



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2025

## Mercados en tensión: Reserva Federal recorta tasas, pero no convence

El cierre del año estuvo marcado por un incremento relevante de las tasas de interés globales y locales, nominales y reales, en medio de la decisión de la Reserva Federal y el Banco Central en Chile de recortar la tasa de política monetaria en sus respectivas economías. Si bien estos recortes no sorprendieron al mercado, que estaba bastante inclinado a esa opción, el mensaje que entregaron las autoridades sobre los siguientes pasos de la política monetaria generó dudas e incertidumbre en los agentes, lo que llevó a expectativas de mucha mayor cautela por parte de los bancos centrales, al menos para el primer semestre del año. En otras palabras, pasamos del entusiasmo por recortes de tasas muy abultados (cerca de un punto porcentual en EE.UU. y acá en Chile esperado para 2025) a escenarios donde las tasas de referencia podrían ser recortadas en solo 50 puntos base, hacia la mitad del año, con riesgo incluso de que no se den ajustes a la tasa en todo el año.

Si bien hay razones similares en la difícil convergencia que está mostrando la inflación en ambos países, que lleva a que las estimaciones de tasa "adecuada" para esta parte del ciclo sean más altas que las previas, los ciclos de actividad son bastante más disímiles. En EE.UU. la actividad sigue en buen pie, el mercado laboral ha moderado solo parcialmente su dinamismo y los registros de crecimiento se mantienen en la parte alta de las estimaciones de PIB de tendencia. En Chile, en cambio, la actividad si bien se mantiene cerca de su potencial, muestra volatilidad y algunos flancos preocupantes como la debilidad de la inversión. Estos matices podrían apoyar cierta divergencia entre la conducción de política monetaria entre nuestra economía y EE.UU. Sin embargo, las presiones sobre el tipo de cambio jugarán un rol crucial en su traspaso a la inflación local, y el espacio que esto deje al Banco Central para ser algo más activo en el relajamiento monetario. Con todo, nuestro escenario base asume que ni la FED ni el Banco Central apoyarán con más que 2 recortes de 25 puntos base a los mercados en 2025.

Lo más importante, no obstante, es la reacción que tuvieron los mercados a los mensajes de política monetaria mirando más adelante. Las tasas a mediano plazo se estacionaron en niveles casi 1 punto porcentual por sobre lo que se estimó en medio del mayor entusiasmo, lo que ha generado dos impactos de primer orden: un dólar global que podría quedarse en niveles casi 8% más apreciado (con el consiguiente efecto negativo sobre los precios de materias primas y los tipos de cambio en la región) y, una presión sobre los mercados bursátiles que tienen tensión tanto por las elevadas valorizaciones como por el salto en las tasas de interés soberanas. Si bien diciembre fue un mes muy complejo para la renta fija en todas las monedas y plazos, las perspectivas de los inversionistas parecen ajustarse más cautamente para los activos bursátiles, lo que va de la mano con pensar que, si bien las tasas de interés podrían quedarse "altas por un tiempo más largo", algo que ya vivimos en 2024, las apuestas buscarían refugio en bonos más que en acciones.

Con todo, las bolsas que mejor debieran desempeñarse estarían impulsadas por fundamentos sólidos (EE.UU.) o bien por valorizaciones con suficiente espacio para recuperarse (Chile), a pesar del viento en contra que recibirían de una renta fija que comienza 2025 con retornos bastante alto, algo no muy distinto a lo vivido a mediados de 2024.

Con todo, diciembre dejó un retorno de 0% de la bolsa local (en dólares), por sobre América Latina (-7%), EE.UU. (-3%) y Europa (-2%), en línea con Asia Emergente. De esta forma, la bolsa local anotó un retorno negativo de -9% en el año, por sobre América Latina (-30%), pero bajo las alzas de 23% y 10% en EE.UU y Asia Emergente, respectivamente. En moneda local, el IPSA rentó 2% en el mes, lo que fue superado por el retorno de 2,1% de la Cartera Fundamental y 2,8% de la Cartera Táctica (6 acciones).

Para las recomendaciones para renta variable en el mes, realizamos ajustes en la cartera accionaria Fundamental (12 acciones) y en la cartera Táctica (6 acciones). Así, para la cartera accionaria Fundamental, en el sector bancario, disminuimos la exposición a BCI en 4 p.p, producto de una mayor cautela con respecto al gasto en provisiones y ante una valorización más ajustada, subponderando el papel, a la vez que aumentamos nuestra exposición a Banco de Chile (+3 p.p) y Banco Santander (+3 p.p), donde vemos una mejor relación riesgo/retorno. Por otro lado, ajustamos la exposición a Cencosud (-2 p.p), ante perspectivas contenidas en el consumo local. En la cartera Táctica, incorporamos a Banco Santander, reemplazando a BCI en la cartera.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
<b>CHILE</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	CENCOSUD
SQM-B	10	10		CHILE
<b>CENCOSUD</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>-2</b>	<b>SANTANDER</b> ←
ENELCHILE	9	9		CMPC
<b>BSANTANDER</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	ENELCHILE
CMPC	9	9		SQM-B
CCU	8	8		
COPEC	7	7		
CENCOMALLS	7	7		
ENELAM	6	6		
LTM	6	6		
<b>BCI</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>-4</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

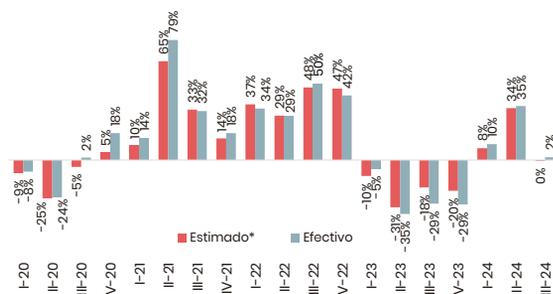
1. La columna "Δ ptos" refleja los ajustes en ponderación con respecto a la cartera del mes anterior.
2. La Cartera Accionaria Fundamental (CAF) resulta de conciliar dos aspectos: una selección de acciones basada en la mejor relación visión estratégica (largo plazo); y la minimización de los desvíos 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	28	27
Forestal	16	9
Eléctrico	15	11
Commodities Mineros	10	14
Retail	10	14
Consumo	8	6
Real Estate	7	6
Industrial	6	8
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 dic-2024.

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

**Disminuimos exposición en el sector retail.** Esperamos crecimientos más acotados en los segmentos discretos ante una base de comparación más normalizada, manteniendo 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. En noviembre, el índice de ventas del comercio minorista muestra un crecimiento de 5,7% a/a (4,9% a/a en alimentos, 12,7% a/a en vestuario y 5,5% a/a en productos electrónicos). Por otro lado, en el segmento del retail financiero, se mantiene un acotado crecimiento en colocaciones, a la vez que esperamos un alza en el costo por riesgo hacia 2025. Disminuimos en 2 p.p nuestra exposición en Cencosud, producto de una valorización más ajustada, aunque manteniéndonos sobre ponderados en la compañía y valorando la alta participación que posee consumo básico.

**Mantenemos exposición al sector eléctrico.** En diciembre, la generación hídrica en Chile cayó -7% a/a (a 34% del total, -4 pp.), al igual que la energía térmica (a 20% del total, -4 pp.), que presentó una subida en gas natural (+19% a/a), junto a una caída en carbón de -19% a/a. En tanto, las ERNC registraron un incremento del +13% a/a. Con relación a los costos marginales, el promedio en la zona central marcó US\$46/MWh (+14% a/a), y US\$49/MWh en la zona norte (+4% a/a). Para el sector, decidimos mantener la exposición, con posiciones sobreponderadas en Enel Chile y Enelam. En el caso de Enel Chile, al considerar los buenos resultados presentados, que seguirían siendo impulsados por un sistema saludable y un nivel de energía embalsada 11% superior al promedio 2003-2012, que se encontraría respaldado hasta fines del primer trimestre del próximo año por un favorable escenario de deshielos. Para Enelam, mantenemos la posición ante una mejora en la perspectiva de precios de energía en Colombia, donde, a pesar del retraso del Fenómeno de La Niña, este permitiría un repunte en resultados en el segmento de generación debido a una mejora en la hidrología del país, permitiendo de esta manera un alivio en los márgenes.

**Mantenemos excluido al sector sanitario.** Con las buenas condiciones del embalse El Yeso que ha dejado el buen año hidrológico, una temporada de deshielos que se ha desarrollado de manera favorable, y la mejora estructural que implica el alza del +5% en tarifas del proceso de revisión tarifaria de 2025-2030 (que además incluye proyectos que permitirían aumentar las tarifas en 7,4% para este periodo), seguimos viendo con buenos ojos a la compañía. Sin embargo, preferimos no incluirla 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 mostrado mayor estabilidad en el último mes, con variaciones únicamente en fibra corta en Europa. Sin embargo, los futuros indican aumentos en los precios de las fibras en China, alzas que se observarían durante gran parte del 2025. Por el lado de las empresas locales, CMPC debiese internalizar los precios del cierre de año con cierto rezago y ver volúmenes de exportaciones que incluyan la operación de BioCMPC en Brasil. En el caso de Copec, MAPA ha logrado operar de manera eficiente y ha mejorado los volúmenes de venta de celulosa de la compañía, lo cual se vio reflejado en sus resultados del tercer trimestre, acompañado de un segmento de combustibles que mostró mejores márgenes. Ante valorizaciones atractivas y expectativas de mejores precios de celulosa, mantenemos nuestra exposición al sector.

**Mantenemos la exposición en el sector minero.** Los precios de carbonato de litio en China no han experimentado grandes movimientos en el último mes, promediando US\$ 10.100/ton, con una demanda que se mantiene contenida. El Ebitda reportado durante el tercer trimestre estuvo marcado por volúmenes de litio exportado que crecieron año contra año, pero con precios menores a los observados en el mercado internacional, al igual que un margen que disminuyó fuertemente con costos mayores a los esperados, tendencia que esperamos se mantenga en reportes futuros. En contraste, las ventas de yodo se mantendrían fuertes, tanto por volúmenes como precios altos, explicado por un mercado de alta demanda y de poca oferta. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% se mantuvo plano durante el mes, fluctuando en torno a los US\$ 100/ton. El panorama del sector de construcción en China continúa incierto, pese a anuncios de estímulos de parte del gobierno, con inventarios de hierro en China que continúan altos e importaciones de acero que han disminuido fuertemente en las últimas semanas. Debido a lo anterior y a que CAP vio afectada su producción de hierro para el cuarto trimestre del 2024 por complicaciones en la mina Los Colorados, mantenemos al papel fuera de nuestras carteras.

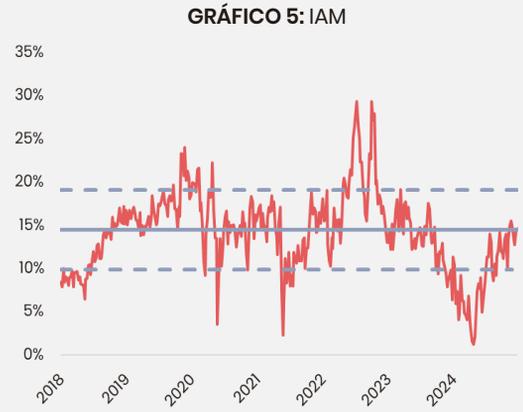
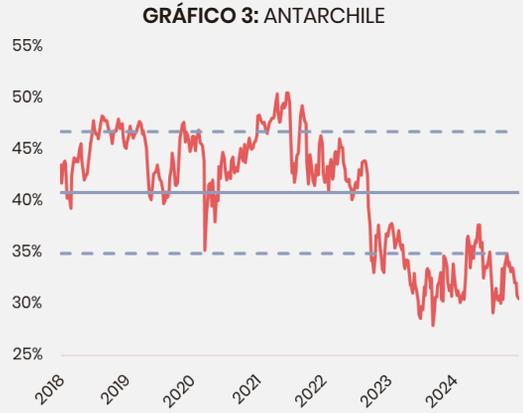
**Mantenemos la exposición al sector industrial.** LATAM Airlines ha mostrado un buen desempeño en cuanto a tráfico, con cifras de RPK que crecieron año contra año en el mes de noviembre nuevamente. El Ebitda reportado en el 3T24 reflejó una demanda saludable y buenos márgenes para la compañía. Mantenemos nuestra ponderación en el papel, posicionándonos neutrales respecto al IPSA. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras mostraron alzas en ciertas rutas por una posible huelga en puertos de Estados Unidos, sin embargo, mantenemos al papel excluido de nuestras carteras, prefiriendo otros sectores dada la valorización más ajustada.

**En consumo, mantenemos nuestra exposición.** Destacamos la característica defensiva del sector, lo que 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 2025, llevando a algunas mejoras en márgenes de las operaciones en Chile. A pesar de que el consumo se mantiene presionado en Argentina, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en ese país. Mantenemos nuestra exposición en CCU, producto de una mejora en las perspectivas de sus operaciones en Argentina, expectativas de menores presiones en materias primas y una valorización atractiva, a pesar de que efectos cambiarios podrían mantener los resultados contenidos más tiempo al esperado.

**Aumentamos exposición al sector bancario.** Si bien consideramos que el sector mantendría niveles de rentabilidad atractivos, creemos que algunos riesgos se mantienen latentes, como un crecimiento en colocaciones que seguiría contenido junto a una menor inflación durante 2025, mientras que los indicadores de calidad de cartera se ven más estables en el corto plazo, donde a noviembre la cartera morosa alcanzó 2,39%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,52 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (bajo el 1,63x registrado previo a la crisis sanitaria). En ese sentido, vemos presiones en los resultados durante 2025 ante una menor inflación y luego de los ajustes en los niveles de cobertura, lo que impulsaría el gasto en provisiones. Con todo, ante perspectivas de resultados de corto plazo favorables junto a un mayor atractivo frente a otros sectores, ajustamos nuestras exposiciones reduciendo 4 p.p en BCI, dando un mayor espacio a Banco de Chile (+3 p.p) y B Santander (+3 p.p), dejando levemente sobreponderado al sector.

**Mantenemos nuestra exposición en real estate.** El sector presentó buenos resultados durante los primeros 9 meses de 2024, con crecimientos de 14,4% en ingresos y 14,5% en Ebitda, junto con aumentos de GLA de 129.000 m<sup>2</sup> (+2,9% en 2024). Además, las valorizaciones del sector se han mostrado resilientes frente a los aumentos de tasas de interés en Chile, sin pasar por correcciones muy severas, mientras que esperamos que la recuperación del consumo favorezca las cifras de visitas a centros comerciales y los resultados de las compañías durante el cuarto trimestre. Debido a valorizaciones más atractivas, tomamos la exposición al sector a través de Cencomalls, papel en el cual mantenemos la sobreponderación.

## Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio 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	12.8x	15.4x	9.5x	9.9x
Andina-B	3,300	ago-24	Consumo	14.6x	13.8x	7.2x	6.8x
Antarchile	8,150	ago-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	115	ago-24	Bancario	9.9x	11.9x	-	-
Banco Santander	47	ago-24	Bancario	12.1x	10.3x	-	-
BCI	30,500	ago-24	Bancario	5.5x	5.3x	-	-
CAP	8,100	ago-24	Minero	5.3x	5.9x	4.3x	4.7x
CCU	6,600	ago-24	Consumo	34.7x	18.2x	8.7x	7.5x
Cencomalls	1,750	ago-24	Real Estate	11.7x	11.0x	10.7x	9.7x
Cencosud	2,300	ago-24	Retail	11.4x	9.6x	7.3x	7.0x
CMPC	1,990	ago-24	Forestal	5.8x	5.7x	5.4x	5.3x
Colbún	150	ago-24	Eléctrico	9.9x	7.7x	5.6x	5.6x
Concha y Toro	1,250	ago-24	Consumo	12.1x	10.1x	9.3x	8.2x
Copec	8,000	ago-24	Forestal	9.6x	13.0x	5.1x	6.0x
Enel Américas	120	ago-24	Eléctrico	3.6x	9.7x	3.5x	3.7x
Enel Chile	67	ago-24	Eléctrico	10.0x	10.8x	6.6x	6.5x
Engie Chile	1,050	ago-24	Eléctrico	4.1x	4.4x	6.0x	5.8x
Falabella	2,500	ago-24	Retail	29.5x	18.7x	11.7x	9.9x
IAM	833	ago-24	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10,800	ago-24	Bancario	6.1x	6.5x	-	-
Latam Airlines	16.8	ago-24	Industrial	13.9x	16.4x	5.0x	5.5x
Mallplaza	1,650	ago-24	Real Estate	13.2x	10.4x	11.2x	8.8x
Oro Blanco	6.5	ago-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,550	ago-24	Real Estate	12.0x	9.9x	13.2x	11.9x
Quiñenco	2,600	ago-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	340	ago-24	Retail	53.2x	11.2x	22.9x	15.0x
SMU	235	ago-24	Retail	11.0x	8.5x	7.7x	6.7x
SQM-B	45,000	ago-24	Minero	-	8.6x	7.5x	6.6x
Vapores	69	ago-24	Industrial	18.2x	93.7x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

## Acciones Recomendadas: Fundamentos

**BCI:** Por un lado, consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de una calidad de cartera que se muestra presionada y un crecimiento en colocaciones contenido. A la vez, el banco registra una cartera morosa de 1,6% (2,39% el sistema), sobre el 1,34% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,07 veces (1,07x el sistema), 1,42 veces (1,75x su historia) considerando provisiones adicionales (1,52x el sistema). Por otro lado, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈32% de las colocaciones), mercado donde han mejorado las perspectivas. Vemos una mayor presión en el costo por riesgo producto de niveles de cobertura más ajustados, por lo que ante espacios acotados de valorización, decidimos disminuir en 4 p.p nuestra exposición, ubicándonos subponderados en el papel.

**BSANTANDER:** A noviembre, el banco registró un costo por riesgo de 1,29%, sobre un año atrás (1,19%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,76% (2,16% su historia), aumentando desde el 2,46% 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 (1,07x frente a 1,4x), aumentando a 1,33x (1,65x su historia), al considerar las provisiones adicionales. Si bien mantenemos perspectivas de una menor inflación durante 2025 junto a expectativas de un crecimiento en colocaciones contenido, vemos un panorama favorable en sus resultados de corto plazo, a la vez que el banco ha logrado una recuperación de resultados. Consideramos que persisten espacios de valorización, aumentando en 3 p.p nuestra exposición, quedando sobreponderados con respecto al IPSA.

**CCU:** Luego de la sorpresa positiva en sus resultados del 3T24, donde la compañía registró una baja de -18,4% a/a en Ebitda, explicado principalmente por menores márgenes afectados por alzas en los precios de materias primas y una depreciación del peso, junto con una caída de 5,5% en volúmenes (orgánico), esperamos mejoras graduales hacia adelante, ante expectativas de una apreciación del peso y un mejor escenario en el precio de los commodities, lo que impulsaría sus resultados durante 2025, junto a espacios de mejora en sus márgenes en Chile hacia el largo plazo. Por su parte, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en Argentina y un mayor optimismo ante las últimas sorpresas positivas económicas en ese país. Con todo, mantenemos la exposición en el sector y concentramos la exposición únicamente por medio de este papel.

**CENCOSUD:** Si bien la compañía mostró una caída de -4,9% en Ebitda durante el 3T24, bajo nuestras estimaciones, ante mayores presiones en márgenes a las esperadas. Mantenemos una visión favorable a la diversificación geográfica de la compañía junto 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 el consumo se mantiene presionado en Argentina, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en ese país. En definitiva, ante presiones en sus resultados de corto plazo y una valorización más ajustada en el margen, decidimos reducir en 2 p.p la exposición a la compañía, manteniéndonos sobre ponderados.

**CHILE:** Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,42 veces a noviembre (frente a 1,07x el sistema), la que aumenta a 2,67 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,52x el sistema), presentando un 1,46% de cartera morosa, bajo el 2,39% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,6% frente a 3,8% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. Hacia adelante, consideramos que se mantendría mostrando un ROE por sobre la industria. En este escenario, producto de mayores espacios de valorización y perspectivas favorables en sus resultados hacia los primeros meses de 2025, aumentamos en 3 p.p nuestra exposición, posicionándonos sobreponderados en la compañía.

**CMPC:** El plan de crecimiento de 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 añadió 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 retomado una operación normal después de haber demorado en alcanzar su máxima capacidad de producción por las intensas lluvias en ese país. Por otra parte, la compra de Carta Fabril y Falcom en Brasil, al igual que Grupo P.I. Mabe en México, han sido adquisiciones que buscan expandir su negocio de Softys, buscando nuevas sinergias y mayores volúmenes de productos con márgenes atractivos. Los resultados del tercer trimestre del año reflejaron un mejor precio de celulosa y un EBITDA del segmento que aumentó 192% a/a. Por último, los inventarios de celulosa en Europa y China han mostrado disminuciones, por lo que podríamos ver un impulso en precios en el corto/mediano plazo.

**COPEC:** En nuestro informe de exportaciones vimos que los volúmenes exportados de celulosa para octubre continuaron fuertes, pero con una disminución en precio similar a las que habíamos observado en el mercado internacional. La inversión de MAPA debiese mejorar los márgenes del segmento en el largo plazo, junto con la entrada de nueva capacidad en Brasil (Sucuriú) hacia fines de 2027 (3,5 mm de toneladas anuales). Sin embargo, el segmento de paneles continúa con una menor actividad, lo que ha opacado el mejor desempeño de la celulosa. Por su parte, el segmento de combustibles ha mostrado buenos márgenes y volúmenes. Nos mantenemos sobreponderados en la acción, considerando el espacio de valorización que existe para la acción.

**ENELAM:** Con la salida de Perú, la compañía entra en su etapa final en su proceso de simplificación corporativa para enfocar sus esfuerzos en Colombia y Brasil, con el objetivo de lograr una transición energética para el 2026. En términos de estrategia, Enelam planea invertir US\$ 7,5 billones en Capex para los próximos tres años, donde el 66% estaría destinado a Brasil, 23% a Colombia, y 10% a Argentina, siendo distribución el foco principal de la estrategia, con 82% del Capex total destinado a este segmento, apuntando a marcos regulatorios rentables y reducir pérdidas de energía. Cabe destacar que los dividendos a pagar en los próximos tres años alcanzarían US\$1,8 billones, 3,5x más que en los últimos tres años, explicado parcialmente por la venta de activos en Perú. De esta manera, la compañía estaría a la espera de la resolución de las revisiones regulatorias en 2025 para Colombia y Argentina antes de tomar decisiones de inversión y política de dividendos. De no encontrar oportunidades adecuadas, la empresa repartiría dichas remuneraciones a los inversionistas.

**ENELCHILE:** Consideramos que la compañía complementa adecuadamente sus dos negocios. Por un lado, Enel Green Power (EGPC) seguiría potenciando su desarrollo en proyectos ERNC, ampliando su foco en baterías al asignar el 27% de los US\$1,8 billones en Capex de los próximos tres años en el desarrollo de esta tecnología. Gracias a esto, Enel Generación apuntaría a reducir su exposición al spot minimizando las compras en horas no solares para optimizar costos, apoyándose además en fuentes de gas natural y producción hidráulica para garantizar generación de respaldo de cara a la transición energética. En tanto, el segmento de distribución seguiría brindándole estabilidad al negocio, donde la nueva Ley de Estabilización Tarifaria 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. Cabe destacar, con respecto a la contingencia sobre Enel Distribución, que por el momento vemos una probabilidad acotada de la revocación de su concesión en la Región Metropolitana.

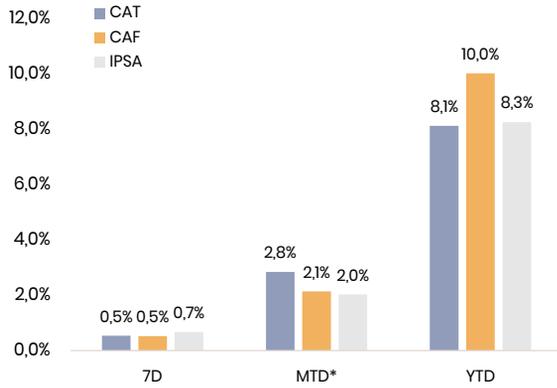
**LTM:** Hemos visto una mejora operacional que se ha reflejado en aumentos de EBITDA en el último año, con la empresa mejorando su guidance de EBITDAR para el 2024 y el 2025. Los RPKs de la compañía han alcanzado niveles por sobre a los observados previo a la pandemia, especialmente en Brasil y los países de habla hispana, con un espacio de recuperación en el tránsito internacional, con cifras de tráfico en noviembre que muestran un crecimiento de RPK de +11% a/a. Por otro lado, esperamos un aumento en su capacidad a medida que la empresa sume nueva flota, lo que se debiese traducir en mayores ingresos y mejores márgenes. Por su parte, el relistamiento de su ADR en Estados Unidos debería aumentar la liquidez del papel, pero podría existir cierta volatilidad por la salida de acreedores del papel.

**CENCOMALLS:** Durante los primeros 9 meses del año, la compañía registró una mejora de 9,6% en ingresos y 11,4% en Ebitda frente al mismo período en 2023, manteniendo su liderazgo en tasas de ocupación con un 98,4%. Por su parte, el Cap Rate Spread contra BCP de Cencomalls se encuentra en 3,83% mientras que destacamos la capacidad de la compañía de reconvertir espacios de arriendo para incrementar el ingreso por metro cuadrado y el flujo de visitas de sus centros comerciales, además de las buenas perspectivas de crecimiento con un plan de inversión que contempla un aumento de 330.000 m2 (+24%) de GLA para 2027, destacando los proyectos de San Juan de Lurigancho (107.000 m2, Perú) y Vitacura (75.000 m2, Chile).

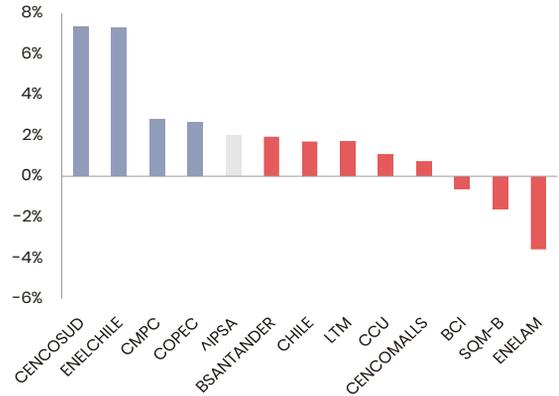
**SQM-B:** Los precios de carbonato de litio en China se mantuvieron planos en el último mes, tranzando cercano a los US\$ 10.100/ton. Las perspectivas se han tornado más negativas para el sector, con una demanda por autos eléctricos que continúa débil. Por otra parte, el acuerdo con Codelco continúa siendo un factor de riesgo latente para la acción, manteniendo 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 tercer trimestre del 2024. Con todo, mantenemos nuestra ponderación en el papel.

## Desempeño Carteras Accionarias Security

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



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



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 2 y el 30 de diciembre 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*

**Josefina Koljatic S.**

Analista de Inversiones

*josefina.koljatic@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*

**Juan Ignacio Vicencio F.**

Analista de Inversiones

*juan.vicencio@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.