



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2024

## Aterrizaje suave de la economía global y recortes de tasas pavimentarán el último trimestre

El último mes se transformó finalmente en el escenario propicio para lograr una recuperación de la valorización de los activos financieros más riesgosos, incluidos los mercados emergentes. Una vez que la Reserva Federal giró su discurso hacia una preocupación más balanceada entre inflación y empleo, el mercado internalizó recortes de tasas consecutivos para las siguientes reuniones, destacando además que estima que la tasa de referencia llegue al 3%, muy en línea con las estimaciones de la propia FED para esta variable. Lo relevante de este escenario es que a pesar del pánico que se generó, los pronósticos sobre una eventual recesión en EE.UU. se han diluido de manera significativa, a lo que se han sumado cifras de inflación moderadas y que afianzan las expectativas de recortes de tasas, sin hipotecar la actividad.

Para la siguiente etapa, en la que se debieran materializar los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal y también el Banco Central, es necesario además que aumente el apetito por riesgo de los inversionistas hacia los mercados emergentes. Algo de esto hemos visto en el último tiempo, con apreciaciones de monedas, en particular del peso chileno. Esto se daría en gran medida en medio de una mayor debilidad del dólar global, pero acompañado a su vez una cierta estabilidad de los precios de materias primas. Esto requiere la ausencia de accidentes en China y una economía global que se desacelere, pero no en una magnitud relevante. En otras palabras, no descarrilarse de la especie de soft landing que se está dando en la actividad. Otro punto importante, serán las políticas económicas que aplique el nuevo gobierno en EE.UU., en particular en las tensiones fiscales, las que podrían presionar al alza las tasas de interés de más largo plazo en ese mercado. ¿Por qué importa? Porque históricamente un escenario de presión al alza en tasas ha generado incrementos en las primas por riesgo de nuestros mercados y depreciación de las monedas locales. Las tasas de interés locales han sufrido menos, pero bolsas y tipos de cambio pagan el precio de este escenario.

Con todo, agosto dejó retorno de 3% de la bolsa local (en dólares), solo superada por los índices europeos (+3,9%), y América Latina, Asia y EE.UU. algo más atrás. En moneda local, sin embargo, el IPSA rentó 0,3%, lo que fue levemente superado por el retorno de 0,5% de la Cartera Fundamental (12 acciones). La Cartera Táctica quedó por debajo, con un retorno negativo de 0,4% en el mes.

Para las recomendaciones para renta variable en el mes, realizamos ajustes acotados en la cartera accionaria Fundamental (12 acciones), a la vez que mantuvimos sin cambios la cartera Táctica (6 acciones). Así, en commodities mineros disminuimos la exposición a SQM-B en 2 p.p, neutralizando la exposición a la compañía en un contexto donde han continuado las caídas de precios en el litio. Por otro lado, aumentamos en 2 p.p la ponderación de retail, por medio de Cencosud, donde vemos espacios atractivos considerando su alta exposición a supermercados, segmento que si bien se encuentra contenido, debería continuar mostrando un buen desempeño, disminuyendo en el margen el riesgo de la cartera.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
SQM-B	12	14	-2	CENCOSUD
CENCOSUD	12	10	2	CHILE
BCI	11	11		BCI
CHILE	9	9		COPEC
ENELCHILE	9	9		ENELCHILE
COPEC	9	9		SQM-B
ENELAM	8	8		
LTM	8	8		
CMPC	7	7		
BSANTANDER	6	6		
CENCOMALLS	5	5		
CCU	4	4		
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

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.

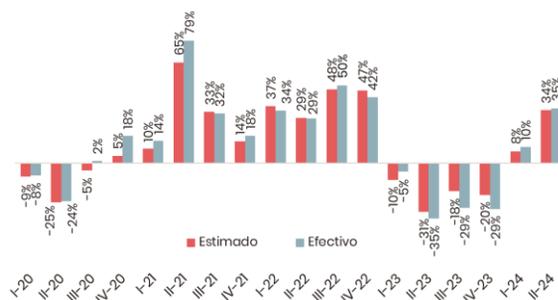
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Bancos	26	28
Eléctrico	17	11
Forestal	16	10
Commodities Mineros	12	13
Retail	12	13
Industrial	8	7
Real Estate	5	6
Consumo	4	6
Telecomunicaciones y TI	0	1
Otros	0	5
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

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

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

**Aumentamos 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 julio, el índice de ventas del comercio minorista muestra un crecimiento de 2,7% a/a (-3,7% a/a en alimentos, 3,1% a/a en vestuario y 5,1% 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, donde aumentamos 2 p.p, producto de la alta participación que posee consumo básico y una favorable relación riesgo/retorno.

**Mantenemos la exposición al sector eléctrico.** En agosto, la generación hídrica en Chile cayó -9% a/a (a 34% del total, -4 pp.), mientras que la energía térmica mostró una caída de -7% a/a (a 32% del total, -3 pp.), principalmente por una baja en carbón (-23% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +19% 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\$42/MWh (-19% a/a), y US\$42/MWh en el norte (-21% a/a). Para el sector, elegimos mantener la exposición, con posiciones sobreponderadas en Enel Chile y Enelam como estrategia para posicionar la cartera de manera más defensiva, aprovechando los buenos resultados de la industria que fueron impulsados por un sistema saludable, condiciones que se mantienen a pesar de un agosto con menores precipitaciones. Cabe mencionar que, frente a la contingencia sobre Enel Distribución, por el momento vemos una probabilidad acotada del revoque de su concesión en la Región Metropolitana. 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 un repunte 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.** Aguas Andinas presentó durante el 2T24 un Ebitda plano a/a, donde la caída en ingresos, explicada principalmente por un menor consumo, fue compensada por una baja en costos vinculada a menores gastos en transferencias de agua. Para el segundo semestre, los buenos niveles del embalse El Yeso permitirían mantener controlados dichos costos, además de menores costos de contingencia. 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 reducido tanto en China como Europa, como se habían anticipado en los futuros, pero aún se mantienen sobre los promedios históricos. Los inventarios de celulosa mostraron una leve alza en julio en el mercado europeo, manteniendo el mercado ajustado. Por el lado de las empresas locales, los resultados del segundo trimestre para CMPC fueron impulsados por su segmento de celulosa con precios que aumentaron año contra año y con un segmento de Softys, el cual continuó 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 de valorización que vemos para ambas acciones.

**Reducimos exposición en el sector minero.** Los precios del litio alcanzaron nuevos mínimos durante el mes de agosto, posicionándose en niveles de US\$ 10.350/ton, con una demanda que no ha repuntado, por lo que reducimos la exposición a SQM, neutralizando el papel respecto al IPSA. El EBITDA reportado para el segundo trimestre del año estuvo marcado por mayores volúmenes de litio exportado, pero con precios similares a los observados en el mercado internacional. En contraste, las ventas de yodo se mantuvieron fuertes, tanto por volúmenes como precios altos. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha mostrado ciertas disminuciones en el último periodo, posicionándose bajo los US\$ 100/ton. Pese a que la situación respecto al *dumping* de acero por parte de China ha sido regulada por las autoridades de manera temporal, este no logró revertir los resultados negativos de la compañía en sus últimos 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.

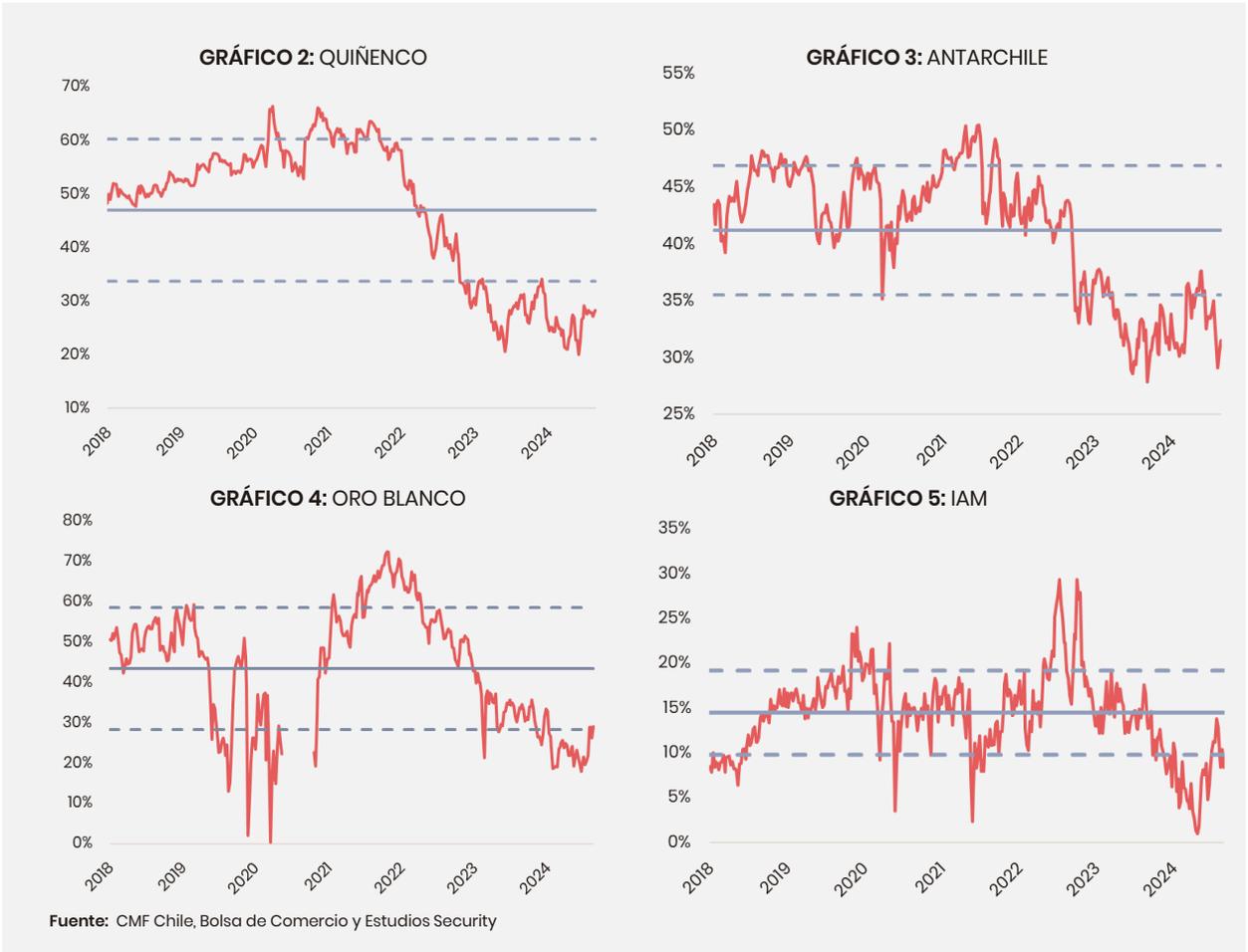
**Mantenemos la exposición al sector industrial.** LATAM Airlines ha mostrado un buen desempeño en cuanto a tráfico, lo que se reflejó en los resultados del segundo trimestre, con un EBITDAR ajustado que creció 11% a/a aproximadamente. Vemos espacio de valorización en la acción luego del desempeño reciente, por lo que mantenemos una sobreponderación en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras mostraron cierta baja después de alcanzar 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 manteniendo al papel excluido de nuestras carteras.

**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, se ha visto una menor presión en costos de materias primas, lo que debería apoyar un mejor escenario para la segunda mitad del año, llevando a 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. En el caso de CCU, a pesar de mostrar resultados presionados durante el segundo trimestre por una caída en volúmenes y márgenes más ajustados por el costo del azúcar, seguimos viendo una valorización atractiva, con un escenario de apreciación del peso hacia el segundo semestre que ayudaría a impulsar resultados.

**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 julio la cartera morosa alcanzó 2,38%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,55 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 ajustadas y expectativas de menor inflación que el mercado, mantenemos al sector subponderado.

**Mantenemos nuestra exposición en real estate.** El sector mostró buenos resultados durante el segundo trimestre con crecimientos de Ebitda alrededor del 18% a/a, en línea con nuestras estimaciones y el consenso de mercado. La industria mostró un buen desempeño en la incorporación de nuevos activos, con incorporaciones sumando casi 169.000 m<sup>2</sup> de GLA año a año en el 2T2024 (+3,7% a/a) y una tasa de ocupación de 96,2% en la industria. La recuperación de la actividad económica puede seguir beneficiando los resultados del sector durante el segundo semestre incidiendo en los ingresos variables de las compañías, tanto en las ventas de los locatarios como en las visitas a centros comerciales, aumentando la actividad en el sector. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencomalls, debido a valorizaciones más atractivas.

## Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



## Anexo: Ratios y sus fundamentos: IPSA vs. Comparables

En el anexo anterior ([ago-24](#)), se analizó la valorización del IPSA desde una perspectiva fundamental, permitiendo explicar las diferencias en valorización del índice con respecto a sus niveles históricos y la validez del escenario actual para justificar recientes ajustes. En este anexo se realizará una comparación relativa del IPSA con respecto a índices comparables de la región, argumentando las variaciones de los ratios a través de cambios en sus fundamentales respecto a un periodo pre pandemia.

Anteriormente revisamos cómo al descomponer el Bolsa Libro (B/L), su valor tiene una relación directa con el ROE (entre más alto el ROE, mayor el bolsa libro), y una relación inversa con el costo de patrimonio,  $K_p$ , (entre menor el costo de patrimonio, menor el B/L), o de manera análoga evaluando la diferencia entre ambos valores. Mientras, el ROE se puede descomponer con un análisis Dupont, explicando su variación como efecto directo de cambios en la composición de sus factores como margen neto, rotación de activos y apalancamiento financiero. Con esto en mente, consideramos la siguiente relación:

$$\frac{P}{U} = \frac{B/L}{ROE_{eq.1}}$$

Considerando como base de análisis el ratio Precio/Utilidad (P/U), y tomando como referencia datos observados a fines de 2018 versus información actual, vemos que las bolsas de Chile (IPSA), Brasil (Bovespa) y Colombia (Colcap) presentan ajustes relevantes en sus valorizaciones. No así el caso de México (Mexbol) que se presenta más estable.

Tabla 1

	P/U Implícito	B/L	ROE	Costo Patrimonio Implícito ( $K_p$ )	Diferencia (ROE - $K_p$ )
<b>2018</b>					
Ipsa	17.3	1.7	9.8%	7.4%	2.4%
Bovespa	19.6	1.9	9.5%	5.9%	3.6%
Mexbol	16.2	1.9	11.9%	7.2%	4.6%
Colcap	13.0	1.2	9.0%	8.1%	0.9%
<b>YTD</b>					
Ipsa	13.1	1.1	8.2%	7.8%	0.4%
Bovespa	10.9	1.5	14.2%	9.9%	4.3%
Mexbol	15.1	1.9	12.8%	7.6%	5.2%
Colcap	5.0	0.8	15.9%	19.1%	-3.2%

El caso de Chile, si bien presenta una reducción de 1,6 p.p. en su ROE, el ajuste en su B/L es más agresivo, acercándose a 1,0x, explicando el menor P/U. En la descomposición que señalábamos en el párrafo anterior, esto se argumentaría en una caída en el diferencial entre ROE y costo de patrimonio (bajando el primero y subiendo el segundo), esto es, las compañías están registrando una menor rentabilidad y además se les está exigiendo una mayor tasa de descuento, efectos que justificarían sus menores valorizaciones. Siguiendo la idea de lo desarrollado para Chile, Colombia (que también muestra ajustes en B/L, pero en mayor medida en P/U) cuenta con movimientos dispares entre B/L y ROE, donde el último

sube fuertemente hasta ~16%, implicando utilidades sobresalientes respecto a su historia, pero dado que su índice se ha mantenido relativamente estable, traen consigo un P/U reducido (~5,0x) y, en consecuencia, un costo de capital implícito elevado, y donde el aumento en ROE vendría de la mejora en su margen neto (Utilidad/Ingresos) pero también de un mayor apalancamiento, visto como Activos/Patrimonio (ver tabla 2).

Tabla 2

	Utilidad/Ingresos (Margen Neto)	Ingresos/Activos (Productividad)	Activos/Patrimonio (Apalancamiento)	Dupont ROE
<b>2018</b>				
Ipsa	7.5%	0.3	4.3	9.8%
Bovespa	9.2%	0.2	4.7	9.5%
Mexbol	8.3%	0.3	4.3	11.9%
Colcap	7.3%	0.3	4.1	9.0%
<b>YTD</b>				
Ipsa	7.9%	0.2	4.7	8.2%
Bovespa	9.7%	0.3	5.0	14.2%
Mexbol	7.9%	0.4	3.8	12.8%
Colcap	12.8%	0.2	6.0	15.9%

En tanto, en el caso de Brasil se observa una fuerte reducción en su P/U, arrastrando un aumento en utilidades anormalmente mayor a su historia en los últimos años. Su mayor ROE se infiere de una mejora en la eficiencia de sus activos (rotación: Ingresos/Activos) y un mayor apalancamiento financiero.

Por medio de estos ejemplos desglosados, podemos visualizar de una mejor manera cómo la apreciación/deterioro de fundamentales afectarían el valor relativo de estos índices. En el caso del IPSA, su B/L alcanzaba niveles sobre 1,7 veces en 2018, que a esa fecha implicaba un 2% de premio respecto al promedio de sus pares (que pudo ser incluso mayor más allá de la muestra, ratio o ponderación considerados). Actualmente, se transa con un descuento de ~25% respecto a la misma muestra, lo que se argumentaría, reuniendo todas las descomposiciones de indicadores desarrollada acá, en una baja en el retorno al accionista, consecuencia de una menor productividad de sus activos, acompañado de mayor endeudamiento, y una mayor tasa de descuento a las empresas por mayor percepción de riesgo. De hecho, esto también se ha traducido en menores expectativas de crecimiento.

¿Cuál sería entonces el principal desafío para estos índices? A nuestro juicio, siendo mercados altamente dependientes del sector commodities que se benefició de precios extraordinarios en el último periodo, está en manos del resto de las industrias sostener expectativas de crecimiento en utilidades atractivas en los próximos años. En Colombia, por ejemplo, esto pareciera que aún no se absorbe a nivel de valorización, mientras que en Brasil y Chile se perciben perspectivas más limitadas de retorno ante los avances que ya han presentado los niveles de sus índices, y en el caso particular de Chile con proyecciones más contenidas en sectores ligados a consumo interno.

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	340	ago-24	Sanitario	11,9x	14,2x	9,1x	9,4x
Andina-B	3.300	ago-24	Consumo	14,0x	13,3x	6,9x	6,5x
Antarchile	8.150	ago-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	115	ago-24	Bancario	10,2x	12,1x	-	-
Banco Santander	47	ago-24	Bancario	12,0x	10,2x	-	-
BCI	30.500	ago-24	Bancario	5,5x	5,4x	-	-
CAP	8.100	ago-24	Minero	6,1x	6,8x	4,7x	5,2x
CCU	6.600	ago-24	Consumo	30,6x	16,1x	7,9x	6,8x
Cencomalls	1.750	ago-24	Real Estate	11,6x	11,4x	11,0x	10,0x
Cencosud	2.300	ago-24	Retail	9,6x	8,1x	6,8x	6,6x
CMPC	1.990	ago-24	Forestal	6,3x	6,2x	6,0x	5,9x
Colbún	150	ago-24	Eléctrico	10,6x	8,3x	6,3x	6,4x
Concha y Toro	1.250	ago-24	Consumo	12,6x	10,5x	9,8x	8,7x
Copec	8.000	ago-24	Forestal	10,2x	13,9x	6,0x	7,1x
Enel Américas	120	ago-24	Eléctrico	4,4x	11,8x	3,9x	4,1x
Enel Chile	67	ago-24	Eléctrico	8,6x	9,3x	6,2x	6,2x
Engie Chile	1.050	ago-24	Eléctrico	4,3x	4,6x	6,4x	6,2x
Falabella	2.500	ago-24	Retail	27,1x	17,2x	11,4x	9,7x
IAM	833	ago-24	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10.800	ago-24	Bancario	6,5x	6,8x	-	-
Latam Airlines	16,8	ago-24	Industrial	12,9x	15,3x	5,1x	5,6x
Mallplaza	1.650	ago-24	Real Estate	12,2x	9,6x	11,5x	9,0x
Oro Blanco	6,5	ago-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.550	ago-24	Real Estate	10,7x	9,4x	13,9x	12,9x
Quiñenco	2.600	ago-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	340	ago-24	Retail	53,5x	11,3x	23,0x	15,1x
SMU	235	ago-24	Retail	9,9x	7,7x	7,3x	6,4x
SQM-B	45.000	ago-24	Minero	-	9,1x	8,1x	7,1x
Vapores	69	ago-24	Industrial	19,1x	98,9x	-	-

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. A la vez, registra una cartera morosa de 1,57% (2,38% el sistema), sobre el 1,27% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,1 veces (1,09x el sistema), 1,56 veces considerando provisiones adicionales (1,55x el sistema). Por otro lado, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈32% de las colocaciones), mercado donde vemos mejores perspectivas frente a otros estados. Si bien vemos una mayor presión en el costo por riesgo producto de los menores niveles de cobertura, destacamos una valorización atractiva, manteniendo nuestra exposición a la compañía, ubicándonos sobreponderados en el papel.

**BSANTANDER:** A julio, el banco registró un costo por riesgo de 1,29%, sobre un año atrás (1,15%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,96% (2,16% su historia), aumentando desde el 2,15% 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 (1x frente a 1,4x), aumentando a 1,25x (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, expectativas de un crecimiento en colocaciones contenido y niveles de cobertura más ajustados, ubicamos al banco levemente subponderado.

**CCU:** La compañía presentó un ajuste de 17,8% a/a en Ebitda durante el segundo trimestre, bajo nuestras estimaciones, explicado principalmente por una caída en volúmenes (-12,7% a/a) y menores márgenes afectados por un precio del azúcar que se mantiene elevado, contrarrestando las mejoras en precios de aluminio, malta y PET. A pesar de esto, 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:** Si bien la compañía registró una caída de 2,7% a/a en Ebitda durante el 2T24, por debajo de nuestras estimaciones, ante una mayor presión en márgenes a la esperada. 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 80% 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, ante una valorización atractiva, aumentamos en 2 p.p la exposición a la compañía.

**CHILE:** Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,38 veces a julio (frente a 1,09x el sistema), la que aumenta a 2,61 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,55x el sistema), presentando un 1,49% de cartera morosa, bajo el 2,38% 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 la industria. 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 de su producción de celulosa en Brasil, al igual que el de su negocio de Softys con la inclusión de MABE en México, ha generado buenas perspectivas sobre los flujos de la compañía. 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 ha demorado en entrar en máxima capacidad por las intensas lluvias en ese país. Por otra parte, la compra de Carta Fabril en Brasil y Grupo P.I. Mabe en México se han integrado de manera total a la operación de la empresa, por lo que esperamos que la empresa se enfoque en genera sinergias en un futuro. Los resultados del segundo trimestre del año reflejaron un mejor precio de celulosa y un EBITDA del segmento que crece +61% a/a, al igual que mejores márgenes por una reducción de costos que acompañaron al aumento de las ventas.

**COPEC:** Los resultados del segundo trimestre del 2024 mostraron el rápido ascenso en la producción de MAPA lo que generó un aumento en volúmenes de venta +20% año contra año, sumado a un precio de celulosa que también crecieron. La nueva inversión en la planta de celulosa debiese mejorar los márgenes del segmento en el largo plazo. Sin embargo, el segmento de paneles continúa con una menor actividad, lo que ha opacado el mejor desempeño de la celulosa. Por otro lado, el segmento de combustibles ha mostrado buenos márgenes y volúmenes. Con todo, nos mantenemos sobreponderados en la acción, dada la diversificación de la compañía y el descuento que presenta la acción hoy en día, pese a que las volatilidades del sector de celulosa.

**ENELAM:** 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:** 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.

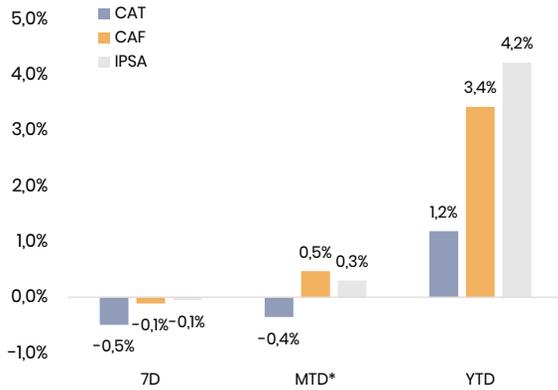
**LTM:** Hemos visto una mejora operacional que se ha reflejado en aumentos de EBITDA en el último año. Los RPKs de la compañía han alcanzado niveles que superan a los observados previo a la pandemia, especialmente en Brasil y los países de habla hispana, con un espacio de recuperación en el tránsito 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, el relistamiento de su ADR en Estados Unidos debiese afectar al flujo de transacción de la acción. Por último, vemos un espacio atractivo de valorización para la acción.

**CENCOMALLS:** La empresa cuenta con las tasas de ocupación más altas del sector, alcanzando el 98% de ocupación, además atractivos niveles en sus costos de ocupación, el cual se encuentra alrededor del 8,2%. Por su parte, el cap rate de la compañía alcanza el 8,9%, a la vez que destacamos su plan de inversión en GLA y alta personalización de sus instalaciones para adaptarse a las preferencias del mercado, dando positivas expectativas sobre el crecimiento de la compañía.

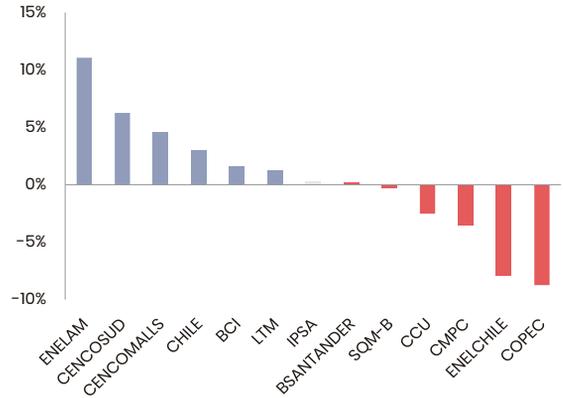
**SQM-B:** Los precios de carbonato de litio en China han disminuido en el último mes, alcanzando los US\$ 10.350/ton, lo que se explica por un sobre stock del producto por parte de los clientes. El acuerdo con Codelco continúa siendo un factor de riesgo latente para la acción, generando ahora una disputa con uno de sus principales accionistas. 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 segundo trimestre del 2024. Este escenario complejo para el mercado del litio y para la compañía en su conjunto nos lleva a reducir la exposición en el papel en dos puntos porcentuales.

## Desempeño Carteras Accionarias Security

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

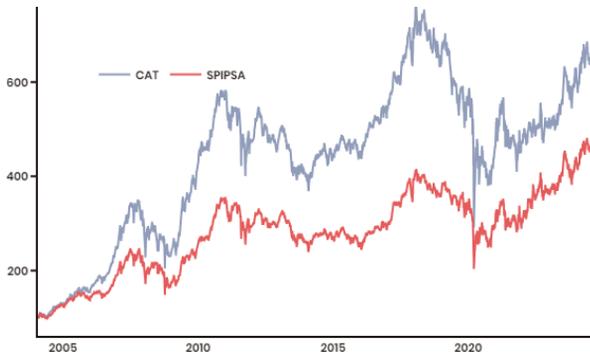


**GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA\***



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