



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2025

Activos locales respiran aliviados ¿por cuánto tiempo?

Desde que Trump logró tomar la punta previo a las elecciones de noviembre en EE.UU., pasando por el rotundo triunfo del Partido Republicano en la composición del Congreso, y la posterior seguidilla de órdenes ejecutivas y anuncios en materia económica, migratoria y de política internacional, los mercados no habían tenido respiro.

Los activos de renta fija, variable y tipos de cambio de la región habían estado altamente presionados por un par de meses, por factores locales (que nunca faltan en los últimos años), pero principalmente por lo turbulento que se ve el escenario global para nuestras economías, varias muy ligadas a commodities, expuestas al ciclo económico en China y permeables a las decisiones de política económica en EE.UU. (monetaria y fiscal). Pero la segunda mitad de enero ha traído una recuperación, desde niveles muy castigados claro está, pero que ha reanimado a los mercados financieros locales.

Uno podría tener la tentación de asignar la apreciación del peso chileno cercana a 2% de las últimas semanas al logró de un acuerdo y aprobación de la reforma de pensiones (sin duda un paso importante a largo plazo), pero para una dinámica de más corto plazo, hay que considerar también que el real brasilero se ha apreciado 4%, y el peso mexicano algo más atrás se ha mantenido estable. Lo mismo ocurre con las bolsas. Chile y Brasil anotaron un salto cercano a 7%, mientras que México se recupera en torno a 4%, en las últimas dos semanas.

Con todo, seguimos en un escenario de estrés para los mercados, donde el shock de tasas de interés originado en EE.UU., ante la solidez de su actividad económica y una inflación que se resiste a ceder más rápido, ha generado las reacciones esperables: depreciación de monedas, ajustes en activos riesgosos (aunque con casi nulo aumento en spread corporativos por ahora) y aumentos en tasas libre de riesgo cortas y largas. No se debe dejar de lado la cautela y el foco sobre las medidas que vayan surgiendo desde la nueva administración en EE.UU.

¿No importan entonces los factores locales para la dinámica de los activos chilenos a mediano plazo? Sin duda que son relevantes, en particular cuando se piensa en las perspectivas de larguísimo plazo que se consideran en las valorizaciones fundamentales de las compañías y sectores. Avanzar sin cambios dramáticos en el sistema con esta reforma de pensiones, muy lejos de los primeros elementos planteados sobre el tema, es un nudo que se resuelve para bien. Faltan muchos otros nudos para retornar hacia las valorizaciones históricas del mercado bursátil, pero es un avance.

De acuerdo con nuestras estimaciones y valorizaciones de las principales compañías, publicadas en "[Visión 2025: Un año de consolidación del consumo](#)" para el IPSA, el espacio de crecimiento para el índice aún se empina cercano a 8% para el año, a pesar del extraordinario retorno de 7,3% del último mes. Un target cercano a 7.800 puntos, no obstante, aún nos deja con un ratio precio/utilidad en torno a 11,5x, por debajo de los promedios históricos. De los destacados para el año, esperamos un mejor desempeño en el sector eléctrico con operaciones fuera de Chile, un mayor GLA en real estate y una mejora en retail y consumo, lo que impulsaría los resultados.

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 forestal, disminuimos en 5 p.p la exposición al sector, luego de la exclusión de CMPC y el aumento de 4 p.p en COPEC, donde mantenemos una visión de valorizaciones atractivas a la vez que se ha visto una mejora en los precios de la celulosa, dando espacio a Aguas-A (+5 p.p), donde vemos una temporada de deshielos favorable y un buen proceso de ajuste tarifario. Por su parte, en consumo, excluimos a CCU e incorporamos a Concha y Toro, ante una valorización más atractiva, junto a buenas expectativas de resultados. En la cartera Táctica, incorporamos a COPEC, reemplazando a CMPC en la cartera.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ pts.	CAT
CHILE	15	15		CENCOSUD
COPEC	11	7	4	CHILE
SQM-B	10	10		SANTANDER
CENCOSUD	10	10		COPEC ←
ENELCHILE	9	9		ENELCHILE
BSANTANDER	9	9		SQM-B
CONCHATORO	8	0	8	
CENCOMALLS	7	7		
ENELAM	6	6		
LTM	6	6		
AGUAS-A	5	0	5	
BCI	4	4		
CCU	0	8	-8	
CMPC	0	9	-9	
TOTAL	100	100		

1. La columna "Δ pts." 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.

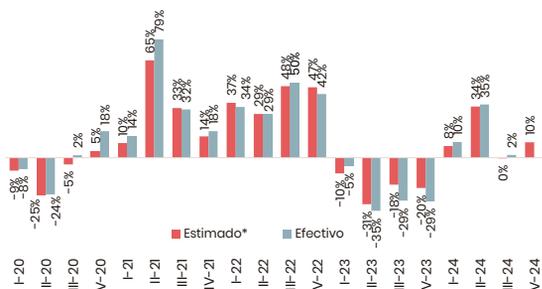
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Bancos	28	27
Eléctrico	15	10
Forestal	11	10
Commodities Mineros	10	13
Retail	10	14
Consumo	8	5
Real Estate	7	6
Industrial	6	8
Otros	5	5
Telecomunicaciones y TI	0	1
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a ene-2025.

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



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Mantenemos exposición en el sector retail. Hacia 2025, esperamos crecimientos más acotados en los segmentos discrecionales ante una base de comparación normalizada, lo que llevaría a un crecimiento de 8,5% a/a en Ebitda para el año, 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 vería contenida durante los próximos meses, de la mano del escenario macroeconómico local. En diciembre, el índice de ventas del comercio minorista muestra un crecimiento de 5,8% a/a (-3,1% a/a en alimentos, 9% a/a en vestuario y 11,5% a/a en productos electrónicos). Por otro lado, en el segmento del retail financiero, se ve un mayor dinamismo en el crecimiento en colocaciones, a la vez que esperamos un alza en el costo por riesgo hacia 2025. Mantenemos nuestra exposición en Cencosud, valorando la alta participación que posee consumo básico y ante mejores perspectivas en Argentina.

Mantenemos exposición al sector eléctrico. En enero, la generación hídrica cayó -15% a/a, mientras que la energía térmica subió 1% a/a y la ERNC un +8% a/a. El promedio de los costos marginales marcó US\$41/MWh (+1% a/a) para la zona centro y US\$40/MWh para la zona norte (-4% a/a). Para el 2025, a nivel local esperamos que los resultados del primer trimestre traigan efectos favorables gracias a la temporada de deshielos, situación que podría extenderse hacia la mitad de año con la retirada del fenómeno de La Niña. Además, prevemos que los costos marginales se mantengan en niveles estables, debido en parte a la gran cantidad de energía renovable que ha ingresado al sistema. A nivel internacional, seguimos mirando con cautela la situación hídrica de Colombia, donde la sequía, que se ha prolongado más de lo esperado, debiera mostrar mejoras en 2025. Dicho esto, para el año esperamos una mejora en Ebitda de 9% a/a, explicada principalmente por la mejora en resultados de Enlam. Por esto, 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 buenos niveles de energía embalsada. Para Enelam, mantenemos la posición ante una mejora en la perspectiva de precios de energía en Colombia, lo que permitiría un repunte en resultados en el segmento de generación.

Incluimos 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), mantenemos una visión positiva de la compañía hacia adelante. Para el 2025 esperamos una mejora en el Ebitda de 9% a/a impulsada por la mejora en tarifas. De esta manera, decidimos incluir la compañía en la cartera con una exposición de 5 puntos, posición sobreponderada con respecto al IPSA.

Ajustamos exposición a sector forestal. Los precios de celulosa han mostrado un leve repunte en los principales mercados para ambas fibras. Los futuros indican aumentos en los precios, con mayor magnitud en el caso de la fibra corta tanto en Europa como en China, alzas que se observarían durante gran parte del 2025. Según nuestros datos de exportaciones podríamos ver a Copec que logra internalizar buenos precios de celulosa y volúmenes, MAPA ha logrado operar de manera eficiente y ha mejorado los volúmenes de venta de celulosa de la compañía, lo cual esperamos que se observen en los resultados del cuarto trimestre, acompañado de cierta recuperación en el negocio de paneles y un segmento de combustibles que mostró mejores márgenes. Tomamos la decisión de exponernos al sector a través de este papel, sobre ponderando la acción en nuestras carteras y ubicándonos levemente sobre ponderados en el 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\$ 9.950/ton, con una demanda que se mantiene contenida. Esperamos que el Ebitda reportado durante el cuarto trimestre esté marcado por volúmenes de litio exportado que crecerían año contra año, pero con precios menores a los observados en el mercado internacional, al igual que un margen ajustado por mayores costos, 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 diciembre nuevamente. El Ebitda reportado en el 4T24 reflejó una demanda saludable y buenos márgenes para la compañía dado un precio del combustible que disminuyó durante el periodo. Esperamos un 2025 en dónde la empresa consolide los márgenes observados hasta el momento, con un crecimiento moderado en EBITDA para el año de +4%. Mantenemos nuestra ponderación en el papel, posicionándonos neutrales respecto al IPSA. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras debiesen mostrar una baja a medida que la situación en el Mar Rojo se normalice y dado que la huelga en puertos de Estados Unidos no perduró. Debido a lo anterior, 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, particularmente en el azúcar, 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. Por su parte, el segmento de vinos continuaría mostrando una recuperación de márgenes ante mayores eficiencias. Con todo esperamos un crecimiento de 10,5% a/a en Ebitda para el sector durante el año. Excluimos a CCU e incorporamos a Concha y Toro en la CAF, producto de una valorización más atractiva en el margen y ante positivas perspectivas de resultados para el año.

Mantenemos 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, aunque continúan mostrando un mayor deterioro, donde a diciembre la cartera morosa alcanzó 2,44%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,47 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 (-3,5% a/a en utilidad) ante una menor inflación y luego de los ajustes en los niveles de cobertura, lo que impulsaría el gasto en provisiones. Con todo, si bien las perspectivas de resultados para los primeros 2 meses del año continúan favorables, mantenemos sin cambios al sector, levemente sobre ponderado.

Mantenemos nuestra exposición en real estate. El sector demostró un buen desempeño durante 2024, donde esperamos que en el último trimestre presente un crecimiento de Ebitda de 21% a/a, derivado principalmente de un aumento de GLA de 16,5% a/a por la introducción de nuevos activos. Además, las tasas de ocupación de las compañías se encuentran en niveles históricamente altos cerca de 97%, lo cual ante un mejor dinamismo en el consumo, apoyaría el crecimiento en las visitas a centros comerciales y la parte variable de los ingresos. Esto, junto con los distintos planes de expansión de las empresas, nos entregan expectativas favorables para el sector durante 2025, estimando aumentos de 15,6% en Ebitda y 15,9% en ingresos. Debido a valorizaciones más atractivas, tomamos la exposición al sector a través de Cencomalls, papel en el cual mantenemos la sobre ponderación.

Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding

GRÁFICO 2: QUIÑENCO



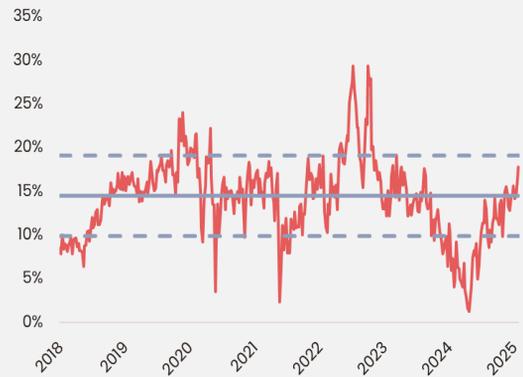
GRÁFICO 3: ANTARCHILE



GRÁFICO 4: ORO BLANCO



GRÁFICO 5: IAM



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Informe Sectorial	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)		2025e	2026e	2025e	2026e
Aguas-A	380	Sanitario	13,6x	12,5x	9,8x	9,0x
Andina-B	3.550	Consumo	13,0x	12,2x	7,3x	7,1x
Banco de Chile	129	Bancario	11,2x	11,3x	-	-
Banco Santander	54	Bancario	10,9x	10,4x	-	-
BCI	31.500	Bancario	8,5x	8,0x	-	-
CAP	6.700	Minero	6,2x	9,2x	6,5x	4,9x
CCU	6.750	Consumo	20,1x	13,7x	9,2x	7,6x
Cencomalls	2.000	Real Estate	11,4x	10,4x	10,8x	9,9x
Cencosud	2.950	Retail	11,2x	10,3x	8,1x	7,5x
Concha y Toro	1.400	Consumo	9,5x	9,0x	8,9x	7,9x
Enel Américas	120	Eléctrico	7,1x	6,2x	3,9x	3,4x
Enel Chile	70	Eléctrico	7,5x	6,4x	5,0x	5,3x
Engie Chile	1.150	Eléctrico	7,5x	5,8x	6,6x	6,6x
Falabella	2.700	Retail	20,7x	16,5x	11,3x	10,3x
IAM	873	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	11.700	Bancario	6,4x	6,3x	-	-
Latam Airlines	18,1	Industrial	10,8x	8,4x	4,9x	4,7x
Mallplaza	2.050	Real Estate	12,0x	11,1x	12,3x	9,8x
Oro Blanco	6,1	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.790	Real Estate	10,3x	9,1x	13,1x	11,8x
Quiñenco	2.755	Holding	-	-	-	-
Ripley	296	Retail	12,0x	8,7x	15,5x	16,3x
SMU	210	Retail	11,5x	9,0x	8,9x	7,7x
SQM-B	44.700	Minero	-	9,4x	10,1x	8,2x
Vapores	58	Industrial	42,7x	53,1x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security, informe ene-25

Acciones Recomendadas: Fundamentos

AGUAS-A: A causa de una situación climática que se ha traducido en escenarios hídricos más secos y un aumento en los eventos de turbiedad, Aguas Andinas ha enfrentado una mayor presión en su estructura de costos en los últimos años. De esta manera, para el 4T24 esperamos que la compañía muestre una leve mejora del 0,3% anual. Sin embargo, con la conclusión del reciente proceso tarifario 2025-2030, que estableció un aumento del 5% en las tarifas, además de confirmar una cartera de proyectos que permitirá incrementarlas en un 7,4% adicional durante el periodo, la empresa podría no sólo asegurar de mejor manera la autonomía y continuidad en el suministro, sino también mejorar su margen Ebitda. Dicho esto, para el 2025 esperamos una mejora en Ebitda de 9%, con su respectivo margen subiendo 1 p.p., el cual creemos que se estabilizaría entorno a 53% en el largo plazo.

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 1,59% (2,44% el sistema), sobre el 1,33% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,04 veces (1,03x el sistema), 1,34 veces (1,75x su historia) considerando provisiones adicionales (1,47x el sistema). Por otro lado, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈33% de las colocaciones), mercado donde han mejorado las perspectivas. Vemos una mayor presión en el costo por riesgo producto de los niveles de cobertura más ajustados, lo que junto a la menor inflación esperada para 2025, llevaría a un ajuste en utilidad de 3,9% a/a durante el año. Con todo, nos mantenemos levemente subponderados en el papel.

BSANTANDER: A diciembre, el banco registró un costo por riesgo de 1,29%, sobre un año atrás (1,2%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 3,18% (2,16% su historia), aumentando desde el 2,27% 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 (0,93x frente a 1,4x), aumentando a 1,15x (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 crecimiento en resultados para 2025 (2% a/a), de la mano de una recuperación en el MIN ante una base de comparación débil durante los primeros meses del año y una mejora en el margen para el gasto en provisiones. Consideramos que persisten espacios de valorización, manteniéndonos sobre ponderados con respecto al IPSA.

CENCOSUD: Si bien esperamos un ajuste de -11,1% a/a en Ebitda durante el 4T24, como consecuencia de presiones en los márgenes de sus operaciones en Argentina y Brasil. 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 con presiones de márgenes y volúmenes en Argentina, vemos favorablemente el avance de las reformas económicas en ese país. En definitiva, si bien esperamos algunas presiones en sus resultados de corto plazo, decidimos continuar sobre ponderados, canalizando la exposición al sector.

CHILE: Mantenemos una visión favorable con relación a su calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,4 veces a diciembre (frente a 1,03x el sistema), la que aumenta a 2,65 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,47x el sistema), presentando un 1,44% de cartera morosa, bajo el 2,44% 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, si bien esperamos una contracción de resultados durante 2025, producto de una menor inflación y una baja en tesorería, consideramos que se mantendría mostrando un ROE por sobre la industria. En este escenario, mantenemos nuestra exposición, posicionándonos sobre ponderados en la compañía.

CONCHATORO: Esperamos que la compañía presente una mejora de 25,6% a/a en Ebitda durante el 4T24, impulsado por una canasta de monedas favorable y una recuperación de margen bruto (95 p.b) y margen GAV (94 p.b), mientras que los volúmenes se mantendrían contenidos (1,1% a/a). Para 2025, esperamos que la viña continúe mostrando una recuperación de márgenes (100 p.b), de la mano de mejoras en eficiencias y un mejor escenario por el lado de los costos, llevando a un alza de 12,7% durante el año, mientras que los volúmenes mostrarían un crecimiento acotado (2,9% a/a). En definitiva, si bien la industria vitivinícola global muestra una demanda débil, vemos una valorización atractiva en un entorno de recuperación de resultados, incorporándola en la CAF, ubicándonos sobre ponderados.

COPEC: En nuestro informe de exportaciones vimos que los volúmenes exportados de celulosa para noviembre continuaron fuertes, con un leve aumento en precio mes contra mes. 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). Por otro lado, en diciembre se observó un repunte en el inicio de nuevas viviendas en Estados Unidos, lo que podría generar beneficios para el segmento de paneles. 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: A pesar que los resultados del 4T24 mostrarían una leve caída del -1,6% anual a causa efectos de moneda y de la situación hídrica en Colombia, para el 2025 esperamos un incremento en su margen Ebitda de 4p.p., explicado principalmente por una recuperación en resultados del segmento de generación en Colombia, lo que permitiría aliviar la presión en costos ocasionada por la sequía de la región. 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.

ENEL CHILE: A pesar de mostrar una caída en generación hidro de -4% a/a, con respecto al 4T23, la línea de costos se vería beneficiada por una fuerte caída en generación térmica, permitiéndole a la compañía mostrar una ligera mejora en Ebitda de 0,7% a/a. Para 2025, esperamos que los resultados del primer trimestre se vean impulsados por la temporada de deshielos y, hacia más adelante, la retirada del fenómeno de La Niña le permitirá a la Enel continuar con los buenos resultados, pero mostrando una pequeña contracción en márgenes de 2p.p para el año, producto de una alta base comparativa. Dicho esto, 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, y Enel Generación que apuntaría a reducir su exposición al spot, minimizando las compras en horas no solares para optimizar costos. En tanto, el segmento de distribución seguiría brindándole estabilidad al negocio, donde la nueva Ley

permitiría la actualización de las tarifas para el segundo semestre de 2025, reflejando los precios reales de PPA (power purchase agreement), lo que se traduciría en el cese de acumulación de cuentas por cobrar.

LTM: Hemos visto una mejora operacional que generó un aumento de EBITDA en el 2024 de más de +20% comparado con el 2023, con la empresa mejorando su guidance de EBITDAR para 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, enfocándose ahora en rentabilizar sus negocios y crecer en las rutas de mayor valor. Por otro lado, esperamos un aumento en su capacidad a medida que la empresa sume nueva flota para 2025, pero de manera más moderada que años anteriores, lo que se debiese traducir en mayores ingresos, lo que debiese generar un aumento en el EBITDA para el 2025 de +4% en EBITDA. De la misma forma, precios de combustibles bajos, como los que hemos observado en el último tiempo, impulsarían sus márgenes durante el año. Por otra parte, el relistamiento de su ADR no ha generado a volatilidad en el precio de la acción por la salida de acreedores del papel como se esperaba en su minuto.

CENCOMALLS: La compañía presenta altos márgenes operacionales y tasas de ocupación sobre el resto del sector, con un 98,3% en sus últimos resultados. Esperamos que Cencomalls mantenga sus buenos resultados durante el último trimestre de 2024, aumentando su Ebitda en 16,3% gracias al mejor dinamismo del consumo, junto con sus altos márgenes y la incorporación de 27.000 m2 de GLA. También, mantenemos de las buenas perspectivas de crecimiento en base a sus buenos resultados operacionales y su 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), los cuales nos llevan a estimar un crecimiento de ingresos de 9,1% para 2025, con un margen Ebitda de 90%, en línea con su desempeño histórico, y aumentos de Ebitda de 8,8% para este año.

SQM-B: Los precios de carbonato de litio en China se mantuvieron planos en el último mes, tronzando cercano a los US\$ 10.000/ton. Las perspectivas de crecimiento para el sector se han moderado, con una demanda por autos eléctricos que continúa débil e inventarios de litio elevados. A lo anterior, se suma que las tarifas y restricciones impuestas por Estados Unidos puedan afectar a las ventas de vehículos eléctricos. En cuanto a Nutrientes Vegetales de Especialidad, esperamos que normalice sus ingresos a medida que se ajusta la demanda. El segmento de yodo continúa con ventas a precios elevados, lo que debiese ser reflejado en los resultados del 4T24. Esperamos que el trimestre presente una caída del -16% a/a en su EBITDA, explicado principalmente por la caída en los precios del litio. De Con todo, mantenemos nuestra sub ponderación en el papel dado el riesgo que presenta el sector.

Desempeño Carteras Accionarias Security

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

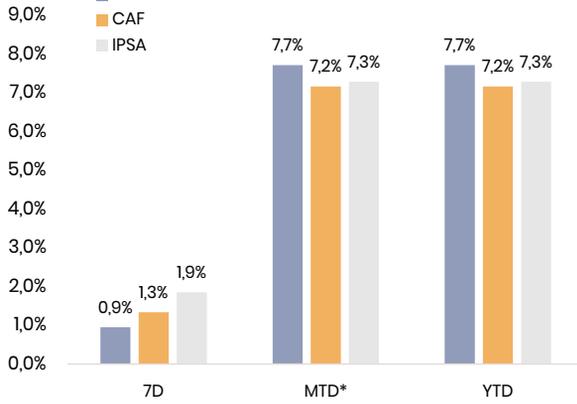
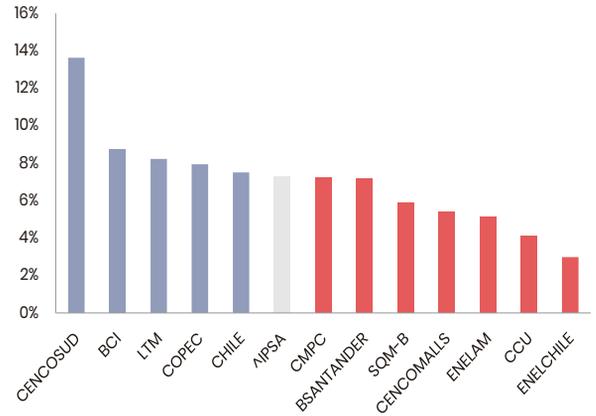


GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 2 y el 31 de enero de 2025.

GRÁFICO 8: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA (6 ACCIONES)**

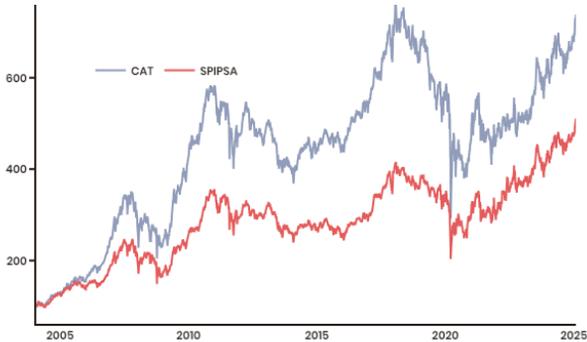


GRÁFICO 9: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



** 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.