CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2024

INVERSIONES security

Buenas noticias en resultados, acotado espacio a futuro

Más allá de los vaivenes de los mercados de la mano de los mensajes de los miembros de la Reserva Federal, quienes nuevamente ponen presión sobre los activos al darle alguna opción a una eventual alza de tasas (la que de todas formas no ha sido incorporada por los mercados), se han acumulado algunas buenas noticias del lado de las compañías locales.

Los resultados a nivel local del primer trimestre sorprendieron en parte al alza, con un crecimiento del Ebitda de 10% anual, marginalmente por sobre nuestras estimaciones. En particular, destacaron los resultados del sector forestal y la recuperación de las compañías ligadas al sector consumo. Estos resultados son un favorable inicio de año, lo que esperamos que se extienda el resto del año, de la mano de una normalización gradual de los márgenes de los segmentos ligados a la demanda interna, apoyados de todas formas en una débil base de comparación. Si sumamos expectativas que continúan favorables para el sector forestal el resto del año, los resultados para 2024 debieran validar un IPSA que alcanzaría los 7.000 puntos hacia el cuarto trimestre, mientras que, de continuar la recuperación de resultados, la bolsa podría alcanzar los 7.700 puntos hacia 2025.

Sin embargo, hay puntos grises que destacar a pesar de que estos retornos parecen atractivos. Por un lado, los retornos sobre patrimonio promedio de las acciones del índice convergen a niveles cercanos a 7%, lo que se ubica algo por debajo de los niveles de los 2010s. Por otro lado, si bien los ratios de valorización se han normalizado en parte al primer trimestre, nos deja más cerca de los ratios promedio de Asia y América Latina, los que usamos como referente, y no es esperable bajo las actuales condiciones de las distintas industrias, que volvamos a transar con premio respecto de otras regiones emergentes.

Así, la bolsa local registró un alza de 1,9% en el mes (6,5% en dólares), sobre las correcciones vistas en América Latina (-3%) y las alzas registradas en Asia Emergente (2,2%), Europa (3,7%) y EE.UU. (3,9%).

Bajo este contexto, realizamos ajustes acotados en las carteras accionarias Fundamental (12 acciones) y Táctica (6 acciones), luego de registrar un crecimiento de 1,5% y 1,9%, respectivamente, algo por debajo del IPSA. Así, se redujo la posición en Cencosud (-2 pp de ponderación) y Mallplaza (-2 p.p), producto de valorizaciones más ajustadas, dando un mayor espacio a CMPC (+2 p.p) y LTM (+2 p.p), aumentando el sesgo que teníamos en el sector forestal y ante la buena recuperación que ha mostrado el tráfico aéreo, donde vemos buenas perspectivas hacia adelante. Finalmente, rebalanceamos nuestra exposición en el sector eléctrico, disminuyendo 2 p.p en Enel Chile, aumentando en igual magnitud la posición en Enelam, donde vemos una mejora en el escenario hídrico en Colombia.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	14	14		CENCOSUD
BCI	11	11		CHILE
CENCOSUD	**10**	**12**	**-2**	BCI
CHILE	9	9		COPEC
COPEC	9	9		**ENELAM** ←
BSANTANDER	8	8		SQM-B
ENELAM	**8**	**6**	**2**	
LTM	**8**	**6**	**2**	
CMPC	**7**	**5**	**2**	
CCU	6	6		
ENELCHILE	**5**	**7**	**-2**	
MALLPLAZA	**5**	**7**	**-2**	
TOTAL	**100**	**100**		

En la CAT, se incorpora a ENELAM a cambio de ENELCHILE.

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).

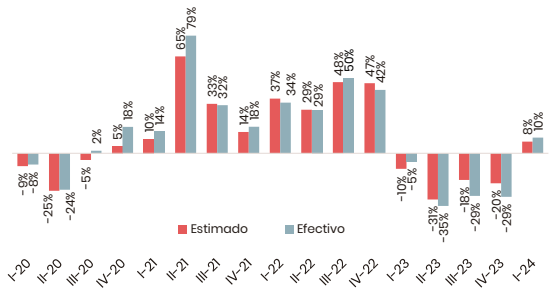
3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Bancos	28	26
Forestal	16	12
Commodities Mineros	14	15
Eléctrico	13	10
Retail	10	12
Industrial	8	7
Consumo	6	6
Real Estate	5	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 may-2024.

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



Fuente: Estudios Security

Disminuimos nuestra exposición en el sector *retail*. Mantenemos nuestra preferencia por el segmento de supermercados, 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, 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 y el crecimiento en colocaciones. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencosud producto de la alta participación que posee consumo básico en los ingresos de la compañía. No obstante, como consecuencia de una valorización más ajustada, decidimos disminuir nuestra exposición.

Rebalanceamos las posiciones en sector eléctrico. En mayo, la generación hídrica en Chile subió +67% a/a (a 24% del total, +8 pp.), mientras que la energía térmica mostró una caída de -9% a/a (a 47% del total, -8 pp.), principalmente por una baja en gas natural (-12% 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 registrando bajas anuales. El promedio en la zona central marcó US$92/MWh (-24% a/a y +70% m/m), y US$80/MWh en el norte (-25% a/a y +45% m/m). Para el sector, decidimos rebalancear las posiciones, reduciendo la exposición de Enel Chile en dos puntos para aumentar la exposición de Enelam en misma proporción. Para Enel Chile, esperamos resultados con mejoras a nivel de márgenes para el segundo trimestre dada la baja base de comparación. Ante el pronóstico de sequía que causaría el Fenómeno de La Niña, su impacto podría darse en los resultados del segundo semestre. No obstante, hay que recalcar que 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, decidimos aumentar dos puntos su exposición ante una mejora en la perspectiva de precios de energía en Colombia, donde el Fenómeno de La Niña permitiría una mejora de resultados en el segmento de generación para los próximos meses. Con esto, 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 los buenos niveles de agua embalsada permitieron una caída importante en costos durante el 1T24, además de una mejora en tarifas que se viene dando desde el 2023. Sin embargo, decidimos no incluir la acción en la cartera buscando oportunidades en sectores menos defensivos que mostrarían un buen desempeño en los próximos meses.

Aumentamos levemente la exposición en el sector forestal. Los precios de celulosa han continuado con alzas en Europa y China, siendo el reflejo de un mercado que se mantiene saludable, por lo que aumentamos la exposición a través de CMPC. Los inventarios de celulosa mostraron una leve alza en marzo en el mercado europeo, con un mercado que inicia el 2024 con una demanda que se mantiene fuerte. La última conferencia anual de productores y compradores de celulosa en China mostró un renovado interés por el lado de la demanda. CMPC también ha demostrado mejorar la operación de su negocio de Softys, que ha logrado elevar volumen de venta y márgenes, al igual que Biopackaging, en dónde han logrado vender su inventario más caro, subsanando así ciertas caídas en ingresos en el segmento de celulosa. 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 se estabilizaron en torno a US$ 14.700/ton, con pocas variaciones en el mercado. El acuerdo entre Codelco y SQM ha sido presentado ante Directorio y no han existido grandes cambios respecto al memorándum entregado hace unos meses, manteniendo sin cambios nuestra visión. Si bien, la compañía sorprendió positivamente en el EBITDA reportado en el primer trimestre, mantenemos la posición en el papel. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha mostrado leves variaciones rondando los US$ 110/ton en el último periodo. 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 el país asiático continúa siendo un factor de riesgo para la compañía, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

Aumentamos levemente la 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, con cifras de tráfico aéreo favorables. Vemos espacio de valorización en la acción dado su buen desempeño reciente, por lo que este mes aumentamos nuestra exposición. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras han mostrado un alza nuevamente en las rutas que se han visto afectadas por el conflicto en Medio Oriente y los ataques a barcos en el Mar Rojo. 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 un escenario aún desafiante con relación a presiones de costos en algunas de sus materias primas, resaltando el azúcar. Por otro lado, ante un escenario base de apreciación del peso mantenemos nuestra exposición al sector por medio de CCU, ubicando al sector neutral.

Mantenemos 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 un crecimiento en colocaciones que se mantendría contenido, a la vez que no descartamos un mayor deterioro en los indicadores de calidad de cartera en el corto plazo, donde a abril la cartera morosa alcanzó 2,33%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,61 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (bajo el 1,63x registrado previo a la crisis sanitaria). En ese sentido, luego de los ajustes en los niveles de cobertura, no vemos holguras con relación al gasto en provisiones. Por su parte, si bien hemos visto sorpresas positivas en el margen de interés neto, este presentaría algunas presiones durante el año, producto de un menor impulso con relación a la inflación. Con todo, mantenemos nuestra exposición al sector.

Disminuimos 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. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Mallplaza, ya que vemos mayores espacios de valorización en el mediano plazo respecto de otras compañías del sector. Sin embargo, producto del alza en valorizaciones que ha experimentado la industria y ante mayores riesgos asociados a las tasas largas locales, decidimos disminuir nuestra exposición al sector.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding

GRÁFICO 2: QUIÑENCO

GRÁFICO 3: ANTARCHILE

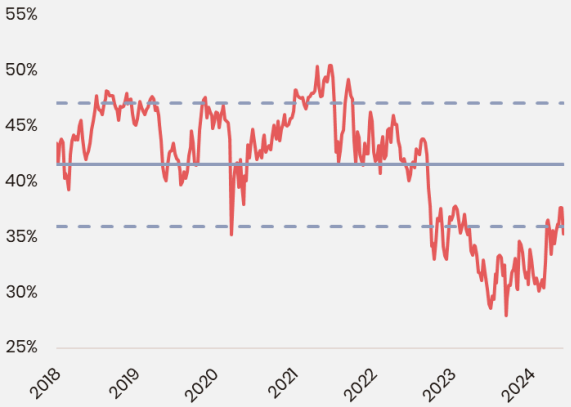


GRÁFICO 4: ORO BLANCO

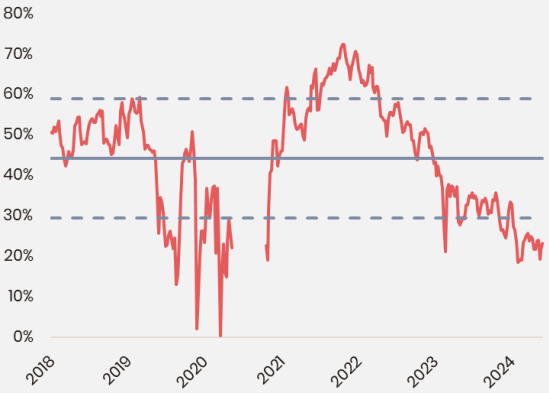
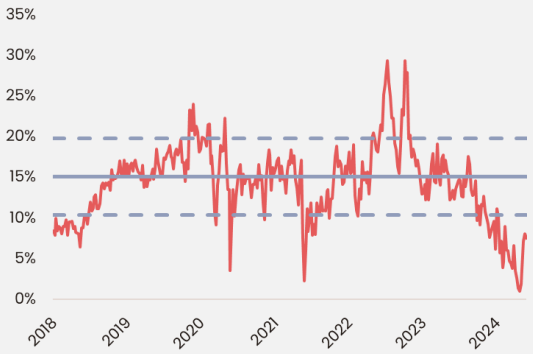


GRÁFICO 5: IAM



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Anexo: Ratios y sus fundamentos: Precio Utilidad (P/U)

Una alternativa a la valoración de empresas por descuento de flujos es la valorización relativa a través de múltiplos, donde los métodos más usados son el método de comparables, el más común, y el método a través de fundamentales. En el primer mecanismo, un múltiplo del activo sujeto al análisis se compara con el respectivo múltiplo de un *benchmark* de activos similares (en riesgo, márgenes, perspectivas de crecimiento, etc., al momento del análisis), bajo la idea de que dos activos idénticos deberían venderse al mismo precio. El segundo, y a veces no lo suficientemente explorado, se basa en los fundamentales (características relacionadas a rentabilidad, crecimiento o solidez financiera, que condicionan los flujos esperados), donde el múltiplo se relaciona mayormente con estimaciones para ciertos factores fundamentales. Expresar los múltiplos bajo este formato permite visualizar de mejor manera cómo las diferencias en expectativas de estas variables afectan el valor del ratio, permitiendo entender los drivers que explicarían el valor de un múltiplo y, por consecuencia, el precio de la acción, utilizando los supuestos detrás de algún modelo de respaldo.

En palabras simples, un ratio teórico a través de fundamentales es básicamente el valor que el múltiplo debiera alcanzar si la acción se estuviera transando a su valor justo (de acuerdo a supuestos en un modelo de valoración), considerando que, en la práctica, es poco frecuente encontrar compañías exactamente semejantes. Para ilustrarlo, si un ratio de un activo se encuentra bajo el promedio con respecto al ratio del *benchmark* (sectorial, por ejemplo), antes de considerar dicho activo a un precio descontado con respecto a sus pares, el análisis de fundamentos podría aportar la razón detrás del valor del múltiplo, que no necesariamente significaría una buena oportunidad de inversión. De esta manera, se puede entregar una opinión más argumentada respecto al valor de la acción (y si esta realmente se encuentra a un valor descontado).

Dentro de los múltiplos más usados en valorización, el P/U es probablemente el más conocido y empleado por el mercado. Conectar este ratio a descuentos por flujos ayuda a entender qué valor le daría el mercado a una unidad de utilidad dado los supuestos sobre crecimiento, costo de capital y rentabilidad de la compañía.

Para entender el P/U desde sus fundamentales, podemos utilizar como base el modelo de crecimiento de Gordon (eq. 1), que contiene variables que permiten explicar el valor de un activo a través de dividendos (D), costo de capital (r) y tasa de crecimiento de largo plazo (g).

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (eq.1)$$

Si el numerador de la eq. 1 es reescrito como las utilidades por la política de dividendos o *payout* (eq. 2), obtenemos lo siguiente:

$$P_0 = \frac{E_1 * (Payout)}{r - g} \quad (eq.2)$$

Al reorganizar la ecuación, se obtiene el múltiplo P/U estimado o forward (eq. 3).

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{Payout}{r - g} \quad (eq.3)$$

Con esto, bajo el supuesto de un crecimiento en dividendos constante, el ratio teórico por medio de fundamentales indica que la P/U sería una función de dos variables, el costo de capital (r), que refleja el riesgo, y la tasa de crecimiento a largo plazo (g). Por tanto, manteniendo las otras condiciones, si el costo de capital sube (baja), el ratio P/U teórico baja (sube), mostrando una relación inversa, mientras que si la tasa de crecimiento sube (baja), entonces el P/U teórico sube (baja), mostrando relación directa. Dicho esto, una acción que tiene un bajo P/U puede ser una oportunidad de inversión si se encuentra por debajo del ratio del *benchmark*, pero también el bajo P/U podría justificarse por una falta de crecimiento, o un apalancamiento financiero mayor, que implicaría mayor riesgo, y por tanto mayor costo de capital. Con esto, un analista puede tener una mejor visibilidad de si la acción se está realmente transando a un valor que represente una oportunidad de inversión, o los fundamentales de las acciones apoyan el valor actual del ratio.

En resumen, el ratio teórico desde los fundamentales, es una importante herramienta para profundizar el análisis de múltiplos. Estudiar los múltiplos desde una visión fundamental, permite entender de mejor manera el por qué detrás del valor del ratio, o también permite estimar un múltiplo que represente el valor justo en base a los supuestos de una valorización a través de flujos, para ser comparado con el valor actual del múltiplo.

Fuente: CFA curriculum y Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio Objetivo ($)	Fecha Actualización	Informe Sectorial	Precio/Utilidad 2024e	Precio/Utilidad 2025e	EV/Ebitda 2024e	EV/Ebitda 2025e
Aguas-A	330	mar-24	Sanitario	13.4x	14.7x	8.9x	9.2x
Andina-B	3,200	mar-24	Consumo	14.2x	13.7x	6.9x	6.5x
Antarchile	7,576	mar-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	107	ene-24	Bancario	11.8x	11.6x	-	-
Banco Santander	49	ene-24	Bancario	11.5x	8.8x	-	-
BCI	33,000	ene-24	Bancario	5.5x	5.1x	-	-
CAP	6,900	mar-24	Minero	3.7x	4.8x	3.6x	4.4x
CCU	7,000	mar-24	Consumo	20.9x	14.6x	7.3x	6.5x
Cencoshopp	1,650	ene-24	Real Estate	11.1x	10.9x	10.5x	9.5x
Cencosud	2,150	mar-24	Retail	8.1x	6.9x	6.5x	6.1x
CMPC	1,810	ene-24	Forestal	9.9x	9.0x	6.6x	6.6x
Colbún	147	mar-24	Eléctrico	7.7x	7.9x	5.2x	5.3x
Concha y Toro	1,400	mar-24	Consumo	13.2x	10.5x	10.2x	8.7x
Copec	7,500	ene-24	Forestal	13.1x	12.9x	6.3x	7.1x
Enel Américas	125	mar-24	Eléctrico	3.8x	11.2x	4.6x	4.8x
Enel Chile	68	mar-24	Eléctrico	6.1x	6.0x	5.7x	5.7x
Engie Chile	1,000	mar-24	Eléctrico	8.7x	6.5x	6.5x	6.3x
Entel	3,900	abr-24	Telecom.&TI	14.2x	10.3x	4.7x	4.4x
Falabella	2,500	mar-24	Retail	28.6x	14.1x	11.5x	9.0x
IAM	843	mar-24	Holding	-	-	-	-
Itaucl	10,300	ene-24	Bancario	7.5x	6.9x	-	-
Latam Airlines	16.6	mar-24	Industrial	15.7x	17.5x	4.9x	5.7x
Mallplaza	1,450	ene-24	Real Estate	11.4x	10.7x	11.4x	10.6x
Oro Blanco	7.1	mar-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,400	ene-24	Real Estate	12.4x	11.4x	13.9x	13.0x
Quiñenco	2,250	mar-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	240	mar-24	Retail	-52.7x	12.0x	30.5x	16.3x
SMU	235	mar-24	Retail	10.2x	9.5x	7.1x	6.7x
SQM-B	49,500	mar-24	Minero	11.6x	10.8x	7.7x	7.3x
Vapores	56	mar-24	Industrial	36.7x	110.4x	-	-

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 de 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 1,39% (2,33% el sistema), sobre el 1,23% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,26 veces (1,11x el sistema), 1,77 veces considerando provisiones adicionales (1,61x el sistema). Al mismo tiempo, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈32% 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 abril, el banco registró un costo por riesgo de 1,23%, 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 1,97% 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 espacios en su valorización, mantenemos al banco levemente sobreponderado en nuestras carteras.

CCU: Si bien la compañía presentó un ajuste de 8,3% a/a en Ebitda durante el primer trimestre, bajo nuestras estimaciones y afectado por una caída en volúmenes (-4,4% a/a), junto a menores márgenes, 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 hacia el largo plazo. Finalmente, mantenemos una nota de cautela ante una elevada exposición a Argentina (19% de los ingresos), un dinamismo aún contenido en el consumo en Chile y precios del azúcar que se mantienen elevados. Con todo, nos mantenemos neutrales en el sector y concentramos la exposición únicamente por medio de este papel.

CENCOSUD: Mayores ingresos provenientes de los segmentos de Supermercados, Tiendas por Departamento y Centros Comerciales contrarrestaron el deterioro en el segmento de Mejoramiento del Hogar en los resultados del primer trimestre de 2024. Con esto, el Ebitda Ajustado registró un crecimiento de 10,2% a/a, mientras que el margen Ebitda Ajustado se ubicó en 10,6%, relativamente plano respecto del 10,5% registrado un año atrás. 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 impactarle negativamente.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,36 veces a abril (frente a 1,11x el sistema), la que aumenta a 2,57 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,61x el sistema), presentando un 1,51% 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 2024, mejorando la eficiencia de la planta y renovando su maquinaria, proyecto el cual demorará en entrar en máxima capacidad por las intensas lluvias en ese país. 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 la empresa reportó sólidos resultados, con un segmento de Biopackaging que mejora márgenes por una reducción en costos.

COPEC: Los volúmenes vendidos por la entrada en operación de MAPA crecieron fuertemente en el 1T24, pero los precios continuaron mostrando una caída 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 fueron mayores, aumentando el EBITDA año contra año, 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 consistentes en el último periodo y valoramos la diversificación de la compañía en un escenario que se mantiene con riesgos latentes.

ENELAM: La compañía buscará finalizar su proceso de simplificación corporativa al completar los procesos de venta de activos de distribución en Perú (venta del segmento de generación se concretó el 9 de mayo del presente año), 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 reestructuración, 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 observados previo a la pandemia, especialmente 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 sume 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 su liquidez, por lo que aumentamos nuestra posición en la acción.

MALLPLAZA: La compañía registró una mejora de 15,9% a/a en Ebitda el primer trimestre de 2024, la cual fue impulsada por un crecimiento de 14,2% 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, lo cual contrarrestó el menor dinamismo en ventas provenientes de las categorías discrecionales 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 una leve caída de los precios de carbonato de litio en China, estos se han estabilizado nuevamente en torno a US$ 14.700/ton. El acuerdo entre Codelco y SQM garantiza la continuación de la operación en el Salar de Atacama, pero plantea un efecto directo sobre los flujos que podría percibir SQM en el futuro al hacer entrega de la mayoría de la propiedad a Codelco. En este sentido, los nuevos anuncios no cambian nuestra evaluación inicial respecto a este acuerdo. 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 continúa con ventas a precios elevados, al igual que lo ya revelado en los resultados del primer trimestre del 2024. Vemos aún espacio de valorización para la acción, dado el castigo que ha sufrido en el último periodo, por lo que mantenemos nuestra ponderación en el papel.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

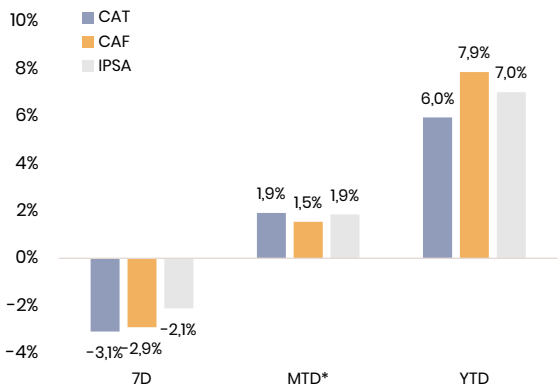
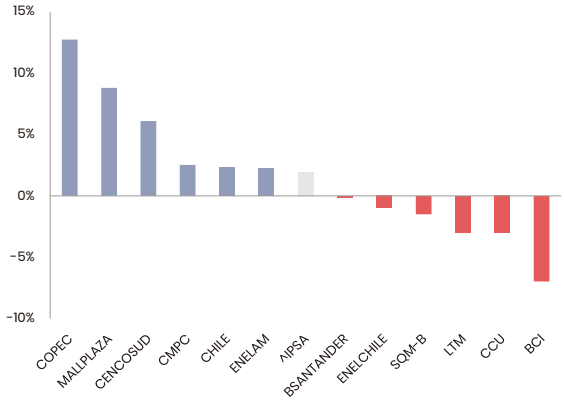


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



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

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

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

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

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

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

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

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@security.cl

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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 mantuviere 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.