



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2019

## Antecedentes

- Durante el período de vigencia de las CAS\* el IPSA cayó un 2,4% lo que se exacerbó con una fuerte depreciación del peso que se tradujo en un retorno de -7% para el la bolsa medida en dólares. En este contexto, las carteras Táctica y Fundamental, registraron un desempeño inferior respecto al benchmark (la CAT con un retorno de -4,8% y CAF de -4,6%).
- A nivel global, en las últimas semanas se han manifestado algunos de los riesgos que creíamos podían aparecer, destacando una Fed menos expansiva de lo que incorporan los precios de mercado y el resurgimiento de las tensiones entre EE.UU. y China. Esto nos lleva a mantener la cautela debido a que no esperamos que se resuelvan pronto, lo que mantendría un ambiente positivo, pero sujeto a episodios de mayor volatilidad.
- En el panorama local, las cifras de actividad de junio nuevamente decepcionaron, ratificando la tónica de debilidad de los meses anteriores. Hacia el segundo

semestre, nuevos impulsos monetarios por parte del Banco Central apoyarían la recuperación de la actividad y de las utilidades de las compañías más expuestas a demanda interna.

▪ En términos de valuaciones, la bolsa local mantiene múltiplos muy por debajo de sus niveles históricos ya por varios meses. Buena parte de esto se explica por el debilitamiento de las expectativas de resultados. En efecto, menores precios de *commodities* junto con fuerte actividad promocional en *retail* y pérdidas no recurrentes asociadas al plan de descarbonización llevarían a las utilidades del IPSA a una corrección de un 15% en el año.

▪ **Con todo, mantenemos un balance de riesgos moderados en nuestra cartera accionaria. Si bien las valorizaciones actuales parecen atractivas en una perspectiva de largo plazo, la debilidad de los resultados podría mantener la presión en el corto plazo.**

## Cartera Accionaria Táctica:

CAP	Mallplaza
Bsantander	SMU
Enelam	SQM-B

\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

## Descomposición por Sector:

Sector	CAF
	Ponderación %
Eléctrico	26%
Forestal	9%
Bancos	12%
<i>Commodities</i> Mineros	20%
Industrial	5%
<i>Retail</i>	28%
Consumo	0%
Telecomunicaciones y TI	0%
Construcción	0%
Otros	0%

## Cartera Accionaria Fundamental:

Enelam	13%	Mallplaza	8%
Bsantander	12%	SMU	8%
SQM-B	10%	Cencoshopp	7%
CAP	10%	Colbún	5%
COPEC	9%	Falabella	5%
EnelChile	8%	LTM	5%

\*Rendimientos de las CAT, CAF y del IPSA calculados en base al período de vigencia, entre el 2 de julio y el cierre del 2 de agosto de 2019.

Los rendimientos de las Carteras Accionarias Security son calculados diariamente por el Departamento de Estudios en base a las ponderaciones publicadas en este informe y considerando el precio de cierre diario informado por la Bolsa de Comercio de Santiago. No incluyen otro tipo de variables que podrían modificar los resultados para el inversionista, como costos administrativos, comisiones u otras que podrían estar involucradas en transacciones con intermediarios financieros. Por esto, los rendimientos informados pueden no necesariamente coincidir con los que obtendría un inversionista individual al replicar estas carteras.

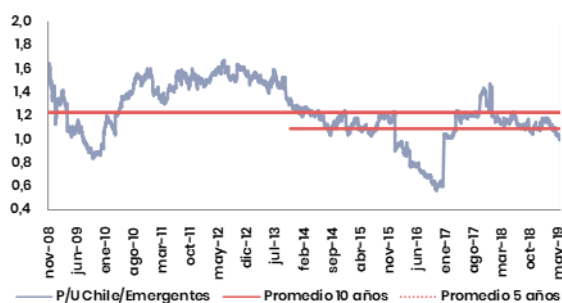
## Mantenemos Balance de Riesgos Moderados

Durante el período de vigencia de las CAS\* el IPSA cayó un 2,4% lo que se exacerbó con una fuerte depreciación del peso que se tradujo en un retorno de -7% para el la bolsa medida en dólares. En este contexto, las carteras Táctica y Fundamental, registraron un desempeño inferior respecto al benchmark (la CAT con un retorno de -4,8% y CAF de -4,6%).

A nivel global, en las últimas semanas se han manifestado algunos de los riesgos que creíamos podían aparecer, destacando una Fed menos expansiva de lo que incorporan los precios de mercado y el resurgimiento de las tensiones entre EE.UU. y China. Esto nos lleva a mantener la cautela debido a que no esperamos que se resuelvan pronto, lo que mantendría un ambiente positivo, pero sujeto a episodios de mayor volatilidad.

En el panorama local, las cifras de actividad de junio nuevamente decepcionaron, ratificando la tónica de debilidad de los meses anteriores. Hacia el segundo semestre, nuevos impulsos monetarios por parte del Banco Central apoyarían la recuperación de la actividad y de las utilidades de las compañías más expuestas a demanda interna.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes

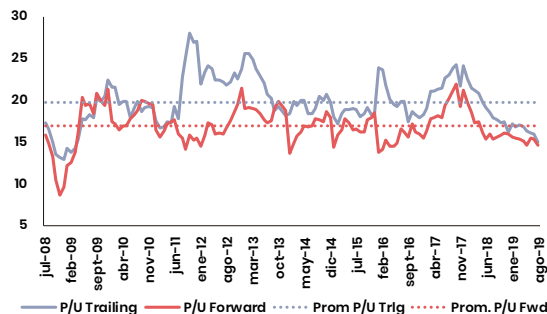


Fuente: Economática y Estudios Security

En términos de valuaciones, la bolsa local mantiene múltiplos muy por debajo de sus niveles históricos ya por varios meses. Buena parte de esto se explica por el debilitamiento de las expectativas de resultados. En efecto, menores precios de *commodities* junto con fuerte actividad promocional en *retail* y pérdidas no recurrentes asociadas al plan de descarbonización llevarían a las utilidades del IPSA a una corrección de un 15% en el año.

\*Rendimientos de las carteras y del IPSA calculados en base al período de vigencia, entre el 4 de junio y el cierre del 1 de julio de 2019.

GRÁFICO 2: RATIOS PRECIO UTILIDAD IPSA



Fuente: Economática y Estudios Security

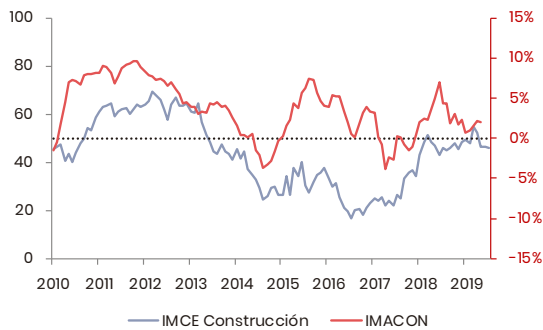
## Mantenemos nuestra exposición en el sector eléctrico.

Nuestra visión respecto a esta industria continúa privilegiando activos con un perfil más diversificado. Por un lado, ratificamos nuestra posición en Enel Américas, donde finalizó el proceso de aumento de capital (en su etapa principal) con 97,3% de suscripción, recaudando unos US\$3.000 millones. Sus fundamentos siguen favorables luego de una entrega de resultados al 2T19 en línea con lo esperado, donde las presiones operacionales en Argentina se vieron más que compensadas por mejores resultados en Brasil. Mantenemos también una visión favorable para Enel Chile, luego de resultados al 2T19 que reflejaron un interesante aporte de sus negocios de energías renovables (EGPC) y de distribución, compensando cifras operacionales más bien estables en generación convencional, cuya baja de precios promedio las contrarrestó con eficiencias. En tanto, continuamos con una participación en Colbún en nuestras carteras luego de resultados que superaron las expectativas, particularmente por una mejora en Perú y mayores eficiencias, lo que se desasocia de la corrección que mostró el papel durante el último mes. Creemos interesante su incursión en proyectos de ERNC, especialmente el Proyecto Horizonte (eólico, 631 MW) y el Proyecto Sol de Tarapacá (solar, 150 MW), lo que ayudaría a diversificar su matriz mayormente hídrica. En línea con esto, vemos a Colbún como uno de los actores menos expuestos, junto a Enel Chile, al plan de descarbonización liderado por el gobierno.

En julio, el costo marginal en la zona central presentó un descenso de 28% respecto a los niveles del mismo mes de 2018, alcanzando un promedio de US\$49/MWh. Mientras, en el norte, el costo disminuyó un 17%, llegando a niveles de US\$47/MWh. La matriz recibió mayormente el aporte de generación a carbón (37%), seguido por generación hídrica (24%). En comparación con julio de 2018, la generación a carbón cayó 3 p.p., al igual que la generación hídrica, con una importante baja de 7 p.p., siendo compensados mayormente por una mayor producción de gas.

**Mantenemos sector construcción excluido.** Las cifras de actividad mantienen crecimientos positivos aunque moderados, alcanzando a mayo un 2% a/a (IMACON), presentando una mejora respecto al primer trimestre. Por su parte, la expectativa de los empresarios del sector presentó una leve baja en julio, alcanzando los 45,8 puntos y quedando bajo el registro de un año atrás. En la medida en que mejoren las perspectivas para la construcción y un saldo de obras por ejecutar, que se mantendría estable en niveles históricos, nos llevan a proyectar mejores márgenes para las empresas, aunque un incierto panorama externo mantendría la presión en los papeles del sector.

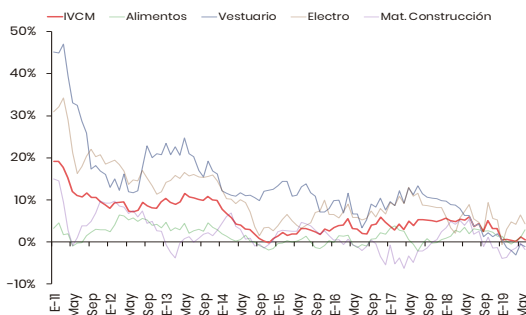
GRÁFICO 3: IMACON E IMCE CONSTRUCCIÓN  
(Var. Interanual)



Fuente: CChC y Estudios Security

A pesar de que **Sobreponderamos Retail**, vemos un escenario positivo para los papeles más conservadores de este sector, con Mallplaza, SMU y Cencoshopp como principales apuestas, ya que tendrían espacio para mejorar en eficiencias. Por otro lado, aún vemos un panorama desafiante en la mayoría de las economías de la región. En Chile, a pesar de un impulso proveniente del cyberday en mayo, las ventas minoristas se mostraron estables durante el trimestre. Todo esto generaría presiones en las ventas por tiendas equivalentes (SSS), sobre todo en Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar.

GRÁFICO 4: VENTAS COMERCIO MINORISTA DESAGREGADO  
CHILE (Promedio móvil 3 meses de variación % UDM)

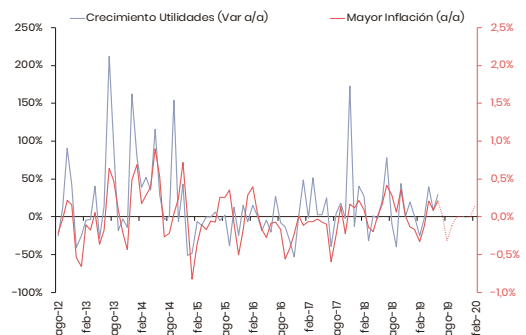


Fuente: INE, Estudios Security

**Mantenemos sector consumo excluido.** Si bien Andina reportó en sus resultados del 2T19 crecimiento en su Ebitda y Utilidad, dado el complejo contexto económico de sus operaciones en Argentina y Brasil nos sigue preocupando. Por el lado de CCU, esperamos una caída moderada en sus volúmenes, principalmente por su operación en Argentina, sumado a la intensa competencia en el mercado local tanto en bebidas gaseosas con Andina como en cervezas con AB InBev. En cuanto a Concha y Toro, si bien la favorable vendimia del 2018 se reflejaría parcialmente en una mejora en sus márgenes, la desaceleración de sus exportaciones a Asia, junto con un crecimiento en la oferta mundial de vino cuartarían su crecimiento en primera línea. Dado que no creemos que panorama externo mejore en el corto plazo decidimos mantener estos papeles fuera de la cartera.

**Mantenemos subponderado al sector bancario.** El sistema bancario obtuvo una mejora en utilidad en junio de 29,1% a/a, debido en parte a un impulso proveniente de crecimiento inorgánico. Por otra parte, el margen de interés neto registró un aumento de 18% a/a. a la vez que las comisiones netas mostraron un crecimiento de 14% a/a. A pesar de que el escenario local ha mostrado menor dinamismo, esperamos una recuperación hacia el segundo semestre acompañado de una inflación contenida. En un contexto de valoraciones algo ajustadas, consideramos que Banco Santander presenta el mayor espacio de valorización.

GRÁFICO 5: UTILIDADES BANCARIAS E INFLACIÓN



Fuente: SBIF, Banco Central y Estudios Security

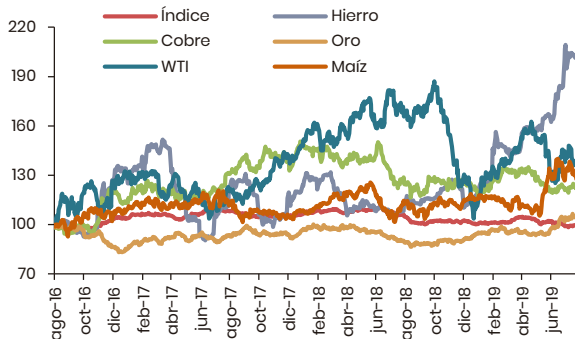
**Mantenemos nuestra exposición en sector Industrial.** Los últimos resultados de Latam fueron decepcionantes, viéndose especialmente afectados por la situación de Argentina. La tónica se mantendría durante los resultados de este trimestre, el que se caracteriza además por ser el más débil del año. Considerando además que el real se encontraría en su valor justo, preferimos reducir nuestra exposición en este sector.

**Aumentamos sector commodities minero.** Parte importante de los riesgos han tendido a disminuir durante el último mes para Cap, luego de la normalización de su *cash cost* en el 2T19. Sumado a lo anterior, las débiles cifras de aduanas de exportación de hierro en junio (-62% a/a) contrastan con las de julio (+20% a/a), con lo que creemos que no habrían problemas adicionales en los despachos de hierro. En cuanto al panorama internacional, los márgenes de las acereras se mantienen presionados y las exportaciones brasileras aumentaron en julio, pero creemos que los precios se mantendrían elevados y Cap comenzaría a incorporar estos precios en su valorización, en la medida que Guacolda II retome su operación en septiembre. En cuanto a SQM hemos observado a través de los datos de aduanas un cambio en el foco de la compañía. Buscando vender la máxima cantidad de litio posible y no especular con los precios. Esta estrategia ha significado exportar durante junio el carbonato de litio a un precio promedio de US\$9.941/t, influenciado fuertemente por ventas en China a un menor valor. El lado positivo son los volúmenes, exportando este último mes 5.975 TM y 29.058 TM durante el año. El mercado ha ido incorporado estos menores precios, afectando la valorización de SQM. No descartamos un ajuste a la baja en el *guidance* de precios para el 2S19 (US\$11.000/t-US\$12.000/t), con lo que redujimos la exposición frente a esta acción. Por otro lado, creemos que aumentarían al alza el *guidance* de volúmenes para 2019 (45.000-50.000 TM).

**Redujimos nuestra exposición al sector forestal.** El sector se mantiene presionado producto de los altos inventarios y una demanda que disminuye durante el año debido a la guerra comercial, generando fuertes disminuciones en los precios de la celulosa. Creemos que estos últimos no seguirían cayendo durante los próximos meses, pero se mantendrían cerca de estos niveles hacia adelante. Las perspectivas en plazos mayores de tiempo también han cambiado luego de los nuevos proyectos por parte de Arauco y UPM, con lo que el mercado se mantendría relativamente equilibrado hacia adelante. Ante la falta de catalizadores hacia mayores precios, disminuimos nuestra exposición en el sector.

**Excluimos Sector Telecom & TI.** Entel, a pesar de haber mejorado sus resultados en Perú, excluyendo IFRS16, sus operaciones se mantuvieron con margen Ebitda negativo (-3%) durante el 1T19, donde mantiene desafíos importantes en el País y los márgenes de la industria, se mantienen apretados. Por otro lado, a pesar de que los márgenes de sus operaciones en Chile, mostraron una mejora en torno a 300 p.b, alcanzando el 36%, estos podrían verse afectados por una mayor competencia. Por lo que privilegiamos otros activos para la cartera. Mientras que, en el caso de Sonda, si bien sus resultados del 2T19 fueron positivos (+16% Ebitda a/a), con crecimiento en primera línea de 4 segmentos (Chile: 9,1% ; Brasil: 21,9%; México: 6,4%; OPLA: 28,2%), a nivel consolidado el margen Ebitda no presentó mejoras significativas. Junto con esto, el complejo escenario económico de los principales mercados en que opera la compañía nos llevan a excluir este papel de nuestras carteras.

**GRÁFICO 6: ÍNDICE V/S MATERIAS PRIMAS**  
(Base 100= Enero 2016)



**Fuente:** New York Mercantile Exchange, CMX Commodity Exchange, SGX Singapore Exchange, Commodity Research Bureau y Estudios Security

## Cambios en las Carteras Accionarias Security

Mantenemos perfil de riesgos moderados. Diversificamos la exposición a *commodities* moderando la exposición al sector forestal y SQM en favor de CAP.

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF		CAT	
ENELAM	13	CAP	←
BSANTANDER	12	BSANTANDER	
SQM-B	10 (-5)	ENELAM	
CAP	10 (+10)	MALLPLAZA	
COPEC	9	SMU	
ENELCHILE	8	SQM-B	
MALLPLAZA	8		
SMU	8		
CENCOSHOPP	7		
COLBÚN	5		
FALABELLA	5		
LTM	5		
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>		

1. Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera 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 (SPCLXIPSA).

3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

\* Se excluyó a CMPC de la CAF y a COPEC de la CAT

**Salida Cmpc y Copec de la CAF y CAT respectivamente:** Si bien los precios de la celulosa dejarían de disminuir durante los próximos meses, creemos que los altos inventarios presionarían posibles aumentos. El escenario hacia plazos mayores de tiempos también cambió, con lo que preferimos aumentar nuestra exposición ante otros sectores de *commodities* más atractivos.

**Incorporación de Cap en la CAT y CAF:** El cash cost de la compañía se normalizó durante el último reporte y los precios del hierro se mantienen elevados, lo que no se encontraría incorporado en la valorización actual de Cap. Los volúmenes comenzarían a mejorar durante septiembre, en la medida que la compañía logre aumentar sus despachos a través de Guacolda II.

**Reducción de SQM:** Los precios del litio continúan disminuyendo a nivel internacional, especialmente en China, y seguirían presionando los resultados de la compañía.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	26	18
Forestal	9	12
Bancos	12	28
Commodities Mineros	20	6
Industrial	5	5
Retail	28	17
Consumo	0	6
Telecomunicaciones y TI	0	4
Otros	0	4
Construcción	0	1
<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 jul-19.



## Acciones Recomendadas

**BSANTANDER:** A pesar de un crecimiento en colocaciones más lento en junio (6,4% a/a), principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 2,7% a/a, frente al 5,8% registrado en mayo, las cifras de morosidad mostraron una notoria mejora, pasando desde el 2,22% un año atrás hasta 1,86% en junio. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,7% vs 42,8% en mayo 2018), con números más positivos que el sistema (50,4% a junio), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, mantenemos a Banco Santander como nuestra principal opción dentro del sector. Por otra parte, una mayor exposición a segmentos más riesgosos, manteniendo buenos niveles de cobertura, le permitiría mantener buenos niveles de rentabilidad.

**CENCOSHOPP:** Estimamos un crecimiento promedio de 3,5% de superficie anual para los próximos 4 años, equivalentes a 240.000 m<sup>2</sup> adicionales y a una inversión de US\$ 230 millones. Además, la compañía tiene un 89% de sus ingresos por arriendo fijos y está presente en países donde la penetración de superficie por cantidad de habitantes de *malls* aún es baja en comparación a países con esta industria más desarrollada, por lo que hay espacio para generar más proyectos. Para este año, esperamos un margen Ebitda de 92,1% el cual se moderaría hasta 91% con la entrada de nuevos proyectos.

**Cap:** La industria del acero continúa aumentando globalmente a tasas del 5%, a pesar de la desaceleración económica, lo que ha impulsado a su vez la demanda por hierro. Si bien creemos que los precios actuales podrían ajustar en parte, se mantendrían elevados durante los próximos meses, beneficiando los resultados de Cap una vez que retomen los despachos a través de Guacolda II.

**COPEC:** Destacamos principalmente su importante plan de crecimiento para los próximos años, como las adquisiciones en el negocio de paneles (donde la adquisición de Masisa México ya se hizo efectiva y Grayling ya está operando) y el proyecto Mapa. Los menores precios de celulosa presionarían eso sí sus próximos resultados.

**COLBÚN:** Un adecuado porcentaje de contratación, solventado con un *mix* eficiente de generación entre hidro y termo, le ha otorgado estabilidad a sus resultados. En paralelo, destacamos su interés en activos en la región, especialmente en Perú y Colombia, y el reciente desarrollo de proyectos de energías renovables, que le permitirían capturar nuevas fuentes de crecimiento y diversificar su matriz. Además, esto se alinea con un holgado perfil financiero para cubrir nuevas inversiones. Valoramos favorablemente que la compañía esté enfocando sus esfuerzos en cubrir vencimientos de contratos a través del cierre de acuerdos con clientes libres.

**ENELAM:** Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica que están enfrentando cambios regulatorios y de operación. Además, serían los segmentos de negocios que tendrían mayores oportunidades de M&A dentro de la región, como las ocurridas recientemente en Brasil. Valoramos positivamente el ajuste en el monto del aumento de capital, el que debiera suscribirse sin inconvenientes dado su atractivo precio. Una evaluación positiva de adquisiciones anteriores y el buen *performance* actual de resultados apoyaría la tesis de la compañía de alivianar su espalda financiera de modo de tener la flexibilidad para aprovechar nuevas oportunidades.

**ENELCHILE:** La compañía complementa de manera atractiva sus dos negocios. Por un lado, con la incorporación de Enel Green Power en 2018, puede potenciar su presencia en nuevos proyectos de energías renovables y competir en futuras licitaciones. Si bien, Enel Generación está más enfocada en energías convencionales, cuenta con un importante porcentaje de energía a gas subutilizada que serviría de base para sustentar el crecimiento de la matriz. Además, la empresa se encuentra resguardada por la estabilidad que proporcionan los ingresos en el segmento de distribución, donde si bien se esperan cambios, estos serían similares a lo ocurrido hace un par de años en el sector de transmisión eléctrica.

**FALABELLA:** Valoramos la estrategia de largo plazo de la compañía, basada en acelerar el proceso de desarrollo en logística y omnicanalidad en sus negocios *retail*. Por otra parte, la administración ha demostrado ser capaz de obtener un rendimiento superior a sus comparables.

**LTM:** Si bien los riesgos aún son relevantes, comienzan a mejorar las perspectivas de crecimiento para la región y, en especial, para Brasil. La compañía por su parte ha demostrado un buen manejo, con eficiencias y la implementación del modelo tipo *low cost*, existiendo aún un leve espacio de mejora.

**MALLPLAZA:** La compañía tiene altos niveles en eficiencia en la industria, con margen Ebitda en torno a 80% en los últimos años. Además, esperamos que continúe el mejor desempeño de la compañía, el cual sería explicado por los proyectos anunciados, la maduración y las eficiencias producto de la apertura de tres centros comerciales en los últimos dos años, los cuales representan el 13% de su superficie arrendable.

**SMU:** En los últimos años, la compañía ha puesto el foco en mejorar su estructura de capital (aumentos de capital), su estructura financiera (reestructuración de deuda) y su operación por medio del plan estratégico CIMA 2017-2019. Con esta operación ha venido mejorando gradualmente su eficiencia, con un margen Ebitda que venía desde 5,9% en 2016 alcanzando 6,6% al cierre de 2018. Esperamos que ante alguna recuperación en el crecimiento de los salarios reales y junto a mayores eficiencias, alcanzaría un margen Ebitda de 7% a partir de 2021.

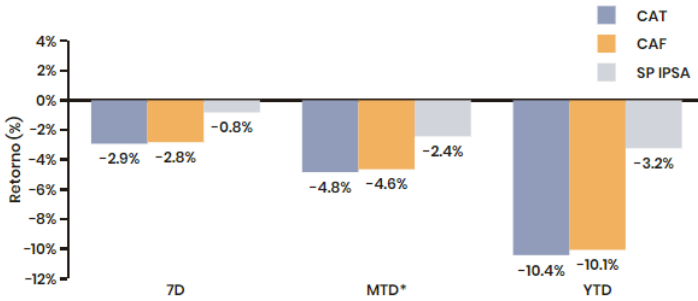
**SQM-B:** Las expectativas para el sector/compañía se han ido ajustando a la baja, especialmente ante los menores precios de comercialización del litio. No obstante lo anterior, su valorización actual considera un escenario especialmente negativo, pese a que el litio se mantiene como un mineral estratégico, con una demanda que continúa sorprendiendo al alza y fundamental para el desarrollo de la industria de vehículos eléctricos, lo que refleja por ejemplo el valor de adquisición de la participación de Tianqi en SQM. La minera corresponde a una buena opción para exponerse a esta tendencia, encontrándose en la parte más baja de la curva productiva y con diversos proyectos para aumentar su producción, lo que lentamente comienza a verse reflejado en mejores datos de exportación, a la vez que comienzan a cambiar el foco desde especulación de precios hacia uno de maximizar la producción, aprovechando sus ventajas comparativas.

\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo publicado que supere los seis meses de antigüedad respecto de su fecha de emisión, tiene vigencia para las recomendaciones de las acciones por parte del Departamento de Estudios Security.

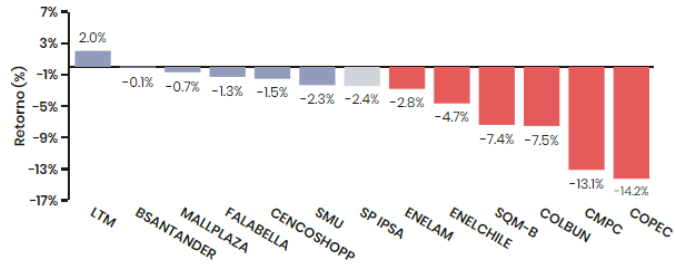


## Desempeño Carteras Accionarias Security

**GRÁFICO 8: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SPCLXIPSA**

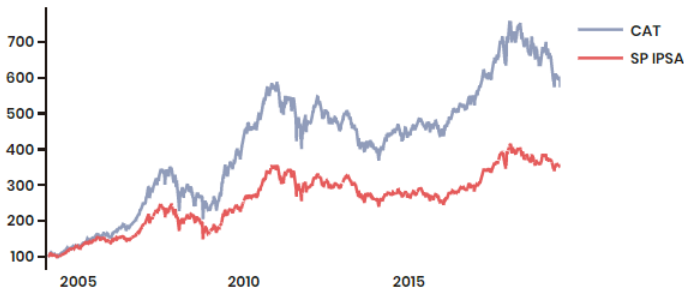


**GRÁFICO 9: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SPCLXIPSA\***



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 2 de julio y el cierre del 2 de Agosto de 2019.

**GRÁFICO 10: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS IPSA\*\* (6 ACCIONES)**



**GRÁFICO 11: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS IPSA\*\* (12 ACCIONES)**



\*\* Retornos Acumulados

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Constanza Pérez S.**  
Subgerente de Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**Magdalena de Ramón C.**  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

**Sebastián Montero A.**  
Analista Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Juan Carlos Prieto Z.**  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

**Gonzalo Sandoval I.**  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

**Étienne Célèry P.**  
Analista de Inversiones  
[etienne.celery@security.cl](mailto:etienne.celery@security.cl)

**Aldo Lema N.**  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

## CORREDORA DE BOLSA

**Viviana Neira O.**  
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[viviana.neira@security.cl](mailto:viviana.neira@security.cl)

**Nicolás Gallegos P.**  
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[nicolas.gallegos@security.cl](mailto:nicolas.gallegos@security.cl)

**Javier Calleja S.**  
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales  
(56-2) 2581 5607  
[javier.calleja@security.cl](mailto:javier.calleja@security.cl)

**Manuel Achurra S.**  
Gerente Mesa de Distribución  
(56-2) 2584 4643  
[manuel.achurra@security.cl](mailto:manuel.achurra@security.cl)

**Rodrigo Pérez Y.**  
Jefe Renta Variable  
(56-2) 2584 3169  
[rodrigo.perez@security.cl](mailto:rodrigo.perez@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

**INVERSIONES** security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. 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.