



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2024

Un buen inicio de año apoyaría resultados de las compañías

Los activos riesgosos han continuado bajo presión este mes, con un mix menos favorable de noticias. Por un lado, las persistentes sorpresas al alza en inflación en EE.UU., una incipiente percepción de desaceleración de la actividad en esa economía, han venido de la mano con un alza generalizada de las tasas de interés de corto y largo plazo. Así, la tasa del bono del tesoro a 2 años pasó de niveles cercanos a 4,7% a sobre 5%, en particular luego de conocido el IPC de marzo en EE.UU. Esto implica que el primer recorte de tasas por parte de la Reserva Federal se ha continuado aplazando hacia la última parte del año. También hay que destacar que las tasas de más largo plazo han aumentado en similar magnitud en ese mercado, lo que ha arrastrado a buena parte de las tasas de los mercados emergentes también al alza. Así, los portafolios rentaron negativo para las clases de activos en dólares y en moneda local, lo que vio acrecentado por la apreciación del tipo de cambio (al medir los retornos en moneda local).

Así, la bolsa local registró una baja de 2% en el mes (-1,3% en dólares), menos que las correcciones vistas en América Latina (-1,8%), EE.UU. (-2,6%) y Europa (-1,9%) aunque mostrando un rezago con respecto a Asia Emergente (+0,9%).

¿Qué esperar para mayo? Los hitos comienzan con la decisión y comunicación de la Reserva Federal de esta semana, en el cual dio una guía de aún esperar una convergencia convincente de la inflación hacia el 2% en ese país antes de iniciar un relajamiento de las condiciones monetarias. El mercado interpretó esto como un aplazamiento del primer recorte de tasas para las reuniones del cuarto trimestre del año, lo que de todas formas generó un cierto alivio, considerando que parte del mercado comenzaba a hablar de estanflación (estancamiento de la actividad con una porfiada inflación) e incluso algunos evaluaban la chance de un incremento de tasas. Así, una mantención de la tasa de política monetaria por el resto del año no es tan mala noticia, y continúa la lógica de una Reserva Federal que evitará a toda costa recortar para tener que volver a subir la tasa, de no darse una convergencia sostenida de la inflación. Luego de varios trimestres de sorpresas al alza en actividad y meses de sorpresas al alza en inflación, parece razonable.

¿Qué efectos tiene esta decisión? Evita por ahora al menos estar en un escenario en que la Reserva Federal necesite tomar medidas más drásticas para contener la inflación en su economía. Alivia las presiones de fortalecimiento del dólar a nivel global, sostiene las buenas perspectivas de precios para las materias primas (los términos de intercambio) y estabiliza las presiones en contra de la renta fija a nivel global y local. Si bien a mediano plazo vemos un panorama aún favorable para los activos chilenos, incluida la bolsa con un target de 7.000 puntos (apuntalado fuertemente en nuestras perspectivas de resultados para el primer trimestre del año con un crecimiento esperado de 8% anual para el EBITDA), será difícil ver una apreciación sostenida del peso mientras no haya señales claras de un relajamiento de la política monetaria en EE.UU.

Bajo este contexto, realizamos ajustes acotados en las carteras accionarias Fundamental (12 acciones) y Táctica (6 acciones), luego de caer en un rango de 2 a 2,5% en abril, similar a la caída del IPSA medida en pesos. Así, se redujo la posición en Enel Chile (-4 pp de ponderación), para aumentar la exposición a Banco Santander (+2 pp) y Mall Plaza (+2pp). En el resto de los sectores, se mantuvo el sesgo hacia mayor ponderación en Forestal. Con todo, las carteras consideran cambios más bien tácticos, de la mano de efectos de la hidrología en el sector eléctrico, y un incipiente mejor panorama macro local en materia de actividad y empleo, con un escenario externo que se mantiene más benigno en precios de materias primas y crecimiento esperado de las principales economías desarrolladas y emergentes.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ pts.	CAT
SQM-B	14	14		CENCOSUD
CENCOSUD	12	12		CHLLE
BCI	11	11		BCI
CHILE	9	9		COPEC
COPEC	9	9		ENELCHLLE
BSANTANDER	8	6	2	SQM-B
ENELCHILE	7	11	-4	
MALLPLAZA	7	5	2	
ENELAM	6	6		
LTM	6	6		
CCU	6	6		
CMPC	5	5		
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.

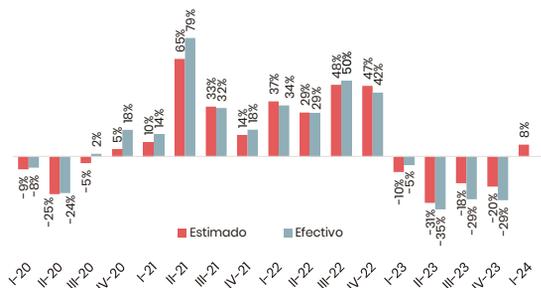
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Bancos	28	26
Forestal	14	11
Commodities Mineros	14	16
Eléctrico	13	11
Retail	12	11
Real Estate	7	5
Industrial	6	8
Consumo	6	6
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 mar-2024.

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



Fuente: Estudios Security

Mantenemos nuestra exposición en el sector retail. Creemos que el segmento de supermercados continuaría mostrando una mayor resiliencia, producto de un mayor soporte y capacidad en el traspaso de precios que 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, mantenemos la cautela con relación al 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.

Reducimos la exposición en sector eléctrico. En abril, la generación hídrica en Chile subió +44% a/a (a 20% del total, +6 pp.), mientras que la energía térmica mostró una caída de -13% a/a (a 47% del total, -8 pp.), principalmente por una baja en gas natural (-28% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +12% a/a, mostrando así un *mix* más eficiente a nivel de sistema. Por su parte, los costos marginales siguen registrando bajas. El promedio en la zona central marcó US\$54/MWh (-54% a/a y +13% m/m), y US\$55/MWh en el norte (-45% a/a y +9% m/m). Para el sector, decidimos reducir la exposición en Enel Chile en dos puntos a pesar de que esperamos resultados con mejoras a nivel de márgenes para el primer semestre. Esto ante el pronóstico de sequía que causaría el Fenómeno de La Niña, que de ocurrir podría afectar los resultados del segundo semestre. No obstante, a nivel local vemos un sistema mejor posicionado que su base comparativa de 2023, lo que le permitiría a la compañía seguir aprovechando compras al sistema a buen precio, y que junto con un aumento importante de ERNC por parte de Enel Green Power le permitiría mantener una matriz eficiente y tener un buen cierre de semestre. En tanto, para Enelam, el mismo Fenómeno de La Niña permitiría una mejora de resultados en el segmento de generación en Colombia, donde los costos marginales se han mantenido bajos a la espera de una mejora en hidrología, lo que ayudaría a los resultados del IQ24. De darse este escenario, el segmento vería un alivio en sus costos mejorando así sus márgenes, los que fueron golpeados por la sequía en 2023.

Mantenemos excluido al sector sanitario. Para Aguas Andinas mantenemos una visión positiva, donde buenos resultados durante el 2023 que incluyeron mejoras en tarifas, impactaría la revisión tarifaria en 2025, lo que se traduciría en una estabilización más paulatina de los márgenes de la compañía y donde 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.

Mantenemos la exposición en el sector forestal. Los precios de celulosa se han mantenido fuertes, con alzas en los precios de Europa y China, por lo que mantenemos la exposición en el sector ante las perspectivas positivas. Los inventarios de celulosa han mostrado una leve alza en marzo en el mercado europeo, con un mercado que inicia el 2024 con una demanda más sana al igual que una oferta con menos problemas de huelgas y cierres. La última conferencia anual de productores y compradores de celulosa en China mostró un renovado interés por adquirir volúmenes del producto. 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 nos mantenemos sobreponderados.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios del litio mostraron un leve repunte en el último mes, pero se estabilizaron a niveles de US\$ 15.100/ton. El acuerdo entre Codelco y SQM ha generado un nuevo revuelo en torno al papel debido a la postura que ha tomado Tianqui, uno de los principales inversionistas, mostrando su oposición al acuerdo entre las compañías. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha disminuido llegando a US\$ 100/ton. Pese a que la situación respecto al dumping de acero por parte de China ha sido regulada por las autoridades de manera temporal, la incertidumbre del mercado inmobiliario en país asiático continúa siendo un factor de riesgo para la compañía, por lo que 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 demanda. LATAM Airlines ha logrado reducir deuda, mejorar su operación aminorando costos, mantener tarifas altas y con cifras de tráfico aéreo favorables. Vemos espacio de valorización en la acción dado su buen desempeño reciente, por lo que este mes mantenemos nuestra exposición. 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. Por otro lado, ante un escenario base de apreciación del peso mantenemos nuestra exposición al sector por medio de CCU, ubicando al sector neutral.

Aumentamos exposición al sector bancario. Si bien consideramos que el sector mantendría niveles de rentabilidad atractivos, recogiendo favorablemente la desinversión de la curva de tasas durante el año, creemos que algunos riesgos se mantienen latentes, como el vencimiento de la FCIC durante 2024, a la vez que no descartamos un mayor deterioro en los indicadores de calidad de cartera en el corto plazo, donde a marzo la cartera morosa alcanzó 2,33%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,63 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (al igual que el 1,63x registrado previo a la crisis sanitaria). En ese sentido, luego de los ajustes en los niveles de cobertura, mantenemos una nota de cautela 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 durante el año. Con todo, ante sorpresas positivas en resultados y en el dinamismo del mercado laboral, junto a una valorización más atractiva en Santander, aumentamos nuestra exposición al sector.

Aumentamos 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, que junto con tasas largas locales que mantendrían sus niveles actuales en el mediano plazo, nos llevan a sobreponderar el sector.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding

GRÁFICO 2: QUIÑENCO



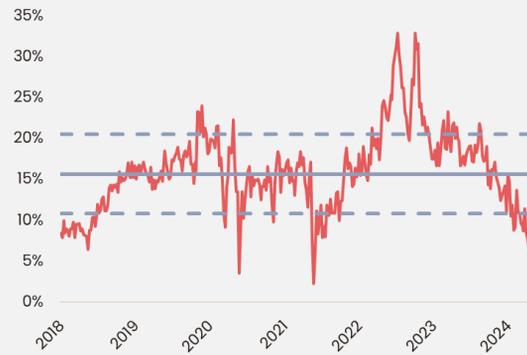
GRÁFICO 3: ANTARCHILE



GRÁFICO 4: ORO BLANCO



GRÁFICO 5: IAM



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Anexo: Aplicación del Beta Fundamental al Ipsa

En los anexos anteriores exploramos en profundidad sobre betas (β) ([Betas Anexo 1](#), feb-24 y [Betas Anexo 2](#), mar-24), qué entiende el mercado al respecto, cómo calcula usualmente este número y las limitaciones que se pueden encontrar al evaluarlo de la manera convencional. Luego, se propuso una alternativa que basa el cálculo de beta en los fundamentales de las compañías en vez de usar una regresión lineal, dando una alternativa que permite eliminar los problemas que se encuentran al trabajar con un beta proveniente de un método estadístico. En este anexo, para cerrar la discusión de betas y costo de capital, aplicaremos este método en compañías del Ipsa, usando lo explicado en los anexos anteriores para obtener un rango de betas por industria desde los fundamentales de las compañías.

Usando al sector de *real estate* como ejemplo, el primer paso es recolectar información de la mayor cantidad de compañías posibles dentro del mismo sector. De una muestra de más de 370 firmas de mercados emergentes se obtuvo como resultado un beta promedio de 0,86. Luego, usando los agregados de deuda y patrimonio presentes en este grupo de compañías, se calculó un ratio Deuda/Patrimonio para el sector de 0,76x. El objetivo es desapalancar el beta promedio con la fórmula explicada en el Anexo 2, para así llegar a un beta desapalancado de la industria, que servirá para endeudar individualmente el beta de las compañías a analizar usando sus respectivos ratios.

Vale la pena mencionar que, antes de volver a apalancar el beta, es posible realizar un ajuste para corregir la caja, ya que esta posee un beta cercano a 0 (generalmente este activo se invierte en instrumentos de muy bajo riesgo.) Sin embargo, este efecto será material sólo en empresas que presenten un alto nivel de caja. De esta manera, realizado ese ajuste, nuestro beta desapalancado del sector real estate corregido por caja es de 0,60 para mercados emergentes.

En nuestro ejercicio, utilizaremos los últimos estados financieros publicados en la CMF para cada una de las firmas del Ipsa, esto es, al cierre de 2023. El ratio Deuda/Patrimonio más bajo del sector real estate es de 0,28x, con lo cual obtenemos un beta apalancado de 0,72, mientras que si usamos el ratio más alto de esta industria, el beta da 0,98 (con un ratio Deuda/Patrimonio de 0,88x). Si aplicamos la misma fórmula para diferentes sectores del IPSA, los rangos de beta para los sectores se pueden observar en la Tabla 1. Cabe considerar que, para compañías que operan en múltiples sectores, se usó un promedio ponderado de acuerdo al porcentaje de participación del Ebitda de cada segmento.

En conclusión, es importante destacar que, aunque este método sirve para corregir los problemas que se encuentran al calcular betas usando regresiones lineales, además de poder incluir en su cálculo los fundamentales de las compañías, este no está exento de limitaciones. Acciones con alta/baja deuda y/o patrimonio, por ejemplo, pueden distorsionar el cálculo del ratio Deuda/Patrimonio, que podría traducirse en betas poco realistas, como sería el caso de LATAM y SQM (en menor medida), donde Latam muestra un ratio de endeudamiento de 15,8x y SQM, donde a pesar de ser una ratio más estable, es bastante más alto comparado con la industria, por lo que distorsiona la estimación del beta. Para estos casos se usaron como alternativa valores de mercado para el cálculo de este ratio. También, en un mercado que no se encuentra lo suficientemente diversificado, acciones con mayor peso dentro del índice tendrán mayor incidencia en los movimientos de este, por lo que los movimientos de estas acciones tendrían una mayor correlación con el desempeño del índice, haciendo de la regresión lineal un mejor método de cálculo del beta en este escenario respecto de dicho benchmark.

Sectores Ipsa	Industrias	Beta Industria	Ratio Deuda Patrimonio Industria	Beta (β)	Caja / Valor Empresa	Beta (β) (ajustado por caja)	Rango Ipsa
Consumo	Bebidas	0.80	3%	0.78	7%	0.84	0.49 1.25
	Bebidas Alcohólicas	0.44	5%	0.42	5%	0.45	
Forestal	Papel/Productos Forestales	0.92	91%	0.55	9%	0.60	0.93 1.07
	Petróleo/Distribución de Gas	0.87	57%	0.61	12%	0.69	
Industrial	Naval & Marina	0.97	48%	0.71	22%	0.91	1.04 1.41
	Transporte Aéreo	1.33	93%	0.79	9%	0.86	
Minero	Metales & Minería	1.27	35%	1.00	11%	1.13	1.36 1.51
	Químicos	1.00	22%	0.86	10%	0.95	
Real State	Real Estate (Operaciones & Servicios)	0.86	76%	0.55	9%	0.60	0.72 0.98
Retail	Retail (General)	1.09	42%	0.83	8%	0.90	1.01 1.45
	Retail (Venta por Menor y Alimentos)	0.73	39%	0.56	9%	0.62	
	Financieros. (No-bancos)	0.79	143%	0.38	8%	0.42	
Eléctrico	Utilities (Generación)	0.77	110%	0.42	6%	0.45	0.58 0.99

Beta (β) = Beta desapalancado

Fuente: Aswath 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	330	mar-24	Sanitario	13.1x	14.1x	9.2x	9.2x
Andina-B	3,200	mar-24	Consumo	13.7x	12.5x	6.8x	6.2x
Antarchile	7,576	mar-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	107	ene-24	Bancario	8.9x	11.8x	-	-
Banco Santander	49	ene-24	Bancario	18.5x	12.9x	-	-
BCI	33,000	ene-24	Bancario	6.1x	5.9x	-	-
CAP	6,900	mar-24	Minero	19.4x	4.1x	4.6x	3.7x
CCU	7,000	mar-24	Consumo	20.4x	21.3x	8.0x	7.5x
Cencoshopp	1,650	ene-24	Real Estate	12.9x	11.1x	11.6x	10.8x
Cencosud	2,150	mar-24	Retail	6.5x	8.0x	6.4x	6.2x
CMPC	1,810	ene-24	Forestal	12.1x	10.2x	8.0x	6.6x
Colbún	147	mar-24	Eléctrico	6.1x	8.2x	6.4x	5.9x
Concha y Toro	1,400	mar-24	Consumo	20.6x	13.5x	14.5x	10.1x
Copec	7,500	ene-24	Forestal	21.4x	12.1x	8.5x	6.2x
Enel Américas	125	mar-24	Eléctrico	11.1x	4.0x	5.2x	4.8x
Enel Chile	68	mar-24	Eléctrico	6.4x	6.8x	6.4x	5.6x
Engie Chile	1,000	mar-24	Eléctrico	-2.3x	8.0x	7.2x	6.2x
Entel	3,300	nov-23	Telecom.&TI	22.5x	15.8x	4.5x	4.3x
Falabella	2,500	mar-24	Retail	106.5x	26.5x	16.7x	10.7x
IAM	843	mar-24	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10,300	ene-24	Bancario	6.2x	7.3x	-	-
Latam Airlines	16.6	mar-24	Industrial	14.5x	15.6x	5.7x	4.9x
Mallplaza	1,450	ene-24	Real Estate	7.8x	10.1x	11.6x	10.5x
Oro Blanco	7.1	mar-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,400	ene-24	Real Estate	12.2x	12.0x	18.5x	17.0x
Quiñenco	2,250	mar-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	240	mar-24	Retail	-8.3x	-46.4x	-131.2x	28.8x
SMU	235	mar-24	Retail	11.0x	9.6x	7.5x	7.1x
SQM-B	49,500	mar-24	Minero	7.7x	12.9x	6.0x	8.5x
Vapores	56	mar-24	Industrial	17.5x	40.7x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Acciones Recomendadas: Fundamentos

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 1,34% (2,33% el sistema), sobre el 1,18% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,31 veces (1,12x el sistema), 1,83 veces considerando provisiones adicionales (1,63x 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 marzo, el banco registró un costo por riesgo de 1,22%, sobre un año atrás (1,08%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,53% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,86% 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 (1,14x frente a 1,40x), aumentando a 1,42x (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. Ante una valorización más atractiva, aumentamos nuestra exposición a Santander en 2 p.p, ubicándolo levemente sobre ponderado en nuestras carteras.

CCU: Si bien esperamos que la compañía presente un ajuste de 1,2% a/a en Ebitda para sus resultados del primer trimestre, afectado por una caída en volúmenes, tenemos una visión favorable hacia adelante ante perspectivas de una apreciación del peso, lo que impulsaría sus resultados durante la segunda mitad del año, junto a espacios de mejora en sus márgenes en Chile. Finalmente, mantenemos una nota de cautela ante una elevada exposición a Argentina (19% de los ingresos), junto a un dinamismo aun contenido en el consumo en Chile. Con todo, nos mantenemos neutrales en el sector y concentramos la exposición únicamente por medio de este papel.

CENCOSUD: Esperamos que la compañía presente una mejora de 12,1% a/a en Ebitda Ajustado (sin Revaluación de activos ni norma IAS29), junto con un crecimiento de 8,0% en ingresos respecto del mismo trimestre el año anterior, impulsados por el segmento de Supermercados, y en menor medida, Tiendas

por Departamento, los cuales compensarían las caídas en resultados provenientes del segmento de Mejoramiento del Hogar. En términos de margen Ebitda, estimamos que este alcanzaría 10,9%, frente al 10,5% registrado un año atrás, ante mejoras en margen bruto, como consecuencia de la normalización de inventarios, junto con un menor margen de administración y ventas sobre ingresos, asociado a una mayor dilución de gastos. Lo anterior, da cuenta de la resiliencia que ha presentado la compañía en términos de sus resultados, mientras que consideramos atractiva 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.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,37 veces a marzo (frente a 1,12x el sistema), la que aumenta a 2,6 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,63x el sistema), además de presentar un 1,5% de cartera morosa, bajo el 2,33% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,3% frente a 3,6% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. Consideramos que se mantendría mostrando un ROE por sobre sus comparables. En este escenario, producto de una valorización ajustada, mantenemos al banco subponderado.

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. También, el proyecto BioCMPC en Brasil añadirá una capacidad de 350.000 toneladas de celulosa a la compañía en el primer semestre de 2024, mejorando la eficiencia de la planta y renovando su maquinaria. 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. En el primer trimestre del año esperamos que la detención de la planta Guíba para poder poner en marcha el proyecto BioCMPC siga afectando los volúmenes de venta, pero en menor medida que el 4T23, ya que se retomó la operación.

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 márgenes podrían estar afectados por efectos de costos y tipo de cambio, mientras que los volúmenes se mantendrían fuertes, pese a la venta de MAPCO en Estados Unidos. Con todo, nos mantenemos sobreponderados 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 finalizar su proceso de simplificación corporativa al completar los procesos de venta de activos en Perú, para enfocar sus esfuerzos en Colombia y Brasil con el objetivo de lograr su transición energética 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 que la venta de Edesur (Argentina) quedaría sujeta a mejoras en el ámbito regulatorio que pudiera realizar el nuevo gobierno. 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: Consideramos que 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. A esto, se le adicionaría una estrategia de desarrollo de baterías a la que 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. Por su parte, existe la posibilidad de que el ADR de la acción pueda volver a transarse en Estados Unidos, siendo un factor atractivo para la acción.

MALLPLAZA: La compañía registraría una mejora de 12,7% a/a en Ebitda el primer trimestre de 2024, impulsada por un crecimiento de 12,1% a/a en ingresos producto del reajuste de tarifas e indexación de los contratos a inflación, un alza en la tasa de ocupación consolidada y nuevas aperturas en Colombia durante 2023, lo cual compensaría las menores ventas provenientes de los segmentos discrecionales del retail a nivel local. 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: Luego de un leve aumento de los precios de carbonato de litio en China, estos se han estabilizado nuevamente en torno a US\$ 15.100/ton. 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. Lo anterior ha causado problemas con Tianqui, uno de los principales accionistas, para aprobar el acuerdo dado el efecto que genera en flujos. Sin embargo, podríamos ver algún repunte en el precio del litio para el segundo semestre del año. En cuanto a Nutrientes Vegetales de Especialidad, esperamos que normalice sus ingresos a medida que se ajusta la demanda. Por otro lado, el segmento de yodo continuaría con ventas a precios elevados, al igual que lo ya revelado en los resultados del 2023.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

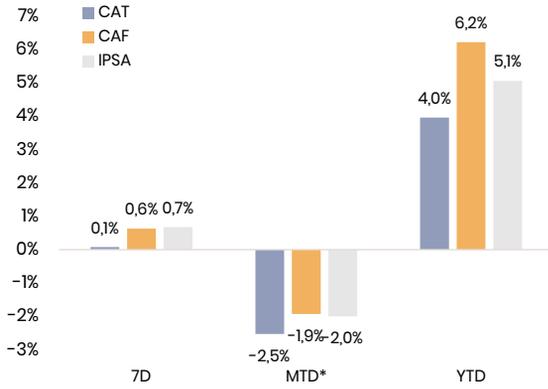
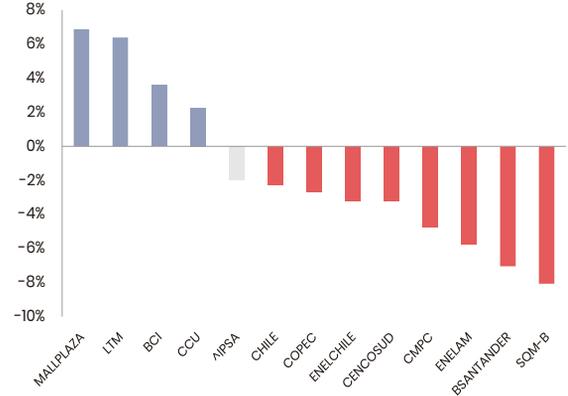


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 30 de abril de 2024.

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 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.