



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2024

Una pausa a la espera de data que mejore el apetito por riesgo

Hacia el cierre del primer semestre, los factores determinantes para los activos riesgosos siguen muy anclados a la dinámica que dos variables claves: las tasas de interés en EE.UU. y el dólar global. En sus últimos mensajes, la Reserva Federal ha postergado nuevamente sus recortes casi en su totalidad para el 2025, mientras el mercado debate si habrá 1 o 2 recortes este año. De todas formas, comparado con las expectativas que había a inicios de año, estamos frente a una postura de política monetaria más contractiva. El resultado de esto ha sido un dólar que se mantiene fuerte a nivel global, que basa su fortaleza en las expectativas de tasas en EE.UU., pero también en un nivel de incertidumbre política y económica que se mantiene elevada. Este último elemento podría retrasar el esperado debilitamiento del dólar frente a monedas desarrolladas y emergentes.

Pero hay una divergencia que se ha venido incubando en este escenario de tasas altas por un tiempo más prolongado. La bolsa de EE.UU. continúa logrando récords, a pesar de las presiones sobre las condiciones financieras impuestas por la Reserva Federal, lo que contrasta con un panorama algo más desafiante para los mercados emergentes. Un dólar fuerte amaga la recuperación que se espera para los principales índices de la región, lo que también es válido para el IPSA. Si bien es cierto que nuestra bolsa ha ido mejorando sus ratios de valorización relativos a otros mercados emergentes de América Latina y Asia, el efecto negativo de la fortaleza de los activos de EE.UU. sobre la región no muestra excepciones.

Así, la bolsa local registró una baja de -3,3% en el mes (-8,4% en dólares), mayor que las correcciones vistas en América Latina (-6,8%), Europa (-2,4%) y las alzas registradas en Asia Emergente (4,6%) y EE.UU. (5,7%).

En este contexto, al menos para el corto plazo, en que se deben acumular noticias de desaceleración de la inflación en esa economía, alguna debilidad de los indicadores de actividad y un piso más firme para que la Reserva Federal incline la balanza hacia recortes de tasas, se debiera tomar una postura algo más cauta para los principales índices bursátiles. Si bien las expectativas de recuperación gradual de los resultados se mantienen, este tercer trimestre parece ser un periodo de mayor cautela. El escenario base es que se darán las condiciones macroeconómicas para los recortes por parte de la Reserva Federal, pero la data debe ir ingresando en esa línea para que el mercado se alinee para los activos emergentes.

En particular, para las recomendaciones para renta variable en el mes, realizamos ajustes acotados en las carteras accionarias Fundamental (12 acciones) y Táctica (6 acciones), luego de registrar un ajuste de -3,1% en ambas carteras, levemente por debajo de la corrección mostrada en el IPSA. Así, se redujo la posición en Mallplaza (-2 pp de ponderación), producto de falta de gatillantes de valorización y un escenario de tasas de interés que mantendría al sector bajo presión, dando un mayor espacio a Enel Chile (+2 p.p), debido al buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada, llevando a que los costos marginales se mantengan contenidos, con perspectivas favorables a nivel de sistema para los próximos meses.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

| CAF | Actual | Previa | Δptos. | CAT |
|------------------|------------|------------|-----------|----------|
| SQM-B | 14 | 14 | | CENCOSUD |
| BCI | 11 | 11 | | CHILE |
| CENCOSUD | 10 | 10 | | BCI |
| CHILE | 9 | 9 | | COPEC |
| COPEC | 9 | 9 | | ENELAM |
| BSANTANDER | 8 | 8 | | SQM-B |
| ENELAM | 8 | 8 | | |
| LTM | 8 | 8 | | |
| ENELCHILE | 7 | 5 | 2 | |
| CMPC | 7 | 7 | | |
| CCU | 6 | 6 | | |
| MALLPLAZA | 3 | 5 | -2 | |
| TOTAL | 100 | 100 | | |

1. La columna "Δ pto" 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.

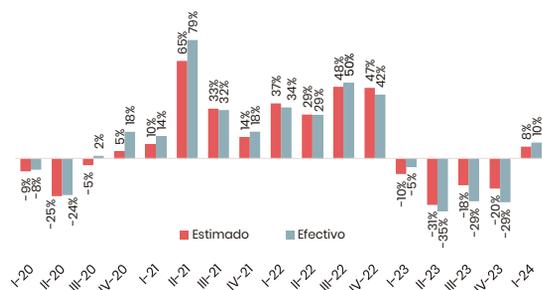
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

| Sector | Pond. CAF | Pond. SP IPSA* |
|-------------------------|------------|----------------|
| Bancos | 28 | 27 |
| Forestal | 16 | 12 |
| Eléctrico | 15 | 10 |
| Commodities Mineros | 14 | 15 |
| Retail | 10 | 12 |
| Industrial | 8 | 7 |
| Consumo | 6 | 6 |
| Real Estate | 3 | 5 |
| Telecomunicaciones y TI | 0 | 1 |
| Otros | 0 | 5 |
| Total | 100 | 100 |

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a jun-2024.

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



Fuente: Estudios Security

Mantenemos exposición en el sector retail. Continuamos con una mayor 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. En abril, el índice de ventas del comercio minorista muestra un crecimiento de 3,2% a/a (-8,3% a/a en alimentos, 9,7% a/a en vestuario y 12% a/a en productos electrónicos). Por otro lado, en el segmento del retail financiero, mantenemos la cautela con relación al 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 y una favorable relación riesgo/retorno.

Incrementamos la exposición al sector eléctrico. En junio, la generación hídrica en Chile subió +64% a/a (a 35% del total, +13 pp.), mientras que la energía térmica mostró una caída de -24% a/a (a 35% del total, -13 pp.), principalmente por una baja en gas natural (-26% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +5% 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\$56/MWh (-45% a/a y -38% m/m), y US\$56/MWh en el norte (-40% a/a y -30% m/m). Para el sector, decidimos incrementar la exposición a Enel Chile en 2 puntos, dado el buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada, lo que ayudará a mantener controlados los costos marginales, con compras de energía favorables y un mix de generación más eficiente para la empresa. Además, en el intertanto de la actualización de las tarifas con la nueva Ley de Estabilización Tarifaria (PEC-3), que terminaría la acumulación de cuentas por cobrar (que la compañía espera que ocurra hacia el segundo semestre de 2025), Enel Chile continuaría con el factoring de las cuentas por cobrar acumuladas, donde espera monetizar entre US\$400 y US\$500 millones para este año, mejorando la liquidez de la empresa. En tanto, para Enelam, decidimos mantener 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 aumentando 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 IT24, 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 otros sectores donde vemos un mayor potencial para los próximos meses.

Mantenemos 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 aún se encuentra ajustado. Los inventarios de celulosa mostraron una leve alza en mayo en el mercado europeo, pero con niveles que se encuentran aún bajos respecto a sus valores históricos. Europa ha presentado problemas de producción tanto por las huelgas en Finlandia como la detención de ciertas plantas. Por el lado de las empresas locales, CMPC ha mostrado un buen rendimiento en su negocio de Softys, que ha logrado elevar volumen de venta y márgenes, al igual que Biopackaging, en donde 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 han disminuido, alcanzando niveles de US\$ 12.600/ton, con una demanda que no ha repuntado. 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\$ 105/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.

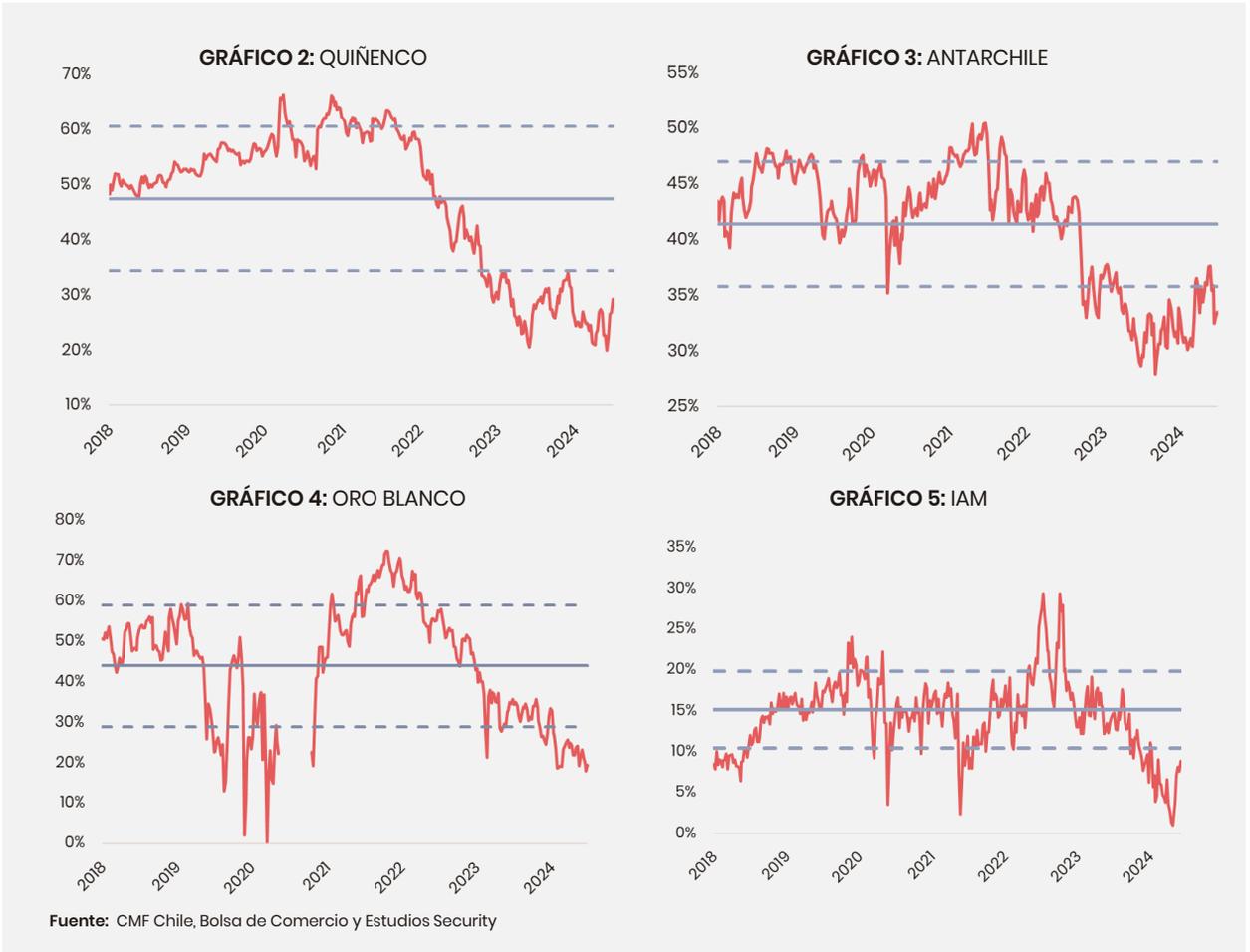
Mantenemos la exposición al sector industrial. El tráfico aéreo internacional ha mostrado una recuperación sostenida, superando en algunos tramos los niveles previos a la pandemia y con buenas perspectivas para 2024. LATAM Airlines ha logrado reducir sus niveles de deuda, optimizado su operación aminorando costos junto con mantener tarifas elevadas, con cifras de tráfico aéreo favorables. Vemos espacio de valorización en la acción luego de su buen desempeño reciente, por lo que mantenemos una sobreponderación en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras se han estabilizado luego de tener un fuerte aumento aquellas rutas 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 esperamos 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, si bien se mantienen algunas presiones en costos de materias primas, resaltando el azúcar, para 2024 esperamos algunas mejoras en márgenes de las operaciones en Chile. Por otro lado, a pesar de que mantenemos una nota de cautela por la alta exposición del sector a Argentina, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en el país. Finalmente, ante un escenario base de apreciación del peso junto a una valorización atractiva, 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 mayo la cartera morosa alcanzó 2,36%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,58 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 hacia el último trimestre del 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. Por su parte, en un contexto de mejoras graduales 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. Sin embargo, consideramos que las valorizaciones mantendrían las presiones provenientes de las tasas de largo plazo, con lo que ante la falta de mayores gatillantes, decidimos disminuir nuestra exposición al sector.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Anexo: Ratios y sus fundamentos: Bolsa Libro y ROE

En el [anexo anterior](#), se planteó una alternativa al análisis de valorización relativo usando, en complemento con el método de comparables, un enfoque fundamental apoyado en el modelo de crecimiento de Gordon para entender los factores que componen ratios como el P/U, y cómo estos pueden ayudar a explicar el valor de dicho ratio. Continuando con el análisis de ratios justificando su valor a través de factores fundamentales, el bolsa libro (B/L), definido como capitalización bursátil sobre el valor contable del patrimonio, también puede analizarse de esta manera. Para esto, se comienza, al igual que con la P/U, desde 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).

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

Luego, el numerador de la eq. 1 se puede reescribir como las utilidades (E_1) por la política de dividendos o *payout* (eq. 2), obteniendo lo siguiente:

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

En esta ocasión, las utilidades, se pueden reescribir usando la siguiente formula:

$$E_1 = BVPS * ROE \quad (eq.3)$$

Donde BVPS es el valor contable del patrimonio por acción (book value per share) y ROE el retorno de patrimonio (return on equity). Junto a esto, considerando que la tasa de pago de dividendos (payout), es equivalente a $1 - b$, donde b es el ratio de retención, el numerador de la eq.2 quedaría de la siguiente forma:

$$P_0 = \frac{BVPS * ROE * (1 - b)}{r - g} \quad (eq.4)$$

Finalmente, reacomodando los términos, y considerando la ecuación de crecimiento sustentable a largo plazo ($g = ROE * b$), que explica que el crecimiento deriva de cuánto la compañía está creciendo (cuántas utilidades se están reteniendo) y cuán eficientemente la compañía usa el capital retenido (ROE), entonces la ecuación final es:

$$\frac{P_0}{BVPS} = \frac{ROE - g}{r - g} \quad (eq.5)$$

Al descomponer el ratio bolsa libro en sus fundamentales, se puede entender que este ratio es dependiente del valor del ROE y del costo de capital (el crecimiento queda inconcluso). Por lo tanto, manteniendo las otras condiciones, entre más alto (bajo) el retorno de patrimonio, más alto (bajo) el valor bolsa libro. De manera opuesta, mientras más alto (bajo) sea el valor del costo de patrimonio, más bajo (alto) será el valor del ratio. Con esto, se puede entender que el valor proveniente del bolsa libro se deriva del spread que exista entre el ROE y el costo de capital.

De la misma forma, un análisis extendido del ROE se puede realizar a través de un análisis de Dupont, lo que permite descomponer este ratio en tres factores que permiten analizar la eficiencia operacional de compañías desde una perspectiva fundamental: el margen de beneficio neto, la rotación de activos y el apalancamiento financiero:

$$ROE = \frac{Beneficio\ Neto}{Ingresos} * \frac{Ingresos}{Activos\ Totales_{promedio}} * \frac{Activos\ Totales_{promedio}}{Patrimonio_{promedio}} \quad (eq.6)$$

El primer factor, beneficio neto, permite medir la eficiencia operacional, mientras que el segundo factor, la rotación de activos, permite medir la eficiencia en el uso de activos. Cabe destacar que estos dos factores componen el ROA (retorno en activos). Finalmente, el apalancamiento financiero, permite analizar el nivel de deuda de la compañía.

Al igual que con el bolsa libro, descomponer el ROE de esta forma permite explicar el valor de este ratio desde una perspectiva de fundamentos. Por ejemplo, un análisis Dupont puede ayudar a entender si el ROE de la compañía es de calidad, es decir, si la compañía está tomando buenos proyectos, siendo eficiente con sus activos y obteniendo beneficios a través de éstos (tener un ROE alto a través de la rotación de activos y el margen neto), o si la compañía está inflando su eficiencia con deuda, es decir, reflejar un ROE alto tomando proyectos mediocres (que se podría observar en sus márgenes y rotación de activos) y apalancarlos con deuda.

En resumen, analizar el bolsa libro desde una perspectiva fundamental permite entender si el valor del ratio se justifica a través del ROE y el costo de capital, marcando como creador de valor para este ratio el spread entre estos dos valores. Al mismo tiempo, un análisis de Dupont permite hacer un ejercicio similar con el ROE, lo que permite explicar, por ejemplo, si lo que parece ser un buen ROE, se debe a que la compañía está tomando buenos proyectos, o simplemente proyectos promedios que están impulsados a través de la deuda.

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

| | Precio | Fecha | Informe | Precio/Utilidad | | EV/Ebitda | |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|-----------------|-------|-----------|-------|
| | Objetivo (\$) | Actualización | Sectorial | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e |
| Aguas-A | 330 | mar-24 | Sanitario | 12.7x | 13.9x | 8.7x | 8.9x |
| Andina-B | 3,200 | mar-24 | Consumo | 13.4x | 12.9x | 6.6x | 6.2x |
| Antarchile | 7,576 | mar-24 | Holding | - | - | - | - |
| Banco de Chile | 107 | ene-24 | Bancario | 11.4x | 11.2x | - | - |
| Banco Santander | 49 | ene-24 | Bancario | 11.7x | 9.0x | - | - |
| BCI | 33,000 | ene-24 | Bancario | 5.6x | 5.2x | - | - |
| CAP | 6,900 | mar-24 | Mínero | 3.6x | 4.6x | 3.5x | 4.3x |
| CCU | 7,000 | mar-24 | Consumo | 19.7x | 13.7x | 7.0x | 6.2x |
| Cencomalls | 1,650 | ene-24 | Real Estate | 10.6x | 10.3x | 10.1x | 9.1x |
| Cencosud | 2,150 | mar-24 | Retail | 8.4x | 7.1x | 6.5x | 6.2x |
| CMPC | 1,810 | ene-24 | Forestal | 9.1x | 8.3x | 6.3x | 6.3x |
| Colbún | 147 | mar-24 | Eléctrico | 7.8x | 8.0x | 5.2x | 5.4x |
| Concha y Toro | 1,400 | mar-24 | Consumo | 12.5x | 10.0x | 9.9x | 8.5x |
| Copec | 7,500 | ene-24 | Forestal | 12.5x | 12.2x | 6.2x | 6.9x |
| Enel Américas | 125 | mar-24 | Eléctrico | 3.7x | 10.8x | 4.5x | 4.7x |
| Enel Chile | 68 | mar-24 | Eléctrico | 6.2x | 6.1x | 5.7x | 5.7x |
| Engie Chile | 1,000 | mar-24 | Eléctrico | 8.6x | 6.4x | 6.5x | 6.3x |
| Entel | 3,900 | abr-24 | Telecom.&TI | 13.4x | 9.7x | 4.6x | 4.3x |
| Falabella | 2,500 | mar-24 | Retail | 29.9x | 14.7x | 11.8x | 9.2x |
| IAM | 843 | mar-24 | Holding | - | - | - | - |
| Itaúcl | 10,300 | ene-24 | Bancario | 7.4x | 6.9x | - | - |
| Latam Airlines | 16.6 | mar-24 | Industrial | 16.4x | 18.2x | 5.0x | 5.9x |
| Mallplaza | 1,450 | ene-24 | Real Estate | 10.3x | 9.7x | 10.6x | 9.8x |
| Oro Blanco | 7.1 | mar-24 | Holding | - | - | - | - |
| Parque Arauco | 1,400 | ene-24 | Real Estate | 11.8x | 10.8x | 13.6x | 12.7x |
| Quiñenco | 2,250 | mar-24 | Holding | - | - | - | - |
| Ripley | 240 | mar-24 | Retail | -55.5x | 12.6x | 30.8x | 16.5x |
| SMU | 235 | mar-24 | Retail | 9.4x | 8.7x | 6.8x | 6.4x |
| SQM-B | 49,500 | mar-24 | Mínero | 10.3x | 9.5x | 7.0x | 6.6x |
| Vapores | 56 | mar-24 | Industrial | 32.5x | 97.6x | - | - |

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 y un crecimiento en colocaciones contenido. 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 cartera morosa de 1,37% (2,36% el sistema), sobre el 1,22% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,25 veces (1,09x el sistema), 1,79 veces considerando provisiones adicionales (1,58x 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 mayo, el banco registró un costo por riesgo de 1,23%, sobre un año atrás (1,12%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,82% (2,16% su historia), aumentando desde el 2,1% 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 (1,02x frente a 1,40x), aumentando a 1,28x (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, afectados por un precio del azúcar que se mantiene elevado, 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. Por su parte, a pesar de que mantenemos una nota de cautela ante una elevada exposición a Argentina (19% de los ingresos), vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en ese país. Con todo, nos mantenemos neutrales en el sector y concentramos la exposición únicamente por medio de este papel, donde vemos mayores espacios de valorización frente a sus comparables.

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 Aj. se ubicó en 10,6%, relativamente plano respecto del 10,5% registrado un año atrás. Mantenemos una visión favorable a 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, el segmento habría mostrado ajustes contenidos en Abril. Por otro lado, a pesar de su exposición a Argentina, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en ese país. En definitiva, no realizamos cambios en la exposición al papel durante el mes.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,37 veces a mayo (frente a 1,09x el sistema), la que aumenta a 2,59 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,58x el sistema), presentando un 1,52% de cartera morosa, bajo el 2,36% 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 más ajustada que sus comparables, 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 IT24, 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 entra en la parte final 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), 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, producto de un cómodo nivel de caja y las ganancias 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. 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. A este escenario se le suma la nueva Ley de Estabilización Tarifaria (PEC-3), donde la compañía espera que para el 2025 las tarifas se actualicen reflejando los precios reales de PPA's

(power purchase agreement), lo que se traduciría en el cese de acumulación de cuentas por cobrar, permitiendo una mejora en la liquidez de la compañía a medida que se completen los pagos de las cuentas acumuladas hasta esa fecha.

LTM: 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 y mejores márgenes. 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 mantenemos nuestra posición en la acción.

MALLPLAZA: La compañía registró una mejora de 15,9% a/a en Ebitda el IT24, en línea con nuestras estimaciones, 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, lo cual contrarrestó el menor dinamismo en ventas provenientes de las categorías discrecionales a nivel local. Destacamos la maduración de sus centros comerciales, donde se ha visto una mejora en los niveles de ocupación, los que esperamos continúen mostrando mejoras, a la vez que consideramos que una recuperación gradual del consumo más discrecional 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. Ante un escenario de tasas largas que mantendría las valorizaciones presionadas, disminuimos nuestra exposición en 2 p.p a la espera de mayores gatillantes.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio en China han disminuido en el último mes, posicionándose en torno a US\$ 12.600/ton, lo que se explica por una demanda que aún no ha repuntado. 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. Con todo, a pesar de que vemos espacios de valorización, nos mantenemos neutrales en el papel.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

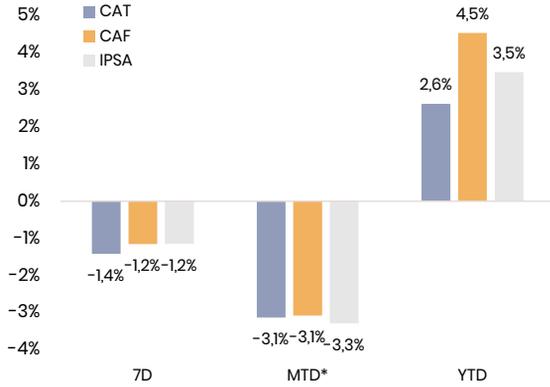
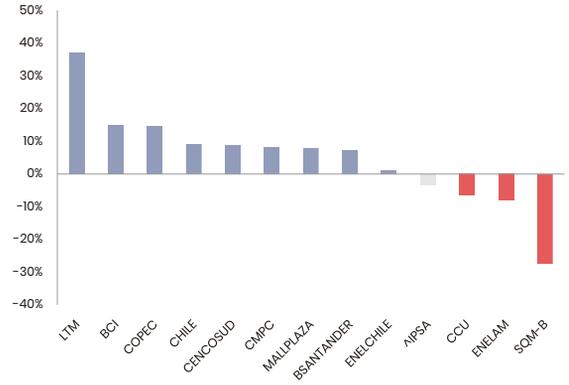


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 3 y el 28 de junio 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

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.