



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2024

Recuperación de resultados y recortes de tasas marcarán segundo semestre

El escenario macro global continúa lento, pero esta vez más claramente, hacia una desaceleración de la economía en EE.UU., cifras de inflación que se normalizan, lo que finalmente nos estaría dejando ad portas del primer recorte de tasas de la Reserva Federal, que el mercado está internalizando para la reunión del 17-18 de septiembre. Si bien esto no ha generado una pérdida de valor del dólar a nivel global, sí debiera descomprimir las presiones sobre los activos de mercados emergentes, las que se acrecentaron en lo más reciente de la mano de dos factores principales: los vaivenes en torno a la campaña de la presidencia de EE.UU., las decepcionantes cifras de actividad de China y su impacto en los precios de materias primas.

Más en detalle, las últimas señales para la política monetaria en EE.UU. muestran que las autoridades ven con mejores ojos la normalización de la inflación y comienzan a ver signos de menor fortaleza en el mercado laboral. En otras palabras, luego de largo tiempo con foco en inflación, el doble mandato de la Reserva Federal retoma valor y abre la puerta a recortes de tasas de interés en esa economía.

Sin embargo, este factor no sería suficiente para generar una toma de riesgo adicional para los mercados emergentes, en particular al considerar los ruidos que ha generado China y los escasos esfuerzos de sus autoridades por apuntalar la actividad, por lo que mantenemos una postura más cauta en términos de riesgo de las carteras. Por otro lado, la presión que han visto los precios de materias primas se traslada de todas formas a la dinámica de los activos locales, incluido tipo de cambio y acciones.

En este contexto, bolsa local registró un alza de 0,4% en el mes (-1,3% en dólares), un mejor desempeño que Asia Emergente (-2%), pero bajo los retornos de Latam (-0,5%), EEUU (-0,4%) y Europa (0,3%).

Así, mantenemos la estrategia de entrar en compás de espera con el apetito por riesgo del mes pasado, con expectativas que parte de los riesgos se desarmen con un primer recorte de tasa en la próxima reunión de la Reserva Federal, se diluyan en parte las tensiones por el lado de China y se establezcan las presiones sobre las monedas locales. De darse este escenario, esperamos que los recortes de tasas a nivel local se reanuden, lo que no está del todo internalizado en el mercado.

Para las recomendaciones para renta variable en el mes, realizamos ajustes en las carteras accionarias Fundamental (12 acciones) y Táctica (6 acciones), luego de registrar un descenso de -1,5% en la cartera accionaria Fundamental y -1,1% en la Táctica, por debajo de la corrección mostrada en el IPSA. Así, en real estate, excluimos a Mallplaza (-3 p.p de ponderación) e incorporamos Cencomalls (+5 p.p), producto de una valorización más atractiva. Por otro lado, disminuimos la exposición al sector bancario (-2 p.p en Bsantander), ante perspectivas de una menor inflación frente al mercado para la segunda mitad del año, junto a valorizaciones más ajustadas, dando un mayor espacio al sector eléctrico, aumentando la exposición en 2 p.p a Enel Chile, debido al buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada. Finalmente, redujimos la exposición a CCU (-2 p.p) ante su alta exposición a Argentina y un escenario que se mantiene desafiante a nivel de volúmenes y márgenes.

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
ENELCHILE	9	7	2	ENELCHILE ←
COPEC	9	9		SQM-B
ENELAM	8	8		
LTM	8	8		
CMPC	7	7		
BSANTANDER	6	8	-2	
CENCOMALLS	5	0	5	
CCU	4	6	-2	
MALLPLAZA	0	3	-3	
TOTAL	100	100		

(*) En la CAT, se excluye a Enelam a cambio de Enelchile

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.

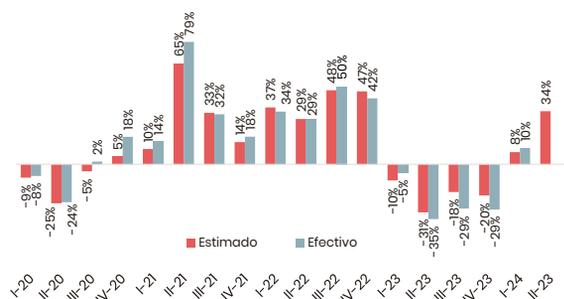
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Bancos	26	28
Eléctrico	17	11
Forestal	16	11
Commodities Mineros	14	14
Retail	10	12
Industrial	8	7
Real Estate	5	5
Consumo	4	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 jul-2024.

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



Fuente: Estudios Security

Mantenemos exposición en el sector retail. Si bien se ha visto una recuperación marcada en los segmentos más discrecionales ante una débil base de comparación, continuamos con una mayor preferencia por el segmento de supermercados, producto de una mayor resiliencia, a la vez que consideramos que la actividad del sector se mantendría contenida durante los próximos meses, de la mano del escenario macroeconómico local, contribuyendo a atenuar las presiones y mejorar gradualmente los resultados durante 2024, aunque manteniéndose rezagados con respecto a niveles históricos. En junio, el índice de ventas del comercio minorista muestra un crecimiento de 7,9% a/a (2,3% a/a en alimentos, 25,9% a/a en vestuario y 23,5% 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 y una favorable relación riesgo/retorno.

Incrementamos la exposición al sector eléctrico. En julio, la generación hídrica en Chile cayó -5% a/a (a 33% del total, -3 pp.), mientras que la energía térmica mostró una caída de -6% a/a (a 33% del total, -3 pp.), principalmente por una baja en carbón (-11% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +21% 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\$44/MWh (-26% a/a), y US\$41/MWh en el norte (-40% a/a). Para el sector, elegimos incrementar la exposición como estrategia para posicionar la cartera de manera más defensiva, aprovechando los buenos resultados de la industria que fueron impulsados por un sistema saludable. A pesar de un julio sin precipitaciones, las condiciones del sistema continúan favorables, y donde el pronóstico de lluvias para inicios de agosto ayudaría a mantener las buenas condiciones durante el mes. De esta forma, luego de la sorpresa positiva en los resultados de Enel Chile, decidimos aumentar su ponderación en 2 puntos, ya que creemos que sus resultados se mantendrían favorables. 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 márgenes.

Mantenemos excluido al sector sanitario. Para Aguas Andinas mantenemos una visión positiva, donde los buenos niveles de agua embalsada permitirían reducir fuertemente los costos de transferencias de aguas, similar a lo que fue el IT24, mostrando además de una mejora en tarifas que viene desde el 2023. Preferimos 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 se han estabilizado en China, mientras que Europa ha alcanzado nuevos máximos históricos. Los inventarios de celulosa mostraron una leve baja en junio en el mercado europeo, con niveles que se encuentran 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, esperamos que los resultados del segundo trimestre para CMPC sean impulsados por su segmento de celulosa, con precios que aumentan año contra año y con un segmento de Softys que continuaría con flujos positivos para la compañía. En el caso de COPEC, MAPA ha logrado operar de manera eficiente y ha mejorado los volúmenes de venta de la compañía, con un segmento de combustibles que ha mostrado mejores márgenes en el último tiempo. Nos mantenemos sobreponderados en el sector, dado el espacio importante de valorización que vemos para ambas acciones.

Mantenemos exposición en el sector minero. Los precios del litio estuvieron relativamente planos durante el mes de julio, posicionándose en niveles de US\$ 11.700/ton, con una demanda que no ha repuntado. Esperamos un EBITDA reportado para el segundo trimestre del año que esté impulsado por mayores volúmenes de litio exportado, pero con precios similares a los observados en el mercado internacional. También, esperamos que las ventas de yodo sean fuertes, tanto por volúmenes como precios altos. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha mostrado ciertas fluctuaciones en el último periodo, pero esperamos que la empresa reporte un 2T24 con un precio realizado de hierro en torno a US\$ 105/ton. Pese a que la situación respecto al *dumping* de acero por parte de China ha sido regulada por las autoridades de manera temporal, no esperamos que esto logre revertir los resultados negativos de la compañía para sus próximos resultados. A lo anterior, se suma la incertidumbre del mercado inmobiliario en el país asiático que continúa siendo un factor de riesgo para la CAP, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

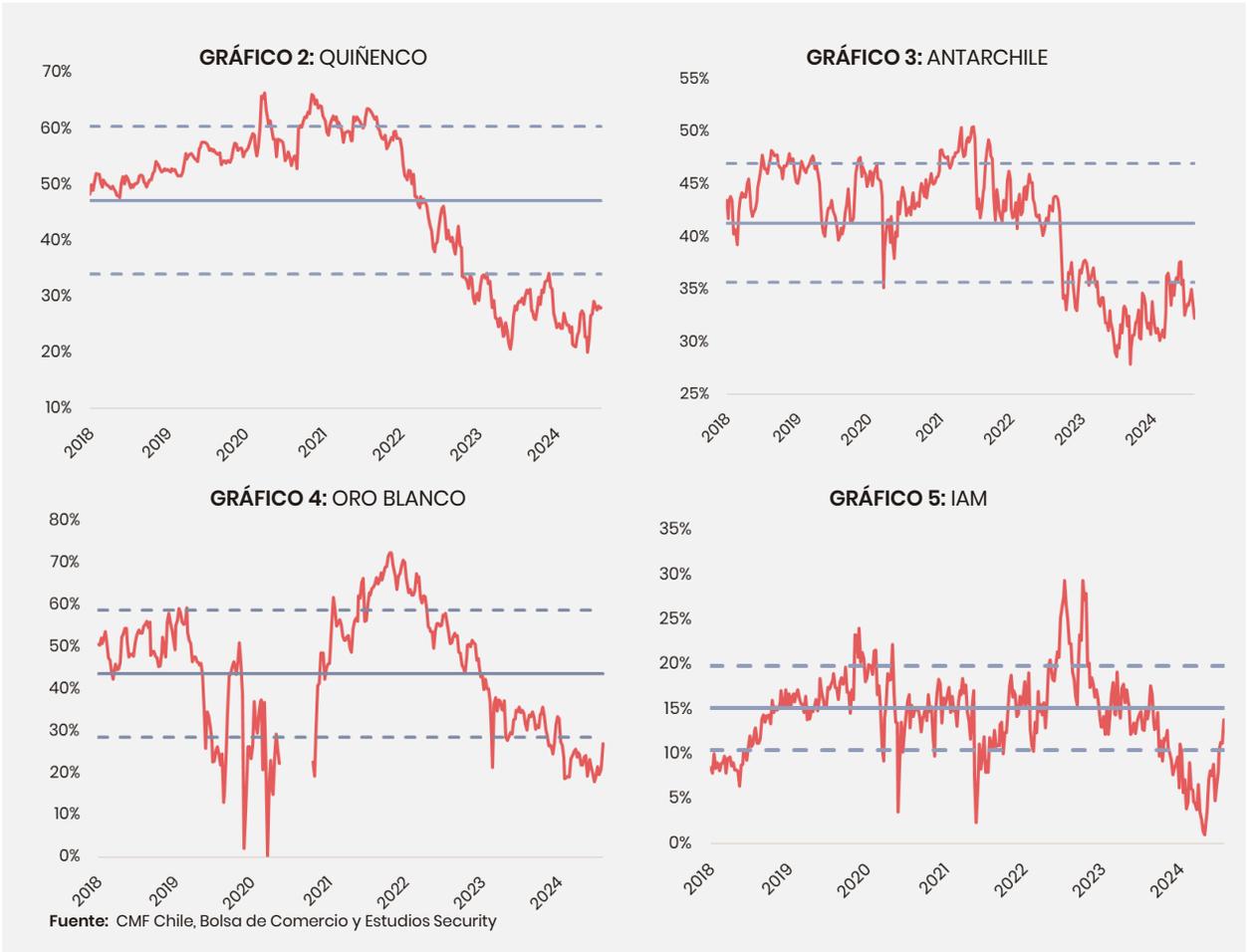
Mantenemos la exposición al sector industrial. LATAM Airlines ha mostrado un buen desempeño mensual en cuanto a tráfico, por lo que esperamos que los resultados del segundo trimestre reflejen lo anterior, con un EBITDA que crecería 23% a/a aproximadamente. Vemos espacio de valorización en la acción luego del desempeño reciente, por lo que mantenemos una sobreponderación en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras mostraron cierta estabilización a un máximo temporal explicado 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 por lo que no incluimos al papel dentro de nuestras carteras.

En consumo, reducimos 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. No obstante, a pesar de que vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en Argentina, preferimos mantener una nota de cautela ante el impacto que dichas medidas podrían tener en los resultados del sector. Particularmente en el caso de CCU, a pesar de ver una valorización atractiva, reducimos en 2 puntos la exposición en este papel por su exposición a ese país, sumándose a un escenario de apreciación del peso que podría aplazarse.

Disminuimos 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 junio la cartera morosa alcanzó 2,35%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,59 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, ante valorizaciones más ajustadas y expectativas de menor inflación que el mercado, disminuimos nuestra exposición al sector, acortando en 2 p.p la exposición en Bantander.

Aumentamos nuestra exposición en Real Estate. El carácter defensivo del sector junto con el crecimiento impulsado por la expansión de las operaciones de las empresas y la mantención en las tasas de ocupación alrededor del 96,5% entregan una visión más positiva sobre el sector, el cual también se puede ver beneficiado por la recuperación del consumo discrecional durante la segunda parte del año. Para el sector, esperamos crecimientos de Ebitda alrededor del 10% a/a para el 2T24 con un margen Ebitda en niveles del 75%, más alineados con los márgenes previos a la pandemia. Debido a valorizaciones más atractivas, la exposición a esta industria se centra en su totalidad a través de Cencomalls a cambio de Mallplaza.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Anexo: Ratios y sus fundamentos: IPSA y su Premio Histórico

En los anexos anteriores (jun-24 y jul-24), se planteó una alternativa de valorización relativa (múltiplos) usando los ratios P/U, B/L y ROE, pero desde una perspectiva fundamental, deconstruyendo los ratios a través del modelo de crecimiento de Gordon. En este anexo, intentaremos aplicar estos fundamentos hacia el IPSA para explicar de una forma más técnica la valorización relativa del índice respecto a sus niveles históricos y cómo creemos que esto se desarrollaría hacia adelante.

Como se discutió en el anexo de junio, expresar los múltiplos desde una perspectiva fundamental permite visualizar de una mejor manera cómo las diferencias en expectativas de estas variables afectan el ratio, lo que ayudaría a explicar las razones de por qué el múltiplo se transa a dicho valor. En el caso del P/U, se concluyó, usando la ecuación de Gordon, que los valores que explican el ratio son el costo de patrimonio (r), que refleja el riesgo, y la tasa de crecimiento a largo plazo (g).

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{\text{Payout}}{r - g} \quad (\text{eq.1})$$

De la misma forma, al descomponer el Bolsa Libro, el ratio se puede explicar por el valor del ROE, con una relación directa al B/L (entre más alto el ROE, mayor el Bolsa Libro), mientras el costo de patrimonio, r , con una relación inversa (entre menor sea el costo de patrimonio, menor B/L).

$$\frac{P_0}{\text{BVPS}} = \frac{\text{ROE} - g}{r - g} \quad (\text{eq.2})$$

Finalmente, el ROE se puede descomponer con un análisis Dupont, explicando su variación como efecto directo de cambios en la composición de sus factores, que se explican por la siguiente fórmula:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Ingresos}} * \frac{\text{Ingresos}}{\text{Activos Totales}_{\text{promedio}}} * \frac{\text{Activos Totales}_{\text{promedio}}}{\text{Patrimonio}_{\text{promedio}}} \quad (\text{eq.3})$$

Con esta información, veremos cómo evaluar con variables fundamentales los actuales niveles de valorización del IPSA, comparando particularmente con un escenario previo a pandemia y estadillo social. A través de la descomposición del ratio P/U, si bien se observó un aumento en el payout (tasa de pago de dividendos) en los últimos años (de ~50% a ~75% según Bloomberg), en parte relacionado a utilidades extraordinariamente elevadas y/o cargo a utilidades retenidas, a nuestro juicio se observa un efecto más relevante a nivel de denominador. Por un lado, el desarrollo de procesos constituyentes fallidos y el planteamiento aún vigente de importantes reformas económicas, sumado a ajustes regulatorios en ciertas industrias, explicarían menores expectativas de crecimiento a largo plazo respecto a lo que se proyectaba hace 5 años atrás (de 3,2% a 2,5%).

En tanto, un escenario de mayores tasas como medida de contención de inflación se sumaría a un mayor riesgo país (con un CDS pasando de 70 a 110 puntos) por los eventos antes mencionados, lo que aumentó el costo de patrimonio (r) exigido. Tomando como ejemplo algunas compañías, la tasa de descuento del patrimonio que aplicábamos a nuestros modelos de valorización pasó en 5 años de 11% a 12,8% en Falabella, de 10,4% a 11,2% en Colbún, y de 11% a 13% en Copec, alzas de 1-2 pp. Todo lo anterior sustentaría el menor P/U actual en el IPSA respecto a valores históricos (*gráfico 1*).

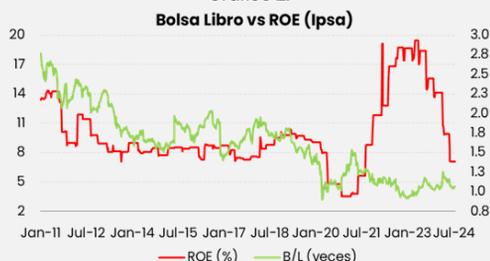
En el caso del Bolsa Libro, la caída que se muestra en el *gráfico 2* sumaría no sólo un menor crecimiento esperado (g) y un mayor costo de patrimonio (r), sino además una baja en el ROE (línea verde), mayormente explicado por el impacto en demanda de un ciclo económico adverso y un alza más estructural a nivel de costos y gastos, liderados por materias primas, tasas de interés y logística. En la descomposición del ROE, en efecto, sumamos una baja de 0,5 p.p. en el Margen Neto, de 0,03x en la Rotación de Activos, compensado en parte con un mayor apalancamiento (+0,4x), lo que se traduce en una reducción del ROE de 0,8 p.p. (a 7,9%).

Por medio de los ejemplos desglosados previamente, no sólo podemos visibilizar de mejor forma las razones que justificarían las valorizaciones actuales del IPSA, sino además dimensionar la posibilidad de que dichas variables puedan regularizarse, de modo de retornar o superar las métricas que se solían observar en este índice en términos históricos. En ese sentido, un mayor lastre en la recuperación del crecimiento, la discusión política y regulatoria en curso y una mayor presión en costos, más probablemente otros factores, nos alejaría de ese objetivo, conteniendo las perspectivas para el principal índice accionario local.

Gráfico 1.



Gráfico 2.



Fuente: CFA curriculum, Damodaran y Estudios Security

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	13,8x	15,1x	9,1x	9,3x
Andina-B	3.200	mar-24	Consumo	15,1x	14,5x	7,2x	6,8x
Antarchile	7.576	mar-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	107	ene-24	Bancario	12,2x	11,9x	-	-
Banco Santander	49	ene-24	Bancario	12,4x	9,5x	-	-
BCI	33.000	ene-24	Bancario	5,8x	5,4x	-	-
CAP	6.900	mar-24	Minero	3,2x	4,1x	3,4x	4,2x
CCU	7.000	mar-24	Consumo	19,0x	13,3x	6,8x	6,1x
Cencomalls	1.650	ene-24	Real Estate	10,9x	10,7x	10,3x	9,4x
Cencosud	2.150	mar-24	Retail	8,2x	7,0x	6,5x	6,1x
CMPC	1.810	ene-24	Forestal	8,4x	7,7x	6,1x	6,1x
Colbún	147	mar-24	Eléctrico	7,9x	8,1x	5,3x	5,4x
Concha y Toro	1.400	mar-24	Consumo	13,5x	10,7x	10,4x	8,9x
Copec	7.500	ene-24	Forestal	11,3x	11,1x	5,8x	6,5x
Enel Américas	125	mar-24	Eléctrico	3,7x	10,8x	4,5x	4,8x
Enel Chile	68	mar-24	Eléctrico	6,2x	6,2x	5,8x	5,8x
Engie Chile	1.000	mar-24	Eléctrico	8,8x	6,5x	6,5x	6,3x
Entel	3.900	abr-24	Telecom.&TI	12,7x	9,2x	4,5x	4,3x
Falabella	2.500	mar-24	Retail	32,1x	15,8x	12,3x	9,6x
IAM	843	mar-24	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10.300	ene-24	Bancario	7,5x	7,0x	-	-
Latam Airlines	16,6	mar-24	Industrial	14,9x	16,6x	4,7x	5,5x
Mallplaza	1.450	ene-24	Real Estate	10,9x	10,3x	11,1x	10,3x
Oro Blanco	7,1	mar-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.400	ene-24	Real Estate	12,5x	11,4x	14,0x	13,0x
Quiñenco	2.250	mar-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	240	mar-24	Retail	-58,5x	13,3x	31,1x	16,7x
SMU	235	mar-24	Retail	8,9x	8,2x	6,6x	6,3x
SQM-B	49.500	mar-24	Minero	9,6x	9,0x	6,6x	6,3x
Vapores	56	mar-24	Industrial	30,5x	91,6x	-	-

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 1,53% (2,35% el sistema), sobre el 1,24% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,14 veces (1,1x el sistema), 1,61 veces considerando provisiones adicionales (1,59x 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 junio, el banco registró un costo por riesgo de 1,23%, sobre un año atrás (1,13%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,66% (2,16% su historia), aumentando desde el 2,14% 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 (1,1x frente a 1,40x), aumentando a 1,37x (1,65x su historia), al considerar las provisiones adicionales. Si bien el banco ha mostrado una recuperación de resultados, apoyado en un contexto de mayor normalización de tasas. Ante perspectivas de menor inflación que el mercado, junto a una valorización más ajustada, disminuimos en 2 p.p la exposición 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: Esperamos que mayores ingresos provenientes de los segmentos de Supermercados, Tiendas por Departamento y Centros Comerciales permitan una mejora en los resultados del segundo trimestre de 2024, llevando a un crecimiento de 3,3% a/a en Ebitda aj., mientras que el margen Ebitda Aj. Mostraría una mejora de 20 p.b, relativamente plano respecto del 2T23, ante mayores presiones de sus operaciones en Argentina. 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 representa alrededor del 79% de sus ingresos a nivel consolidado. No obstante, el segmento se muestra contenido. Por otro lado, a pesar de que mantenemos una nota de cautela con relación a 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 1,39 veces a junio (frente a 1,1x el sistema), la que aumenta a 2,63 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,59x el sistema), presentando un 1,49% de cartera morosa, bajo el 2,35% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,4% frente a 3,7% 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 y perspectivas de inflación más bajas que el mercado, 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. Esperamos que en los resultados del segundo trimestre del año se vea reflejado un mejor precio de celulosa, acompañado de un segmento de Softys con una operación sólida.

COPEC: El *ramp-up* de la producción de MAPA ha sido mejor a lo esperado en nuestro análisis inicial, lo que esperaríamos que se tradujera en volúmenes de venta con un fuerte aumento año contra año, sumado a un precio de celulosa que también acompañaría este mejor desempeño. La nueva inversión en la planta de celulosa debiese mejorar los márgenes del segmento en el largo plazo. Por otro lado, el segmento de combustibles debiese continuar mostrando buenos márgenes. Esperemos que el EBITDA se duplique y una utilidad de crezca 280% en el 2T24 respecto al 2T23. Con todo, nos mantenemos sobreponderados en la acción, ante un mercado de la celulosa que ha mostrado mejoras consistentes en el último periodo, la diversificación de la compañía y el descuento que presenta la acción hoy en día.

ENELAM: Mostrando una mejora una mejora de 4% en su Ebitda del 2T24, explicado por mejoras en sus segmentos de distribución de Colombia y Argentina, la compañía entra en la parte final su proceso de simplificación corporativa al completar la venta de activos de distribución y generación 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. En este sentido, evaluamos de manera positiva su holgado perfil financiero de cara a estos nuevos desafíos.

ENELCHILE: Con resultados sorprendiendo al alza, mostrando una mejora en Ebitda de 543% a/a (a pesar de su base castigada de 2T23, los resultados siguen siendo ampliamente superiores al promedio histórico), consideramos que la compañía complementa adecuadamente sus dos negocios. Por un lado, Enel Green Power (EGPC) seguiría potenciando su desarrollo en proyectos ERNC, mientras que Enel Generación apuntaría a optimizar las fuentes de gas natural y producción hidráulica para garantizar generación de respaldo de cara a la transición energética. 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, donde la nueva Ley de Estabilización Tarifaria (PEC-3), permitiría la

actualización de las tarifas para el segundo semestre de 2025, reflejando los precios reales de PPA's (power purchase agreement), lo que se traduciría en el cese de acumulación de cuentas por cobrar. Esto implicaría una mejora en la liquidez de la compañía a medida que se completen los pagos de las cuentas acumuladas hasta esa fecha vía factoring, donde espera monetizar entre US\$400 y US\$500 millones para este año.

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 suma nueva flota con aviones modernos, lo que debiese traducirse en mayores ingresos y mejores márgenes. Por su parte, el relistamiento de su ADR en Estados Unidos debiese afectar al flujo de transacción de la acción.

CENCOMALLS: El Ebitda de la compañía registró un aumento del 14,3% a/a en el 2T2024, en línea con nuestras estimaciones e impulsado por un crecimiento de ingresos de 10,7% respecto del mismo trimestre del año anterior, provenientes de un aumento de GLA (+28.000 m² a/a), parte del plan de inversión de Cencomalls apuntando a aumentar su área bruta locataria y personalizar sus instalaciones hacia las preferencias del público, sumado al impacto de la mayor actividad económica, llevando a un aumento de visitas en 8,1% a/a y un crecimiento de las ventas de los locatarios de 7,2%. Tomamos una visión más positiva del rendimiento de la empresa en el futuro, considerando su capacidad de mantener altas tasas de ocupación y una duración promedio de sus contratos de 10 años, lo cual en conjunto con sus bajos costos de ocupación y Cap Rates Spreads sobre el resto del sector entregan expectativas más atractivas.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio en China han disminuido en el último mes, promediando US\$ 11.700/ton, lo que se explica por una demanda que aún no ha repuntado. El acuerdo entre Codelco y SQM nuevamente muestra tener ciertas consecuencias políticas, sumando un riesgo e incertidumbre a la operación de la compañía. Si embargo, los nuevos anuncios no cambian nuestra evaluación inicial respecto a este acuerdo. 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

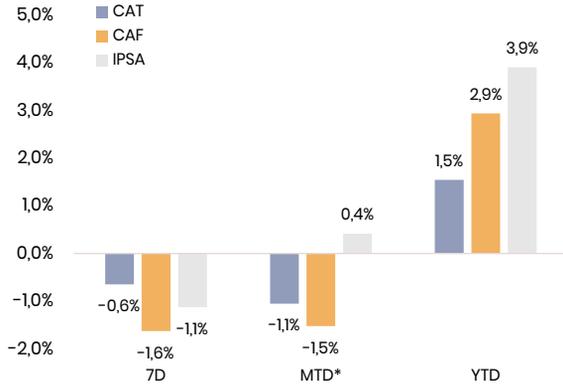
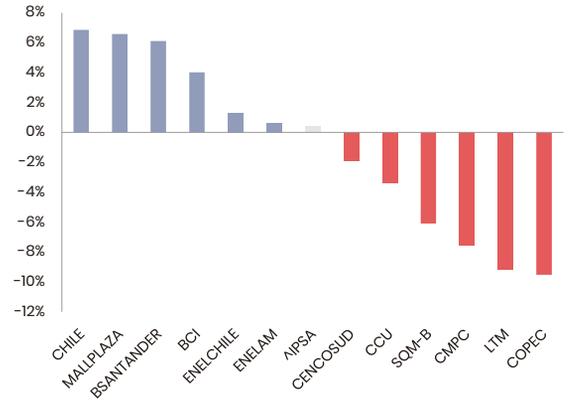


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 31 de julio 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

Juan Manuel Mira C.

Analista de Inversiones

juanmanuel.mira@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.