



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2024

Un buen desempeño que aún deja espacio a mediano plazo

Los mercados bursátiles desarrollados y emergentes han soportado de manera favorable las dudas que han surgido respecto del momento en que la Reserva Federal comenzará a recortar su tasa de referencia. Con cierta volatilidad, las cifras de inflación, en particular ciertos ítems, generaron ruido en los mercados. Sin embargo, hacia el cierre del mes, si bien la actividad ha continuado sólida en esa economía, los indicadores de inflación más relevantes para la conducción de la política monetaria se mostraron en línea para enero. Así, las expectativas de recortes para la reunión de junio ganaron terreno y continúa siendo el mes en que comenzaría el relajamiento en las condiciones monetarias por parte de la FED.

Quizás la variable que mayor presión ha recibido con la tensión entre los recortes de tasas esperados en EE.UU. versus Chile es el tipo de cambio. Desde el cuarto trimestre del año pasado que la moneda local ha estado depreciándose de manera más marcada que el resto de las monedas de la región, y el tipo de cambio real, que resume su debilidad (fortaleza) respecto de una canasta de monedas, está cerca de 10% castigado respecto de su promedio histórico.

Pero lo más relevante para la dinámica de corto plazo es que las últimas señales por fin se han movido algo en favor del peso. Las cifras de inflación en EE.UU. pierden algo de tensión, las cifras de actividad local revirtieron los débiles registros de diciembre, y finalmente los diferenciales de tasas de corto plazo se estabilizaron y, en parte, ampliaron en favor del peso. Si bien la volatilidad se mantiene muy elevada para el peso, incluso en comparaciones con otras monedas emergentes, estimamos que existe atractivo de los activos locales dada la depreciación acumulada del peso chileno. Y esto también es válido para la bolsa local, la que además se había alejado de sus comparables de Asia y América Latina en términos de ratios de valorización.

Parte de estos ajustes se revirtieron en el último mes. Así, la bolsa local registró un alza de 7,7% en el mes (3,6% en dólares), por sobre el ajuste mostrado en América Latina (-0,1%), aunque mostrando un rezago con respecto a Asia Emergente (+5,5%) y EE.UU. (4,7%). Sin embargo, quedaría espacio para nuevos cierres de brechas en las valorizaciones de la bolsa local.

En esta línea, este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT), las que mostraron un mejor desempeño que el IPSA al anotar alzas de 8,9% y 8,7%, respectivamente. Ajustamos nuestra exposición en 2 p.p. al sector bancario en la CAF, producto de valorizaciones más ajustadas, junto a perspectivas de resultados contenidas para el año, ubicándonos levemente subponderados. El sector forestal, en tanto, eleva su participación en 2 p.p. en la CAF, por medio de Copec, aumentando el largo que teníamos en el sector, donde vemos una mejora gradual en las perspectivas de resultados y valorizaciones atractivas. Finalmente, mantuvimos sin cambios el sector de real estate, retail, eléctrico, consumo y commodities mineros para el mes.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	16	16		CENCOSUD
ENELCHILE	13	13		CHILE
CENCOSUD	12	12		BCI
BCI	11	11		COPEC
CHILE	9	11	-2	ENELCHILE
COPEC	9	7	2	SQM-B
ANDINA-B	6	6		
BSANTANDER	6	6		
CMPC	5	5		
MALLPLAZA	5	5		
ENELAM	4	4		
LTM	4	4		
TOTAL	100	100		

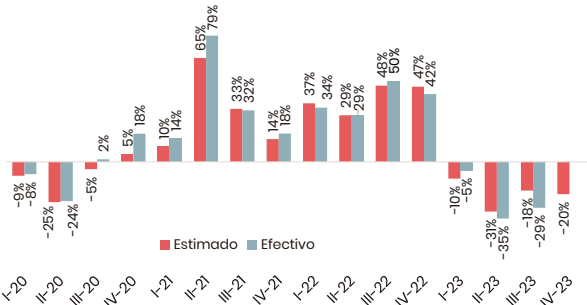
1. La columna "Δ ptos" refleja los ajustes en ponderación con respecto a la cartera del mes anterior.
2. La Cartera Accionaria Fundamental (CAF) resulta de conciliar dos aspectos: una selección de acciones basada en la mejor relación visión estratégica (largo plazo); y la minimización de los desvíos respecto al benchmark (SP IPSA).
3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	17	12
Forestal	14	10
Bancos	26	27
Commodities Mineros	16	16
Industrial	4	7
Retail	12	11
Real Estate	5	5
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 feb-2024.

GRÁFICO 1: VAR. A/A EBITDA - MUESTRA COBERTURA



Fuente: Estudios Security

Mantenemos nuestra exposición en el sector retail. Frente al deterioro del consumo a nivel local, creemos que el segmento de supermercados continuaría 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 término del 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 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 la exposición en sector eléctrico. En febrero, la generación hídrica en Chile subió +34% a/a (a 34% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -30% a/a (a 27% del total), principalmente por una baja en gas natural (-25% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +4% a/a, mostrando así un *mix* más eficiente a nivel de sistema. Por su parte, los costos marginales siguen registrando bajas a nivel anual a causa de la buena hidrología. El promedio en la zona central marcó US\$53/MWh (-52% a/a y +25% m/m), y US\$54/MWh en el norte (-52% a/a y +29% m/m). Para Enel Chile, decidimos mantener su exposición ante el buen escenario de deshielos que se ha ido registrando durante la temporada, que sumado a bajos costos marginales y al aumento importante de ERNC por parte de Enel Green Power le permitiría mantener una matriz eficiente y una aliviada estructura de costos durante el IT24. Además, ante un precio spot que se mantiene bajo no sólo por la hidrología sino por la fuerte introducción de ERNC y bajos precios de combustibles, le permitiría seguir aprovechando compras al sistema a buen precio durante el IS24. Para Enelam, mantenemos su posición ante la mayor presión en costos que implicaría la sequía en Colombia (que se extendería durante el IS24), además del impacto que podría tener por multas en Brasil a raíz de la intermitencia en el servicio en las distribuidoras de Sao Paulo y Rio debido a eventos climáticos. Sin embargo, mantenemos una visión positiva a largo plazo con su nuevo plan de inversión 2024-2026, que busca también completar su simplificación corporativa con la salida de Perú y Argentina.

Mantenemos excluido 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, aún dejaría un espacio de recuperación. Sin embargo, decidimos no incluir la acción en la cartera buscando oportunidades en sectores menos defensivos que mostrarían un buen desempeño durante la primera parte de 2024.

Aumentamos la exposición en el sector forestal. Los precios de celulosa se han mantenido fuertes, con alzas en los precios de Europa y sin variaciones en China, por lo que aumentamos la exposición en el sector. Los inventarios de celulosa han mostrado un leve incremento en enero en el mercado europeo, dada un mercado que inicia el 2024 con una demanda más sana al igual que una oferta con menos problemas de huelgas y cierres. 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 elevar volumen de venta y márgenes, subsanando ciertas caídas en ingresos en el segmento de celulosa y Biopackaging. En el caso de COPEC, MAPA ha logrado operar de manera eficiente y ha mejorado los volúmenes de venta de la compañía. El sector muestra mayor estabilidad y buenas perspectivas, por lo que aumentamos nuestra exposición a través de COPEC.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios del litio mostraron un leve repunte en los últimos días y con futuros que anuncian alzas para el segundo semestre del año. Pese a que el acuerdo entre Codelco y SQM ofrece condiciones poco beneficiosas para esta última, tras el impacto en el precio de la acción esto se encontraría internalizado, por lo que no modificamos el peso del papel, dejándonos algo sobreponderados respecto al IPSA. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha disminuido llegando a US\$ 125/ton. Ante la incertidumbre del mercado inmobiliario en China tras los anuncios de Evergrande y los resultados negativos del segmento de acero de la compañía, mantenemos al papel fuera de nuestras carteras, exponiéndonos a otros sectores.

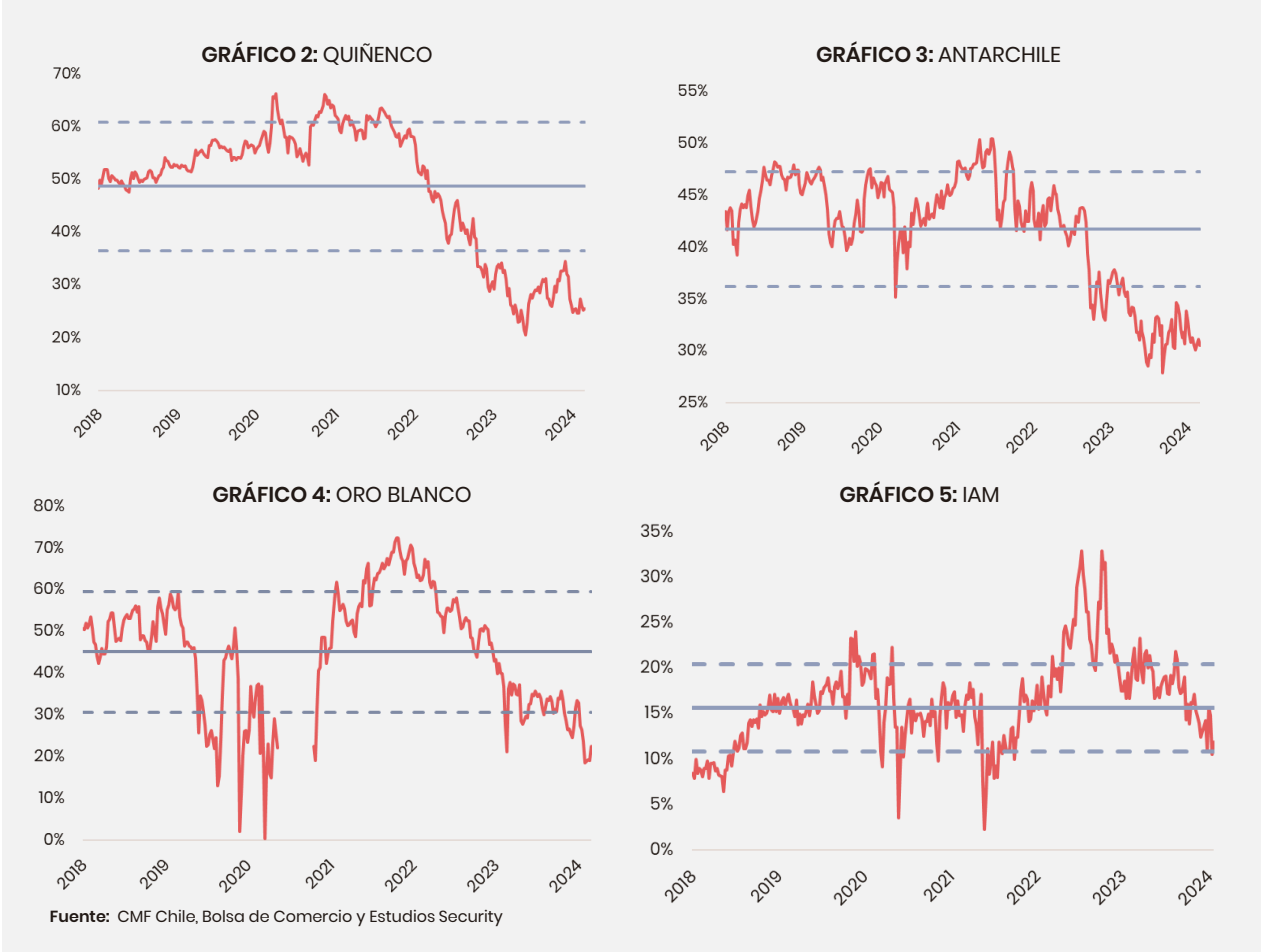
Mantenemos exposición al sector industrial. El tráfico aéreo internacional ha mostrado una recuperación sostenida, superando en algunos tramos los niveles previos a la pandemia y con perspectivas mejores para 2024 en cuanto a tráfico. LATAM Airlines ha logrado reducir deuda, mejorar su operación reduciendo costos, mantener tarifas altas y con cifras de tráfico aéreo favorables. Aun así, advertimos sobre el riesgo intrínseco del sector, por lo que mantenemos nuestra exposición en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras han mostrado una reducción en las rutas que pasan por el Mar Rojo dado que los ataques que han recibido los barcos por parte de rebeldes en Yemen han disminuido. Si bien este impulso en tarifas podría beneficiar a Hapag-Lloyd (filial de CSAV), no vemos que sea un efecto de largo plazo.

En consumo, mantenemos nuestra exposición. Destacamos la característica defensiva del sector, lo que permitió mostrar recuperaciones de márgenes durante el 2023 y podría resaltar ante un escenario global más adverso. Por su parte, para 2024 seguimos viendo una mejora gradual en márgenes de las operaciones en Chile. 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 presiones en volúmenes en los segmentos de gaseosas, 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, recogiendo favorablemente la desinversión de la curva de tipos durante el año, 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 enero la cartera morosa alcanzó 2,28%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,67 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (1,63x previo a la crisis sanitaria). En ese sentido, luego de los ajustes en los niveles de cobertura vemos riesgos con relación al gasto en provisiones. Por su parte, si bien esperamos una menor presión en el margen de interés neto, este se mantendría comprimido, producto de una menor inflación, que junto a un costo por riesgo estable, llevarían a un ajuste de 4,7% a/a en los resultados de los bancos bajo cobertura durante el año. Con todo, ante valorizaciones más ajustadas, disminuimos nuestra exposición al sector.

Mantenemos nuestra exposición en real estate. Esperamos que el sector continúe mostrando mejoras en resultados durante el año, aunque con un ritmo de crecimiento más contenido ante una base de comparación normalizada. Consideramos que, en un contexto de mejoras paulatinas por el lado del consumo, aquellos operadores que cuentan con una mayor participación en ingresos de segmentos discrecionales verían un impulso adicional en el mediano plazo producto del mayor rezago que presentaron estas categorías en términos de resultados durante el 2023. Actualmente, vemos mayores espacios de valorización en Mallplaza en lugar de otras compañías dentro del sector, ante un mayor desacople en el desempeño relativo que han mostrado estos papeles durante el año. A raíz de lo anterior, hemos decidido canalizar nuestra exposición a través de este papel, manteniendo una posición neutral en el sector.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Anexo: Implicancias del Beta como Número Estadístico

En el anexo del mes anterior se efectuó un análisis sobre beta (β), la forma más común de calcularlo (regresión lineal), y las inconveniencias y limitaciones que se pueden encontrar en este cálculo. Para poder entregar una alternativa que reduzca estos inconvenientes, es importante entender cuáles son los factores fundamentales que determinan este número, ya que beta es una unidad que mide el riesgo relativo, es decir, mide los movimientos de precios de una acción relativo a un benchmark (usualmente un índice de mercado).

Intrínsecamente este número, más que de una regresión lineal, proviene fundamentalmente de las decisiones corporativas que toma una compañía, donde existen tres factores principales que permiten explicar estos movimientos.

El primer factor es la naturaleza del producto o servicio ofrecido. Entre más discrecional sea el producto o servicio, el beta tenderá a ser más alto. Por consiguiente, compañías cíclicas y compañías que venden productos/servicios de lujo, manteniendo otros factores constantes, presentarían una volatilidad relativa mayor. El segundo factor proviene de la estructura de costos, donde el apalancamiento operativo (costos fijos sobre el total de costos), determinará el beta de la compañía. En este caso, entre más grande sea la proporción de costos fijos, mayor será el beta de la compañía relativo a otra con estructura de costos más flexible que le permita navegar situaciones más complejas. Finalmente, el tercer factor es el apalancamiento financiero, donde compañías con una alta proporción de capital financiado con deuda, se traduciría en un beta más alto que compañías que tienen menor proporción de deuda.

Con esto, en vez de pensar en beta de una forma estadística, se puede analizar desde una perspectiva que permite incluir los fundamentos de la empresa. De esta manera, la estimación de beta se haría idealmente partiendo con el beta del tipo de negocio en la que opera la empresa (factor 1), ajustar el beta de la empresa por el apalancamiento operativo para llegar al beta desapalancado de la empresa (factor 2) y luego usar el apalancamiento financiero para ajustar el beta de la compañía de acuerdo con su propio nivel de deuda (factor 3). Sin embargo, ya que existe un problema informacional para obtener el nivel de apalancamiento operacional (las compañías normalmente no separan costos fijos de costos variables), la forma de obtener un beta desde los fundamentos de la compañía se pueda realizar de la siguiente manera:

1. Obtener el beta del negocio en el que se encuentra la compañía. Para esto se buscan la mayor cantidad de compañías en el mismo sector de la empresa en cuestión, para obtener un beta promedio de la industria. En el caso que la compañía tenga varias líneas de negocios, se ponderan los promedios de cada segmento.

2. Para desapalancar el beta de la industria, se usa un promedio del ratio deuda/patrimonio obtenido de las compañías dentro de la muestra, usando la siguiente ecuación:

$$\beta_{\text{desapalancado}} = \beta_{\text{promedio}} / [(1 + (1-t) * (D/P_{\text{promedio}}))]$$

3. En el caso que la compañía opere en diferentes segmentos, obtener el valor que se deriva de cada negocio (se pueden usar ingresos o Ebitda).

4. Calcular el promedio ponderado usando el/los betas calculados en paso 2 con el valor de la empresa/segmentos de la empresa del paso 3.

5. Calcular el beta apalancado de la firma evaluada usando el ratio deuda/patrimonio, de acuerdo a la siguiente ecuación (Hamada):

$$\beta_L = \beta_U (1 + (1-t) * (D/P)) *$$

Si bien, este método no es perfecto, resuelve muchos de los inconvenientes discutidos en el anexo que presentamos en enero. Primero, al usar un promedio de betas, el error estándar será mucho menor, eliminando gran parte del ruido que un beta estadística tiene (entre más grande la muestra, menor el error estándar). Segundo, este método permite hacer ajustes que reflejan el mix de negocios de la compañía. Esto resolvería el problema ya mencionado, ejemplificado con la restructuración de Entel, ya que permitiría en su caso reflejar el verdadero mix de la compañía, que incluiría la venta activos de su negocio de fibra óptica. Por último, también permitiría hacer ajustes en el apalancamiento financiero, dándole más control al analista a la hora de calcular el valor de la empresa. De manera complementaria, calcular los betas usando este método, permite prescindir de los precios, lo que da la opción de usar este cálculo en compañías con oferta pública inicial, compañías privadas, o segmentos de negocios.

* Método convencional que asume que la deuda tiene un beta de cero. La versión completa de la ecuación calcula el beta de la deuda.

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	17,9x	11,9x	6,8x	6,3x
Antarchile	7.470	ago-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	107	ene-24	Bancario	9,1x	12,2x	-	-
Banco Santander	49	ene-24	Bancario	17,8x	12,4x	-	-
BCI	33.000	ene-24	Bancario	5,8x	5,7x	-	-
CAP	7.400	ago-23	Minero	3,8x	4,8x	4,9x	4,8x
CCU	7.400	ago-23	Consumo	19,6x	24,7x	7,8x	6,9x
Cencoshopp	1.650	ene-24	Real Estate	13,5x	11,7x	11,7x	10,9x
Cencosud	2.100	ago-23	Retail	10,0x	9,4x	7,0x	6,9x
CMPC	1.810	ene-24	Forestal	10,4x	8,9x	7,4x	6,1x
Colbún	150	ago-23	Eléctrico	8,5x	10,6x	7,2x	6,4x
Concha y Toro	1.300	ago-23	Consumo	16,9x	10,3x	12,9x	9,1x
Coppec	7.500	ene-24	Forestal	18,9x	10,8x	8,2x	6,0x
Enel Américas	145	ago-23	Eléctrico	10,1x	13,1x	5,8x	5,9x
Enel Chile	73	ago-23	Eléctrico	8,0x	6,6x	6,2x	5,6x
Engie Chile	860	ago-23	Eléctrico	8,8x	5,3x	7,0x	6,6x
Entel	3.300	nov-23	Telecom.&TI	21,7x	15,3x	4,5x	4,3x
Falabella	2.400	ago-23	Retail	-23,9x	93,6x	20,2x	11,6x
IAM	832	ago-23	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10.300	ene-24	Bancario	5,8x	6,8x	-	-
Latam Airlines	11,3	ago-23	Industrial	34,3x	29,9x	6,3x	6,0x
Mallplaza	1.450	ene-24	Real Estate	8,3x	10,7x	12,1x	11,0x
Oro Blanco	8,7	ago-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.400	ene-24	Real Estate	13,0x	12,8x	19,0x	17,4x
Quiñenco	2.260	ago-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	ago-23	Retail	-7,9x	-50,8x	395,8x	21,2x
SMU	190	ago-23	Retail	9,8x	8,5x	6,9x	6,3x
SQM-B	72.800	ago-23	Minero	5,9x	7,2x	4,9x	5,6x
Vapores	65	ago-23	Industrial	25,0x	78,5x	-	-

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 4T23, donde registró un alza de 7,3% a/a en Ebitda, a pesar de las presiones en precios y volúmenes, apoyado en una recuperación de márgenes. Por su parte, consideramos que la compañía aún presenta espacios de mejora en sus márgenes en Chile durante 2024. Ante una elevada exposición a Argentina, junto a un bajo dinamismo en el consumo en Chile, no realizamos cambios en la exposición a la compañía, aunque manteniendo al sector levemente sobreponderado 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, un crecimiento en colocaciones contenido 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% (2,28% el sistema), sobre el 1,25% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,33 veces (1,14x el sistema), 1,91 veces considerando provisiones adicionales (1,67x 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, decidimos mantener nuestra exposición a la compañía, ubicándonos sobreponderados en el papel.

BSANTANDER: A enero, el banco registró un costo por riesgo de 1,2%, sobre un año atrás (1,03%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,65% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,99% 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 (1,08x frente a 1,40x), aumentando a 1,35x (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, consideramos que presenta una buena calidad de activos, en un contexto de comienzo del ciclo de normalización de tasas, esperando un crecimiento en utilidades de 44% para el año. Ante el alza en valorización y niveles de cobertura más ajustados, decidimos mantener a Santander levemente subponderado en nuestras carteras.

CENCOSUD: Esperamos que la compañía presente una mejora de 4,3% a/a en Ebitda Ajustado (sin Revaluación de activos ni norma IAS29), junto con un crecimiento de 2,5% en ingresos respecto del mismo trimestre el año anterior, impulsados por

los segmentos de Supermercados y Centros Comerciales, los cuales compensarían las caídas en resultados provenientes de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. En términos de margen Ebitda, estimamos que este alcanzaría 11,4%, frente al 11,2% registrado un año atrás, ante mejoras en margen bruto, producto de la mayor normalización de inventarios en algunos segmentos, los cuales compensarían el aumento en gastos operacionales asociados a alzas salariales e inflación. Destacamos la alta exposición que posee al segmento de supermercados, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía respecto de los demás segmentos y que actualmente representa alrededor del 79% de sus ingresos a nivel consolidado. No obstante, 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 calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,38 veces a enero (frente a 1,14x el sistema), la que aumenta a 2,63 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,67x el sistema), además de presentar un 1,49% de cartera morosa, bajo el 2,28% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,1% frente a 3,5% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. Finalmente, si bien esperamos un ajuste de 25% en utilidad para este año, consideramos que se mantendría mostrando un ROE por sobre sus comparables. En este escenario, producto de una valorización ajustada, disminuimos nuestra exposición en 2 p.p banco.

CMPC: El plan de crecimiento en Brasil, la capacidad de internalizar rápidamente los precios de celulosa que se transan en el mercado internacional al igual que el de Softys con la inclusión de MABE en México, ha sido favorable 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 inicios de 2024, mejorando la eficiencia de la planta y renovando su maquinaria. En el cuarto trimestre del año la empresa reportó resultados bajo lo esperado dado costos mayores en el segmento de celulosa por la detención de la planta Guíba para poder poner en marcha el proyecto BioCMPC, lo cual debiese afectar los márgenes de ese negocio durante el primer semestre del 2024.

COPEC: Esperamos mayores volúmenes vendidos por la entrada en operación de MAPA, pero afectados por precios que caen año contra año. La nueva inversión en la planta de celulosa debiese mejorar los márgenes del segmento en el largo plazo. Por otro lado, en el segmento de combustibles, los mayores costos no lograrían afectar a los márgenes, mientras que los volúmenes que se mantuvieron fuertes, pese a la venta de MAPCO en Estados Unidos. Con todo, aumentamos 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 latentes, ante espacios de valorización y por la venta de activos en Brasil que alivia la deuda de Arauco.

ENELAM: La compañía 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 su transición para el 2026. En este escenario, cabe destacar que la venta de Ceará (Brasil), quedaría sujeta a una oferta que la compañía considere adecuada relativa al valor del activo, mientras se espera que la venta de Edesur (Argentina) se aplase a la espera de mejores condiciones políticas que podrían ayudar a revalorizar positivamente el activo. 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, Enelam 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.

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 que superan a los observado 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 no modificamos nuestra posición en el papel.

MALLPLAZA: La compañía registró una mejora de 14,9% a/a en Ebitda el cuarto trimestre de 2023 un crecimiento de 9,4% a/a en ingresos producto del reajuste de tarifas e indexación de los contratos a inflación y un alza en la tasa de ocupación consolidada, contrarrestando el menor dinamismo en ventas de las categorías discrecionales. Destacamos la maduración de sus centros comerciales, la cual le permite contar con tasas de ocupación estables producto de una mayor duración de los contratos, y consideramos que una recuperación gradual del consumo contribuiría a mantener los riesgos asociados a costos de ocupación controlados, además de impulsar aquellas categorías que vieron un mayor rezago en términos de resultados durante el 2023.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio han mostrado un leve aumento en China, con expectativas de mejoras futuras a medida que las empresas productoras de baterías requieren nuevamente insumos. El acuerdo entre Codelco y SQM garantiza la continuación de la operación en el Salar de Atacama, pero plantea nuevas incógnitas en cuánto 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 ya revelado en los resultados del 2023. Hemos decidido mantener la ponderación en la acción ante expectativas de que la empresa continúe expandiendo sus negocios de litio y por expectativas de mejoras en los precios del mineral.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

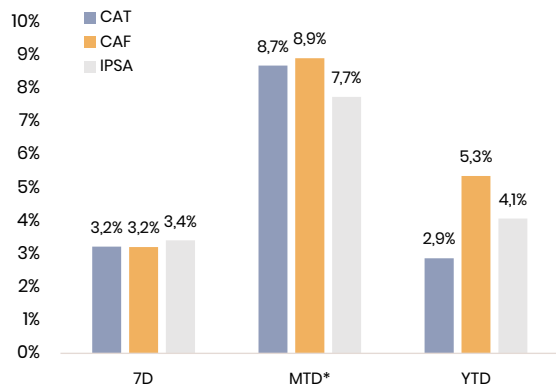
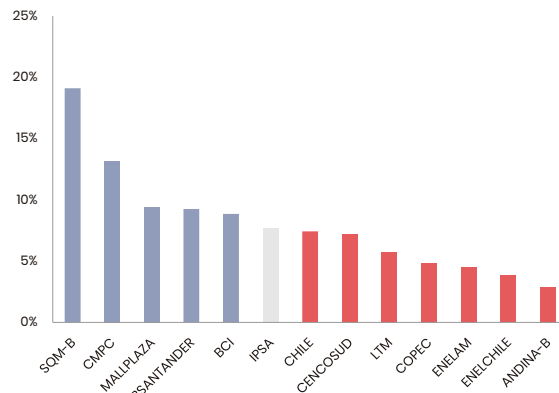


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 29 de febrero de 2024.

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 es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). 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.