con una revisión tarifaria en 2025 que impactaría positivamente los márgenes de la compañía, aun dejaría un espacio de recuperación. Sin embargo, decidimos reducir su exposición buscando oportunidades en sectores menos defensivos que mostrarían un buen desempeño durante la primera parte 2024, aumentando así el perfil de riesgo de la cartera.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Anexo: Métodos de Riesgo País para Cálculo de la Tasa de Descuento

En el anexo de la [CAS](#) de diciembre, exploramos las implicancias de calcular un premio por riesgo accionario en países emergentes, donde la data histórica no es lo suficientemente extensa para arrojar un número que entregue data precisa como para ser útil en el cálculo del costo de patrimonio. Con esto, las opciones de un premio por riesgo histórico de un país desarrollado se asoman como una opción más viable, agregando un premio para ajustar por factores intrínsecos como riesgo político, riesgo regulatorio y estructura económica, que se encuentran presentes en economías emergentes y que aumentan la incertidumbre del país (riesgo país), siendo comúnmente usado para este propósito el riesgo de default soberano. En teoría, al enfrentarse a una situación financiera estrecha por emisión de deuda en moneda local, un país tendría la alternativa de imprimir su propia moneda, a costo de devaluarla, para evitar caer en default. En la práctica, sin embargo, la historia parece mostrar que es más fácil volver de un default soberano que de una moneda devaluada. Por lo tanto, parece más razonable abordar este riesgo calculando el riesgo de default, no sólo para las tasas de estos bonos si no para poder valorar otros activos.

La forma más común de calcular este riesgo país es a través del spread soberano, donde las cuatro determinantes de un default spread incluyen la condición económica global, factores económicos específicos del país, liquidez del bono soberano y riesgo político, siendo la última la que mejor explica cómo fluye el dinero de los mercados fuera y dentro del país*. Este spread se puede calcular, al comparar un bono de un país emergente emitido en dólares o euros, con un bono de un país desarrollado de moneda equivalente. Por ejemplo, si se busca calcular el default spread de Chile, se tomaría un bono emitido en dólares, el cual se compararía con un bono de Estados Unidos con la misma duración. Esto es básicamente lo que calcula el EMBI (Emerging Market Bonds Index, estimado por JP Morgan), que para el caso de Chile el spread spot se ubica en 1,3%, mientras el promedio de los últimos años en 1,6% (que se puede usar para disminuir la volatilidad, siempre y cuando los fundamentales del país no hayan cambiado durante el período). Si un bono en moneda extranjera no estuviera disponible, se puede calcular el riesgo país a través de los Credit Default Swaps (CDS), un mercado donde los inversores intentan ponerle precio al riesgo de default a través de contratos, siempre que se ignoren los riesgos de liquidez y contraparte. Finalmente, si ninguna de las dos opciones anteriores está disponible, se puede usar un rating sintético, asumiendo que países con un mismo rating soberano tienen un nivel de riesgo similar, se puede calcular un spread promedio para cada rating y asignar el spread para países que no cuenten con las opciones antes mencionadas.

Otra forma de medir el premio es a través de la volatilidad relativa de los mercados, donde compara la volatilidad entre un mercado desarrollado y emergente para calcular el riesgo país. Para ilustrar, la volatilidad anualizada de los últimos 5 años del mercado chileno es 22%, que al comprar con la volatilidad de Estados Unidos de 18%, da como volatilidad relativa 1,2x. Al multiplicar este ratio con el premio por riesgo histórico de Estados Unidos de 5,06%, da como resultado un premio por riesgo accionario para Chile de 6,08%, por lo que el premio por riesgo país sería 1,02% (la diferencia entre ambos premios por riesgo). La precaución a considerar con este método son los países que cuentan con poca liquidez en su bolsa. Panamá, por ejemplo, mostraría una volatilidad menor que un mercado desarrollado como el de Estados Unidos por su poca liquidez, lo que resultaría en un premio por riesgo accionario menor al de un mercado desarrollado.

Otra alternativa es usar ambos métodos para calcular el riesgo país. Aunque el castigo por riesgo de no pago es un avance en medir el riesgo país, este representaría sólo el riesgo de caer en default, por lo que intuitivamente se esperaría que el riesgo accionario del país sea más grande. Para corregir esto, al premio por riesgo de no pago del país se le puede dar un ratio de volatilidad relativa entre un bono soberano y del mercado del país. Es importante considerar que este método, igual que los anteriores, conlleva sus problemas. En este caso, para calcular la volatilidad de un bono soberano, este tiene que ser no sólo transado, sino que lo suficientemente líquido. De lo contrario, la volatilidad del bono será muy baja y, por lo tanto, la volatilidad relativa entregará un resultado muy alto. Cabe destacar que una potencial mejora sería calcular la volatilidad del mercado de CDS, ya que es un mercado más volátil. Sin embargo, con los problemas que este método acarrea, vale la pena explorar una alternativa que ayude a normalizar los defectos antes mencionados. Esto se puede lograr usando la volatilidad de un índice de mercado emergente de acciones junto con un índice de mercado emergente de bonos, que ayudaría a los inconvenientes antes mencionados al costo de perder especificidad a nivel de país.

Así como existen diferentes métodos para calcular el premio por riesgo, también existen varias formas de estimar el riesgo país. Por esto es importante entender las implicancias de usar cada método y cómo esto afectaría el cálculo del costo de patrimonio.

| Metodo | Riesgo Pais | ERP |
|---|-------------|------|
| Spread Soberano (Embi) | 1.6% | 6.6% |
| Spread Soberano CDS | 1.3% | 6.4% |
| Rating Sintético (A-) | 1.3% | 6.3% |
| Volatilidad Relativa | 1.0% | 6.1% |
| Spread + Volatilidad | 2.2% | 7.3% |
| Spread + Volatilidad (BMI vs EMB indices) | 2.1% | 7.2% |

Premio por riesgo accionario US: 5.06%

* Bekaert, Harvey, Lindblad y Siegel (Political Risk Spreads, 2014)

Fuente: Country Risk: Determinants, Measures, and Implications, Damodaran. y Estudios Security

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 | 23.9x | 20.9x | 10.2x | 9.6x |
| Andina-B | 3,100 | ago-23 | Consumo | 15.4x | 10.6x | 6.2x | 5.8x |
| Antarchile | 7,470 | ago-23 | Holding | - | - | - | - |
| Banco de Chile | 97 | ago-23 | Bancario | 8.9x | 11.9x | - | - |
| Banco Santander | 47 | ago-23 | Bancario | 14.7x | 10.9x | - | - |
| BCI | 35,000 | ago-23 | Bancario | 4.9x | 4.7x | - | - |
| CAP | 7,400 | ago-23 | Minero | 4.1x | 5.5x | 4.9x | 4.8x |
| CCU | 7,400 | ago-23 | Consumo | 15.6x | 14.3x | 7.8x | 7.1x |
| Cencoshopp | 1,600 | ago-23 | Real Estate | 11.8x | 10.6x | 11.1x | 10.1x |
| Cencosud | 2,100 | ago-23 | Retail | 9.6x | 9.0x | 6.9x | 6.8x |
| CMPC | 1,720 | ago-23 | Forestal | 7.4x | 9.9x | 5.4x | 6.2x |
| Colbún | 150 | ago-23 | Eléctrico | 8.8x | 11.7x | 7.3x | 6.5x |
| Concha y Toro | 1,300 | ago-23 | Consumo | 17.5x | 10.7x | 13.2x | 9.3x |
| Copec | 7,150 | ago-23 | Forestal | 15.0x | 9.6x | 8.6x | 7.7x |
| Enel Américas | 145 | ago-23 | Eléctrico | 9.9x | 13.6x | 5.7x | 5.8x |
| Enel Chile | 73 | ago-23 | Eléctrico | 7.8x | 6.4x | 6.5x | 5.8x |
| Engie Chile | 860 | ago-23 | Eléctrico | 9.6x | 6.2x | 6.8x | 6.4x |
| Entel | 3,300 | nov-23 | Telecom.&TI | 22.2x | 15.7x | 5.2x | 5.0x |
| Falabella | 2,400 | ago-23 | Retail | -21.5x | 84.0x | 19.8x | 11.3x |
| IAM | 832 | ago-23 | Holding | - | - | - | - |
| Itaúcl | 10,200 | ago-23 | Bancario | 5.7x | 6.2x | - | - |
| Latam Airlines | 11.3 | ago-23 | Industrial | 26.6x | 24.6x | 5.3x | 5.1x |
| Mallplaza | 1,400 | ago-23 | Real Estate | 24.0x | 16.1x | 11.5x | 10.6x |
| Oro Blanco | 8.7 | ago-23 | Holding | - | - | - | - |
| Parque Arauco | 1,350 | ago-23 | Real Estate | 15.4x | 12.5x | 14.5x | 13.4x |
| Quiñenco | 2,260 | ago-23 | Holding | - | - | - | - |
| Ripley | 260 | ago-23 | Retail | -7.0x | -44.9x | 387.8x | 20.8x |
| SMU | 190 | ago-23 | Retail | 9.7x | 8.4x | 6.9x | 6.3x |
| SQM-B | 72,800 | ago-23 | Minero | 6.4x | 8.3x | 5.0x | 5.7x |
| Vapores | 65 | ago-23 | Industrial | 27.1x | 90.3x | - | - |

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Acciones Recomendadas: Fundamentos

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 1,34% (2,19% el sistema), sobre el 1,18% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,31 veces (1,17x el sistema), 1,9 veces considerando provisiones adicionales (1,72x el sistema). Al mismo tiempo, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈31% 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 noviembre, el banco registró un costo por riesgo de 1,19%, bajo un año atrás (0,96%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,46% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,82% 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 (1,15x frente a 1,40x), aumentando a 1,45x (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 subponderado en nuestras carteras.

CENCOSHOPP: La compañía registró una mejora en Ebitda Ajustado de 15,7% a/a en el tercer trimestre de 2023, impulsada 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 corto 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 1,42 veces a noviembre (frente a 1,17x el sistema), la que aumenta a 2,75 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,72x el sistema), además de presentar un 1,41% de cartera morosa, bajo el 2,19% 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, producto de una valorización ajustada, disminuimos en 2 p.p la exposición al banco.

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, han sido de beneficios para la compañía. 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. Debido al incremento del precio del papel, vemos un menor espacio de valorización, por lo que tomamos cierta ganancia y nos posicionamos neutrales en la acción de CMPC.

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 mejoras en el margen, valorando la diversificación de la compañía en un escenario que se mantiene con riesgos elevados, ante espacios de valorización y por la venta de activos en Brasil que alivia la deuda de Arauco.

ENELAM: En el marco de su plan estratégico, Enelam buscará completar su simplificación corporativa con la venta de activos en Perú y Argentina enfocando sus esfuerzos en Colombia y Brasil, con el objetivo de lograr una transición energética que contaría con una matriz renovable del 98% hacia 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. 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

*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.

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.

LATAM AIRLINES: Después de que la compañía lograra cerrar su proceso de restructuración, hemos visto una mejora operacional que se ha reflejado en aumentos de EBITDA en el último año. Los RPKs de la compañía han alcanzado niveles previos a la pandemia en Brasil y los países de habla hispana, con un espacio de recuperación en el tránsito internacional. Por otro lado, la capacidad apunta a un aumento a medida que la empresa suma nueva flota con aviones modernos, lo que debiese traducirse en mayores ingresos. Sin embargo, existen riesgos propios de la industria como el ciclo económico y los precios del combustible que podrían presionar a los márgenes de la compañía, por lo que nos posicionamos neutrales en el papel.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio transan a niveles de US\$ 12.000/ton y el hidróxido a US\$ 13.500/ton en China, marcando una leve caída, efecto que se ha internalizado en los resultados del cuarto trimestre dado que la compañía fija sus contratos a precio spot. El acuerdo entre Codelco y SQM garantiza la continuación de la operación en el Salar de Atacama, pero plantea nuevas incógnitas en cuanto al plan de expansión y los flujos que podría percibir SQM en el futuro al hacer entrega de la mayoría de la propiedad a Codelco. 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. Hemos decidido aumentar la ponderación en la acción, pero tomando una nota de cautela por la volatilidad del precio del litio y también por las condiciones inciertas del actual acuerdo, quedando subponderados en el papel.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

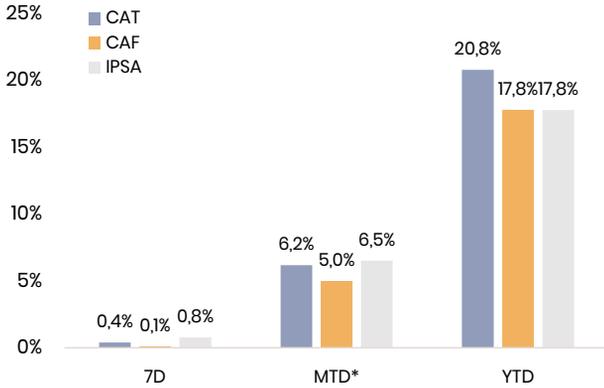
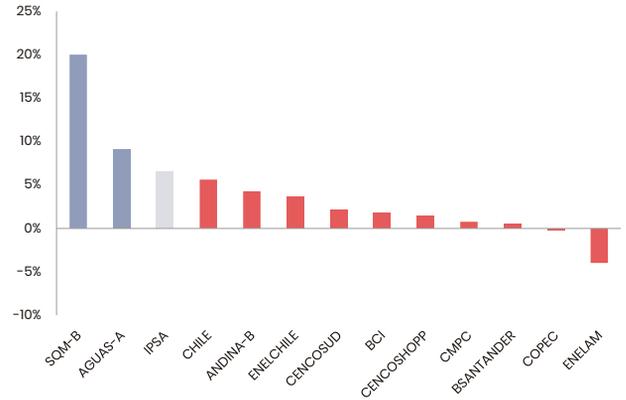


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 29 de diciembre de 2023

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



** Retornos Acumulados

GRÁFICO 9: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



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 • 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.