



VISIÓN 2023: ACTUALIZACIÓN

Departamento de Estudios
Agosto 2023

Normalización de resultados provendría de desaceleración interna y baja en commodities

Después de dos años de resultados influenciados por sectores ligados a materias primas, y cifras históricamente elevadas en consumo producto de las medidas de apoyo vinculadas a la pandemia, junto a tasas e inflación favoreciendo a segmentos financieros, para este año esperamos una normalización de márgenes en dichas industrias, en algunos casos con mayores dificultades de traspaso a precios de costos que ya venían estructuralmente más elevados, pero que no se reflejaban por completo en este mayor dinamismo de resultados. La moderación de precios de commodities como consecuencia del freno en China, y la desaceleración interna, en particular en segmentos discrecionales, sólo es mitigada parcialmente por un sector bancario que se modera de manera más gradual y un sector eléctrico beneficiado de una hidrología más favorable.

Para el **sector bancario**, esperamos una caída en utilidad de -20% para el año, la que se moderaría a -3% a/a durante 2024, afectado por alzas en costo por riesgo y mayores presiones en el margen de interés neto. Las colocaciones, por su parte, crecerían 3,7% y 4,8% durante 2023 y 2024, respectivamente.

En tanto, el **sector consumo** mostraría un crecimiento de 2% a/a en Ebitda, mostrando un mejor desempeño en los segmentos de gaseosas, aguas y jugos, producto de recuperaciones en márgenes, mientras que los segmentos de alcoholes y vinos se mantendrían más afectados durante el año y mostrarían una mayor recuperación hacia 2024.

El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría una caída de -18% anual para el 2023, explicada principalmente por la enajenación de activos proveniente de Enelam, pero con un alza de 3% a nivel local. Sin embargo, el margen Ebitda, que se mostraría estable para las compañías en Chile, mostraría una mejora a nivel del sector de 5 p.p para el 2024, mostrando una matriz más eficiente proveniente del proceso de descarbonización y la introducción de energías renovables.

El **sector forestal** exhibiría una variación de -35% a/a en pesos en su Ebitda para 2023, asociado a precios de la celulosa que tuvieron una corrección a la baja más acelerada a lo esperado en el mercado internacional. Parte del efecto de la caída de precio sería contrarrestado por el inicio de operación de MAPA.

El **sector industrial** tendría una caída en utilidad de -88% a/a para el 2023 y una nueva baja en 2024 de -44% (ambos en pesos), principalmente golpeada por menores tarifas navieras al regularizarse la actividad portuaria, a pesar de la recuperación en el tráfico aéreo.

En las compañías del **sector minero**, tanto el Ebitda como la utilidad disminuirían -36% a/a en pesos en 2023, debido a una alta base comparativa para CAP y SQM, que verían los precios de sus principales productos caer año contra año, compensado en parte por mayores volúmenes.

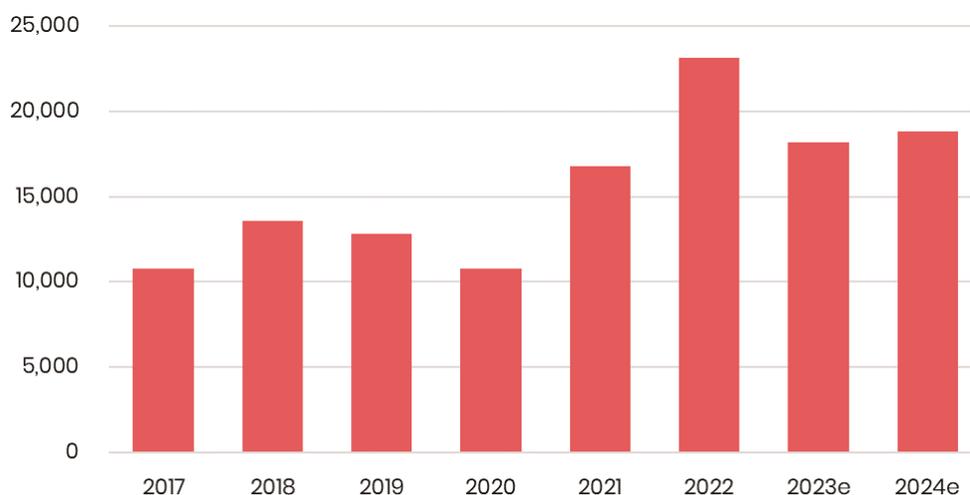
El **sector real estate** registraría un crecimiento de 7% a/a en Ebitda para el 2023, impulsado por el crecimiento de los ingresos en línea con la inflación, contrarrestando las menores ventas en segmentos discrecionales en Chile y mayores costos operacionales.

En **retail**, el Ebitda mostraría un retroceso de -17% a/a en 2023, el cual se vería afectado por el deterioro de segmentos discrecionales en Chile, siendo parcialmente compensado por la resiliencia del segmento de Supermercados y mejoras por el lado de Centros Comerciales.

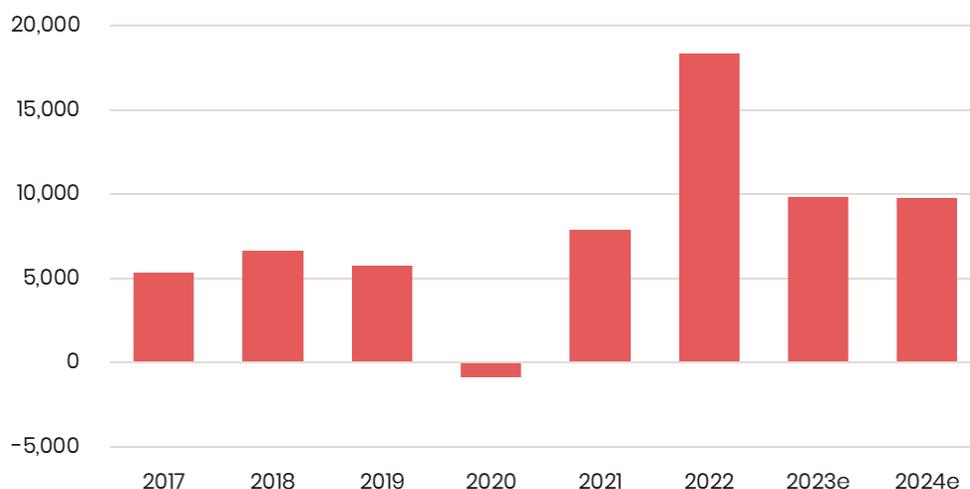
Por último, el **sector sanitario** (medido por medio de Aguas Andinas) mostraría en 2023 un margen Ebitda de 47%, una baja con respecto al año anterior explicada por una estructura de costos más presionada, en parte amortiguada por una mejor hidrología para el año. Sin embargo, esperamos una mejora en márgenes hacia la revisión tarifaria en 2025.

En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura una caída de 21% anual en el Ebitda en pesos para 2023 y un alza de 4% a/a para 2024. A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca y CSAV, se registraría una baja de -46% a/a, valor que cae otro -1% a/a para el año 2024, lo que aún la mantendría con cifras superiores al periodo pre pandemia. Para este año incorporamos una apreciación de 7% en el tipo de cambio local, lo que también influye en la conversión de resultados reportados en dólares.

Evolución Ebitda Muestra (MMM\$)



Evolución Utilidad Muestra (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Bancos: Valorizaciones ajustadas en un escenario que se mantiene desafiante

Para 2023, esperamos un crecimiento en colocaciones de 3,7% a/a en términos nominales, con el segmento de segmento hipotecario mostrando el mayor dinamismo, producto de un nulo crecimiento de la economía local junto a cifras de inflación que alcanzarían el 3,7% hacia el cierre de año. En esa línea, consideramos que los márgenes de interés continúen mostrando caídas con respecto a 2022 ante una inflación más contenida. Por su parte, una economía que se mantiene estancada junto a un débil mercado laboral, que llevaría a mantener altas en la tasa de desempleo hasta 9,5% a fines de año, sustentaría altas en el costo por riesgo del sistema.

Hacia adelante, consideramos un crecimiento de 4,8% en colocaciones en 2024 (1,7% en términos reales), como consecuencia de un crecimiento esperado de 1,5% para la economía local, junto a una inflación que se ubicaría en torno al rango meta, llevando al margen de interés neto a ubicarse levemente bajo el largo plazo, a la vez que el mercado laboral mantendría un panorama desafiante, con una tasa de desempleo que se ubicaría en torno a 10% a fines de 2024. Hacia el largo plazo, nuestras expectativas apuntan a un crecimiento de 6% en colocaciones, como consecuencia de una elasticidad de 1,2 veces con respecto al PIB, lo que permitiría una recuperación en la penetración bancaria, alcanzando 89% en 2032, desde el 86% actual.

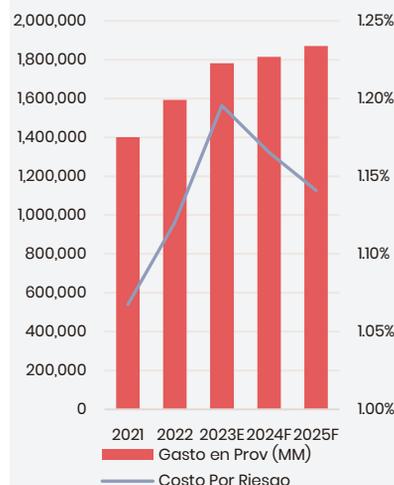
Con todo, para los bancos bajo cobertura, estimamos una caída en utilidad de 20% a/a para 2023, que se moderaría a -3% a/a durante 2024. Vemos oportunidades debido a una valoración atractiva en BCI (P.O. \$35.000), mientras que recomendamos una posición Neutral en Banco de Chile (P.O. \$97), Santander (P.O. \$47) e Itaú (P.O. \$10.200).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e
Banco de Chile	MIN	2,235,546	2,051,075	1,961,496	2,062,833
	Utilidad	1,407,432	1,179,406	880,473	911,419
	ROE	29%	22%	15%	16%
Banco Santander	MIN	1,598,346	1,238,179	1,960,829	2,191,630
	Utilidad	823,857	550,585	745,033	871,108
	ROE	20%	12%	16%	17%
BCI	MIN	2,309,716	2,094,033	2,222,969	2,326,453
	Utilidad	828,225	726,990	756,961	793,381
	ROE	17%	12%	12%	12%
Itaú	MIN	1,121,357	1,042,727	1,105,891	1,169,710
	Utilidad	433,744	323,870	299,953	328,547
	ROE	15%	10%	9%	9%

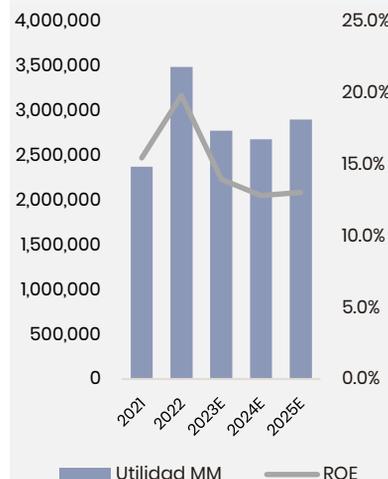
Cartera Morosa Sistema



Gasto en Provisiones



Utilidad del Sector



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

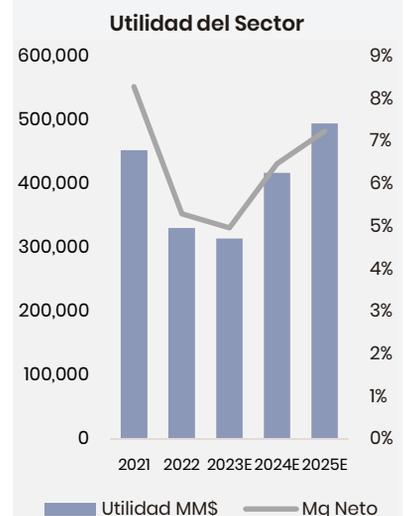
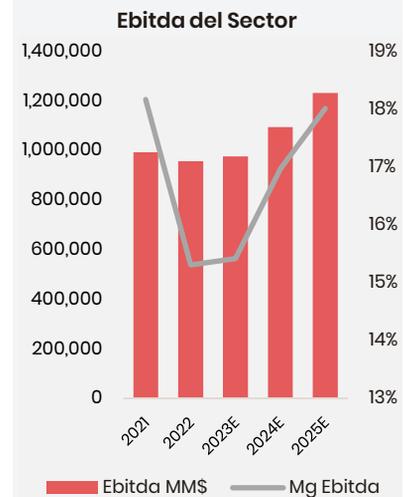
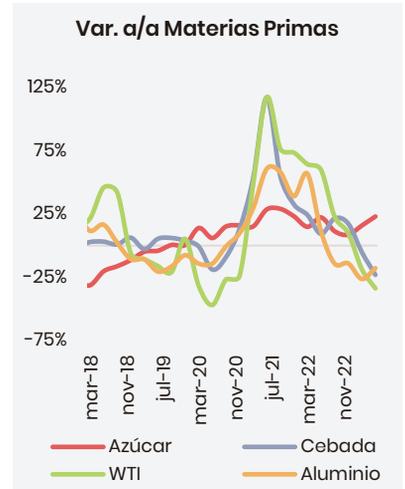
Consumo: Recuperación de márgenes tomaría mayor fuerza hacia 2024

Esperamos que los segmentos de gaseosas, aguas y jugos en Chile mantengan volúmenes planos durante el año, con alzas en precios por sobre la inflación, en línea con los últimos trimestres, a diferencia del segmento de alcoholes, donde vemos una mayor debilidad en volúmenes y márgenes. Hacia 2024, consideramos mejoras en márgenes ante menores precios de materias primas, aunque aún por debajo de sus márgenes de largo plazo. En Argentina, en tanto, mantenemos cautela ante mayores señales de desaceleración.

En vinos, por otro lado, esperamos que la demanda se mantenga contenida durante el año, especialmente en el mercado europeo, ante un menor dinamismo económico en países clave. En esa línea, si bien esperamos que continúen elevados niveles de inventarios, estos mostrarían mejoras con respecto a la primera parte del año, pero manteniendo los márgenes del segmento comprimidos, llevando a caídas en Ebitda en el segmento, aunque menos pronunciadas que las vistas durante los últimos trimestres. Hacia adelante, esperamos una recuperación importante en márgenes como consecuencia de una mayor normalización de inventarios, junto a ajustes en los costos de transporte y energía.

En definitiva, esperamos un crecimiento en Ebitda de 2% y 12% durante 2023 y 2024, respectivamente, para las compañías bajo cobertura, destacando la resiliencia del sector. En este entorno, consideramos que existen espacios atractivos de cara a mejoras operacionales y ante una menor exposición al ciclo. Vemos oportunidades en Andina-B (P.O. \$3.100) y Concha y Toro (P.O. \$1.300), mientras que recomendamos una posición Neutral en CCU (P.O. \$7.400).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e
Emb. Andina	Ebitda	462,806	480,746	512,495	553,295
	Margen Ebitda	17.4%	17%	18%	18%
	Utilidad	125,498	134,635	195,794	214,409
	Margen Neto	5%	5%	7%	7%
CCU	Ebitda	357,926	397,884	443,459	520,482
	Margen Ebitda	8.5%	10%	11%	13%
	Utilidad	118,167	135,268	148,713	194,564
	Margen Neto	4%	5%	5%	7%
Concha y Toro	Ebitda	135,227	97,108	137,726	157,789
	Margen Ebitda	15.5%	12%	16%	17%
	Utilidad	87,213	44,360	72,505	85,763
	Margen Neto	10%	5%	8%	9%



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

Eléctrico: Perspectivas positivas de hidrología serían clave para mejora de resultados y márgenes de cara al 2024

A pesar de una mejor temporada de deshielos 2022-2023, los costos marginales se mantuvieron presionados durante el primer semestre, condicionados por fallas en centrales térmicas relevantes, lo que mantuvo a las compañías con uso de inventarios de alto costo, traduciéndose en resultados aún castigados en términos históricos en la primera parte de 2023. Sin embargo, las buenas perspectivas hidrológicas que dejaron las lluvias de fines de junio, y que no se alcanzaron a reflejar en los resultados del segundo trimestre, ya se notan a nivel de sistema, con un aumento importante en la energía embalsada y una fuerte caída en los costos marginales, desde niveles de ~US\$ 100/MWh a ~US\$60/MWh. Por esto, esperamos que para la segunda parte de 2023, el sector muestre mejoras importantes en utilidades a través de una estructura de costos más liviana, con un recurso hídrico que permitiría eficientar el mix de generación y, además, para firmas con una política comercial expuesta al mercado spot, con cifras potenciadas en caso de mantenerse el escenario de baja en precios ya mostrado durante julio.

Hacia el 2024, considerando un sistema operando sin las fallas que han predominado este 2023, y con inventarios a precios más normalizados, debiéramos observar una mejora en los márgenes del sector durante el primer semestre, que se potenciarían aún más en caso de contar con deshielos favorables, y con la incorporación de nuevas energías renovables.

A nivel internacional, hemos visto cómo el proceso de transición energética, que implica la salida de operaciones en Brasil, Perú y Argentina, se ha reflejado en mejoras de márgenes para Enelam, apoyado también con el ingreso de energías renovables que siguen mejorando su estructura de costos. Esperamos que esta estrategia continúe otorgándole nuevos impulsos en su margen Ebitda hacia el mediano y largo plazo.

Hacia adelante, aunque las perspectivas para los próximos meses resultan efectivamente más positivas respecto al difícil periodo 2021 y 2022, el proceso de descarbonización y la entrada de proyectos ERNC serán claves para evaluar a una industria que aún depende de una buena hidrología, lo que incorporamos con estimaciones de hidrología y costos no muy lejos de los registrados en los últimos años. Con esto dicho, seguimos viendo oportunidades en Enelchile (P.O. \$73) y Enelam (P.O. \$145), mientras que mantenemos una posición neutral con Colbun (P.O. \$150) y Engie (P.O. \$860).

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023e	2024e	2025e
Colbún	Ebitda	763	650	727	838
	Margen Ebitda	39%	32%	41%	43%
	Utilidad	311	314	253	347
Engie	Ebitda	189	421	447	631
	Margen Ebitda	10%	21%	29%	34%
	Utilidad	-389	113	187	455
Enel Américas	Ebitda	4,825	3,466	3,415	3,753
	Margen Ebitda	31%	27%	32%	33%
	Utilidad	-44	1,193	930	1,134
Enel Chile*	Ebitda	1,174,203	1,053,908	1,175,342	1,124,135
	Margen Ebitda	24%	25%	28%	27%
	Utilidad	1,252,082	504,756	612,025	538,408

(*) Resultados en Millones de pesos



Forestal: Abrupta caída en precio de celulosa en China impactaría resultados esperados de las compañías del sector

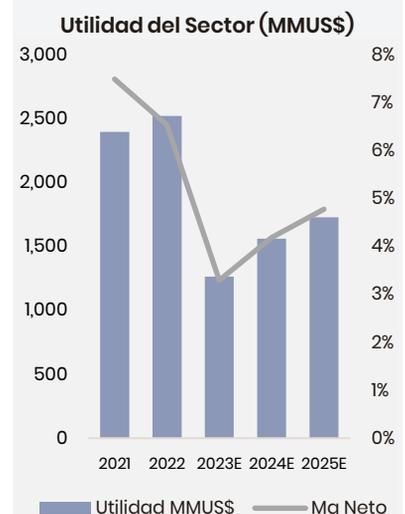
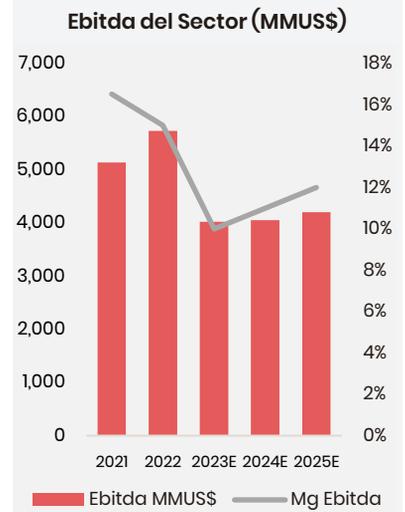
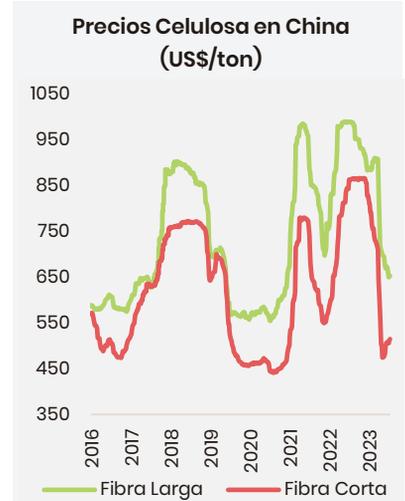
A finales del primer trimestre de 2023 se llevó a cabo una cumbre de celulosa en China, la cual estuvo marcada por una disminución importante de la demanda por celulosa, lo que generó cambios radicales en los niveles de precio de ambas fibras, las cuales pasaron de niveles de US\$ 900/ton en fibra larga a US\$ 650/ton y de US\$ 700/ton en fibra corta a US\$ 475/ton, lo cual es un precio equivalente a los costos marginales de las empresas chinas. Lo anterior logró arrastrar al mercado europeo, generando que los clientes exijan menores precios por las fibras.

Para el resto del 2023 esperamos que las caídas en precios de las fibras de celulosa se internalicen paulatinamente tanto en CMPC como COPEC, aunque afectando en mayor medida a COPEC por su exposición al mercado asiático. Por otro lado, los inventarios en puertos europeos y en China, han aumentado a niveles de 2019-2020, periodo en que los precios de fibra se ubicaron en mínimos históricos, lo que mantendría los precios de celulosa bajos por gran parte del 2024, como se indican en los contratos futuros.

Individualmente, COPEC mostraría una mayor actividad en su segmento de paneles respecto a lo esperado a comienzos de año, dado que el indicador de inicio de nuevas viviendas en Estados Unidos ha mostrado cifras más positivas a lo anticipado, lo que compensaría en parte la caída del precio de celulosa, al igual que el "ramp-up" de la producción de MAPA, lo que añadiría volúmenes de venta. Por su lado, CMPC incorporaría la producción de sus adquisiciones en los segmentos de Biopackaging y Softys, potenciando los volúmenes de largo plazo. Sin embargo, los márgenes se verían presionados tanto por la inflación como costos de materias de producción para ambas empresas.

Vemos un espacio mayor de valorización en COPEC (P.O. \$7.150) que en CMPC (P.O. \$1.720), pero entregando una posición Neutral a cada una de las acciones, dado el escenario de celulosa en China que reduciría los ingresos en los segmentos más importantes de ambas empresas.

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023e	2024e	2025e
CMPC	Ebitda	2,113	1,753	1,523	1,573
	Margen Ebitda	27%	23%	21%	21%
	Utilidad	1,005	642	519	556
	Margen Neto	13%	8%	7%	7%
Copec	Ebitda	3,619	2,270	2,531	2,632
	Margen Ebitda	12%	7%	8%	9%
	Utilidad	1,521	625	1,045	1,175
	Margen Neto	5%	2%	3%	4%



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

Industrial: Tarifas navieras vuelven a niveles pre pandemia y ajustan márgenes

Las empresas navieras vivieron un alza de tarifas que alcanzaron niveles históricamente altos, con rutas que multiplicaron su valor en más de 10 veces, debido a la disrupción de la cadena logística, con cierre de puertos y colapso de estos, demorando así las entregas. Sin embargo, a finales de 2022 se observó una fuerte caída de los precios de la mayoría de los tramos, cayendo cerca de un 80-90% ciertos índices desde su punto más alto en noviembre.

Lo anterior generó un uso intensivo de flota (que se encontraba 100% activa), sin entrar a necesarios procesos de mantención, y también elevó fuertemente el costo de arriendo de naves por medio de contratos de mediano plazo. Con la caída de tarifas hemos visto que los márgenes de ciertas navieras han entrado en terreno negativo, al tener una estructura de costos elevada.

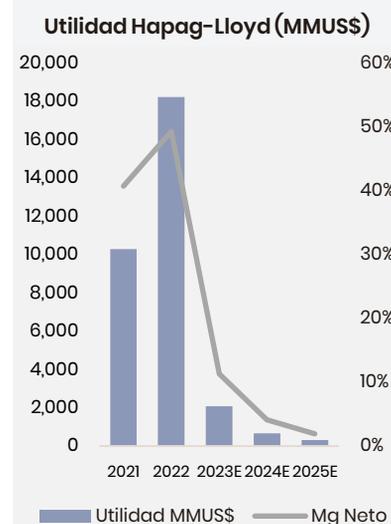
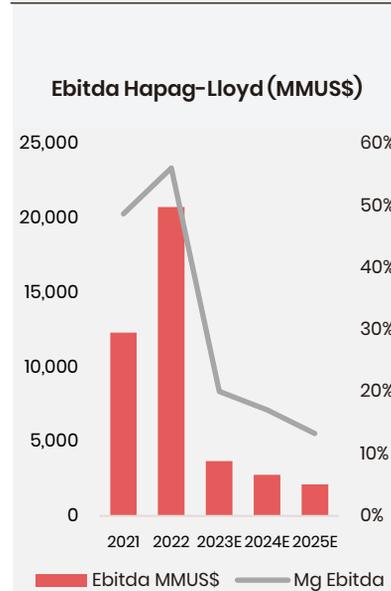
En el caso de Hapag-Lloyd, filial de CSAV, la compañía ha logrado internalizar el aumento de precios de las tarifas, pero de manera más cautelosa, siguiendo una estrategia de 40% de sus envíos sujetos a contratos de mediano/corto plazo y 60% contratos a precios spot. Lo anterior, ha sostenido parte de la caída de tarifas, evitando que la empresa incurra en pérdidas operacionales por el momento.

Esperamos para lo que siga del año, Hapag-Lloyd internalice una mayor caída en las tarifas y que sus márgenes vuelvan a niveles pre-pandemia en el mediano plazo. Sin embargo, las recientes adquisiciones de puertos en distintas partes del mundo - África, India, Italia y ahora en América con el negocio portuario de SM SAAM - generen una fuente estable de ingresos a futuro, al igual que una diversificación del negocio. La adquisición de los negocios de SM SAAM, tendría un efecto positivo en EBITDA para la compañía.

Los factores anteriores tendrán un efecto en los dividendos futuros que percibirá CSAV, dejando atrás lo dividendos históricos pagados en el último tiempo, sumado a las retenciones de estos en Alemania, que podrían aumentar el potencial dividendo pagado. Con todo, el P.O. de CSAV se posiciona en \$65.

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023e	2024e	2025e
Hapag-Lloyd	Ebitda	20,474	3,701	2,773	2,125
	Margen Ebitda	56%	20%	17%	13%
	Utilidad	17,959	2,081	669	312
	Margen Neto	49%	11%	4%	2%
CSAV	Utilidad	5,563	624	201	94
	Var. a/a	73%	-89%	-68%	-53%

Valorización CSAV	
P.O. Hapag-Lloyd (US\$)	164,5
Nº Acciones H-L MM	175,8
Participación CSAV	30%
IER MMUSD	8.678
Caja CSAV MMUSD	84
Deuda Neta CSAV MMUSD	586
GAV CSAV MMUSD	194
Nº Acciones CSAV MM	51.320
Descuento por Holding	50%
P.O. CSAV (\$)	65



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Minería: Con caídas del precio promedio de litio, EBITDA anual del sector debiese caer año contra año

El 2022 fue un año histórico para SQM en cuanto a resultados, con un precio de litio que alcanzó los US\$ 85.000/ton en el mercado internacional, impulsando así los ingresos de la compañía, que se encuentra en un proceso de expandir esta área de negocios. Por el lado de CAP, las fuertes fluctuaciones del precio del hierro cesaron durante la primera parte del 2023, estabilizando así los ingresos del primer semestre.

Esperamos que el segundo semestre no muestre varianzas respecto al escenario actual que viven las materias primas, pese a una probable desaceleración económica a nivel mundial. Tesla y BYD, los principales fabricantes de vehículos eléctricos del mundo, mostraron tener un segundo trimestre donde se duplicaron las ventas de vehículos comparado con el mismo periodo del año 2022, lo que tendría un impacto positivo en las empresas de producción de componentes. En el caso de hierro, se espera que el año cierre con precios en torno a los US\$ 100/ton, niveles similares a los que se encuentran hoy en día, lo que se explica por un sector construcción en China que ha mostrado una actividad a la baja, a pesar de ciertos estímulos del gobierno.

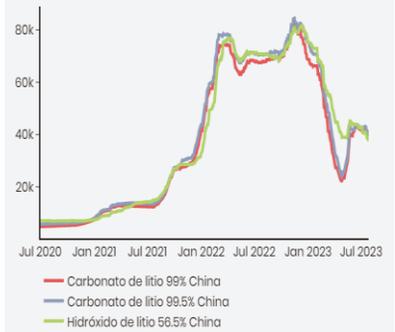
El 2024 apunta a una reducción en precio de los commodities mineros, con un aumento de capacidad productiva, con entrada de nueva oferta en el caso de litio y con una tendencia a la baja por el lado de hierro, debido a una acumulación de inventarios. Lo anterior se traduce en una disminución del EBITDA en 2024 de -13% para SQM y un EBITDA plano (+2% a/a) para CAP, con un precio promedio anual de litio vendido en torno a US\$ 25.000/ton y un precio promedio de hierro de US\$ 95/ton. Por otro lado, los márgenes debiesen ajustarse con estas caídas de precio y con costos que debiesen caer en menor medida debido a que la mano de obra estaría afectada por inflación, al igual que otros costos.

Por otro lado, con la estrategia nacional del litio hemos decidido considerar un nuevo escenario para SQM, donde cede parte de los ingresos percibidos del litio al firmar el JV con el Estado, conservando 50% del negocio en 2031.

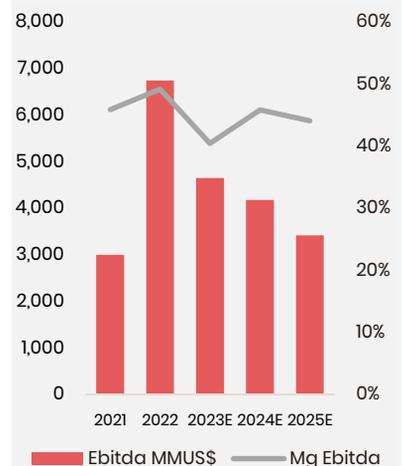
Con todo, el precio objetivo de 12 meses para SQM sería de \$72.800 y para CAP de \$7.400, con recomendación Neutral en SQM y Subponderar en CAP.

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023e	2024e	2025e
CAP	Ebitda	910	760	777	829
	Margen Ebitda	30%	27%	29%	31%
	Utilidad	335	294	235	271
	Margen Neto	10%	8%	7%	8%
SQM	Ebitda	5,838	3,891	3,398	2,590
	Margen Ebitda	55%	45%	53%	51%
	Utilidad	3,906	2,638	2,175	1,594
	Margen Neto	37%	30%	34%	31%

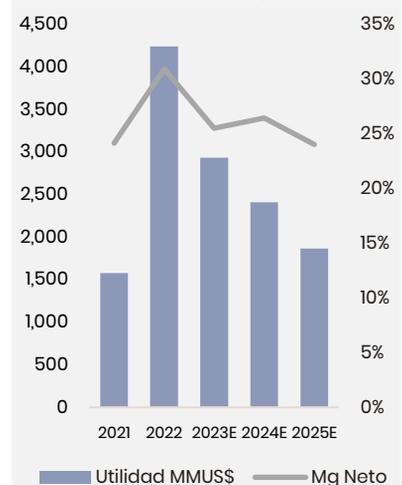
Precios Litio en China (US\$/ton)



Ebitda del Sector (MMUS\$)



Utilidad del Sector (MMUS\$)



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

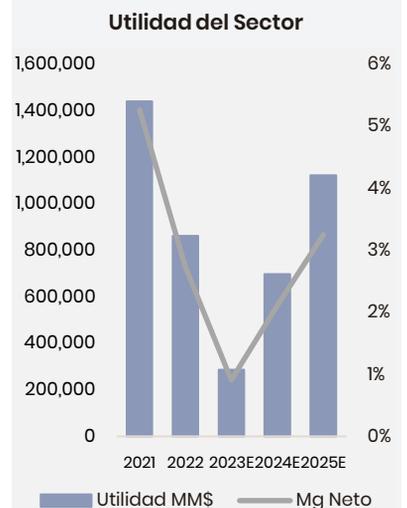
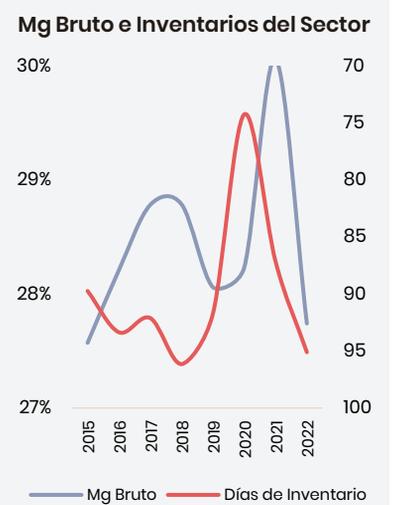
Retail: Evolución de la actividad promocional y recuperación del consumo resultarían claves para el sector

La pérdida del impulso en el consumo sintetiza de buena manera lo ocurrido en el sector durante 2022, la cual se vio reflejada en las cifras de actividad relacionadas con el retail a contar del segundo trimestre, y se hacía notar cada vez con más fuerza conforme se aproximaba el cierre del año. Lo anterior significó un desafío para las compañías del sector, las cuales vieron sus márgenes presionados ante una mayor dificultad en el traspaso de mayores costos a precios y una mayor actividad promocional, en especial aquellas compañías con mayor exposición a segmentos más discrecionales, como consecuencia de un mayor nivel de inventarios en la industria. El segmento financiero, en tanto, vio una mayor presión producto de una mayor normalización en los indicadores de calidad de cartera como resultado de una menor liquidez de los hogares, junto a un deterioro en el mercado laboral.

Para el 2023, mantenemos una visión de mayor cautela, ya que seguimos viendo márgenes comprimidos producto de dificultades en el traspaso de precios y altos niveles de actividad promocional en los segmentos más discrecionales debido a la mayor sensibilidad que han presentado al freno de la economía local. No obstante, esperamos mejoras en los márgenes hacia la última parte del año, ante una mayor normalización en los niveles de inventario, que junto con una inflación que tendería a moderarse a lo largo de este año, permitiría un mayor traspaso de precios y, por ende, mejoras en los márgenes de la industria. Esta tendencia se mantendría en 2024, y esperamos que el sector evolucione en línea con las condiciones macroeconómicas locales, apuntando hacia una recuperación gradual del consumo durante el próximo año.

Si bien consideramos que existen algunos espacios de valorización, el panorama para el sector aún presenta retos importantes ligados a la débil demanda interna y un mercado laboral que se deteriora. Sin embargo, vemos valorizaciones atractivas y un carácter más defensivo producto de la mayor exposición a consumo básico en Cencosud (P.O. \$2.100) y SMU (P.O. \$190). Por otro lado, seguimos recomendando una posición Neutral para Falabella (P.O. \$2.400) y Ripley (P.O. \$260), ya que consideramos que se mantienen desafíos en términos de protección de márgenes en el corto plazo, producto de la elevada exposición a segmentos más discrecionales.

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e
Cencosud	Ebitda	1.586.863	1.527.243	1.548.465	1.642.714
	Margen Ebitda	11%	10%	10%	10%
	Utilidad	619.001	495.857	528.924	622.969
Falabella	Ebitda	940.418	595.902	1.041.935	1.456.611
	Margen Ebitda	8%	5%	9%	12%
	Utilidad	90.189	-257.029	65.674	354.768
Ripley	Ebitda	84.945	5.559	103.706	116.254
	Margen Ebitda	4%	0%	5%	5%
	Utilidad	20.992	-48.425	-7.549	6.698
SMU	Ebitda	266.332	271.148	297.481	317.703
	Margen Ebitda	9%	9%	10%	10%
	Utilidad	131.524	95.824	110.657	137.326



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

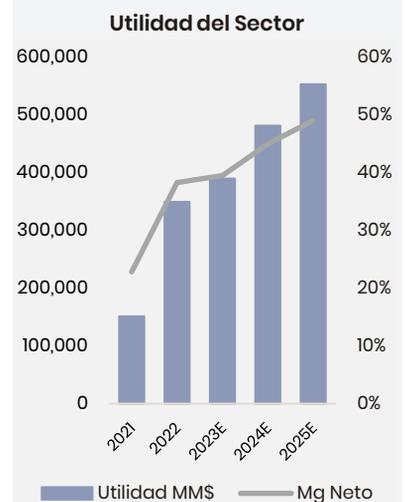
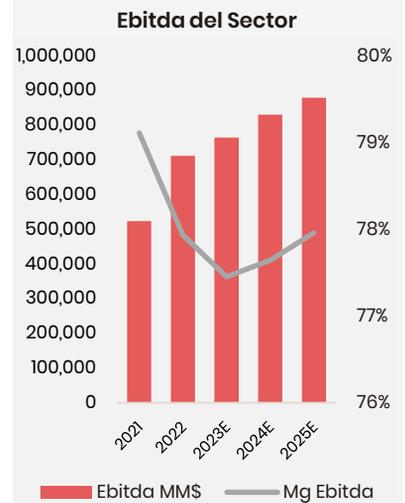
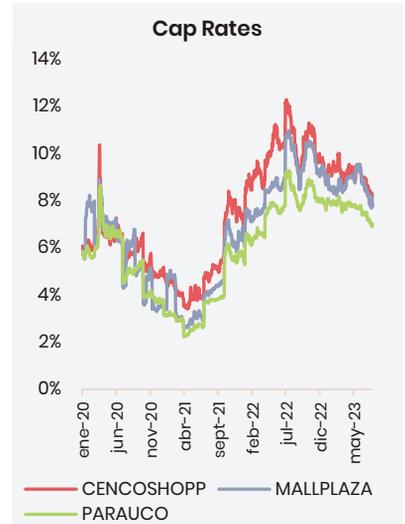
Real Estate: Carácter defensivo continuaría destacando ante deterioros en consumo

Para el sector, el año 2022 estuvo marcado por la recuperación en resultados con elevados niveles de crecimiento año contra año en ingresos, los cuales fueron impulsados principalmente por el término de los descuentos a los locatarios, mayores tarifas de arriendo y la recuperación de las tasas de ocupación. Esperamos que la industria continúe viendo mejoras en resultados al cierre de este año y el próximo, aunque con un ritmo de expansión más contenido ante una base de comparación normalizada y una demanda interna más débil en Chile. Si bien, la desaceleración en el consumo ha generado presiones en las ventas de las categorías más discrecionales del mix comercial, repercutiendo negativamente en los ingresos variables de las compañías, alrededor del 80%-90% de los ingresos provenientes de los contratos es fijo e indexado a inflación, lo cual ha limitado el impacto del desafiante escenario macroeconómico local que ha predominado los últimos trimestres, reflejando así el carácter defensivo del sector.

Mantenemos una nota de cautela con relación a los costos de ocupación, ya que, de darse un escenario de mayor deterioro al esperado en el consumo, éstos podrían aumentar de manera importante, llevando a las compañías a renegociar sus contratos con el fin de evitar alzas en morosidad por parte de los tenants y una menor ocupación, lo que impactaría negativamente sus ingresos, en especial a aquellas que cuenten con una mayor participación en ingresos de segmentos más discrecionales. No obstante, los costos de ocupación no se encuentran en niveles alarmantes actualmente, mientras que la moderación de la inflación reduciría la posibilidad de que se produzcan mayores presiones en los costos de ocupación como consecuencia de la inflación.

Nuestro escenario base considera márgenes Ebitda de largo plazo más en línea con su historia, producto de ingresos por metro cuadrado en niveles similares a los registrados pre pandemia, junto con menores presiones en el margen operacional. Actualmente, no vemos espacios de valorización significativos para el sector, es por esto que recomendamos una posición Neutral en Cencoshopp (P.O. \$1.600), Mallplaza (P.O. \$1.400) y Parauco (P.O. \$1.350).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e
Cencoshopp	Ebitda	258.160	273.762	300.576	318.733
	Margen Ebitda	90%	88%	88%	89%
	Utilidad	181.876	204.374	226.281	262.454
	Margen Neto	63%	65%	66%	73%
Mallplaza	Ebitda	282.699	310.371	335.745	354.346
	Margen Ebitda	74%	74%	74%	74%
	Utilidad	66.445	101.586	151.778	168.205
	Margen Neto	17%	24%	33%	35%
Parque Arauco	Ebitda	170.697	180.334	194.499	205.830
	Margen Ebitda	70%	70%	71%	71%
	Utilidad	101.032	83.658	102.591	121.890
	Margen Neto	42%	33%	37%	42%



Fuente: Riskamerica, CMF Chile y Estudios Security

Sanitario: Rentabilidad por Tarifas e Inversiones Normalizarían Estructura de Costos

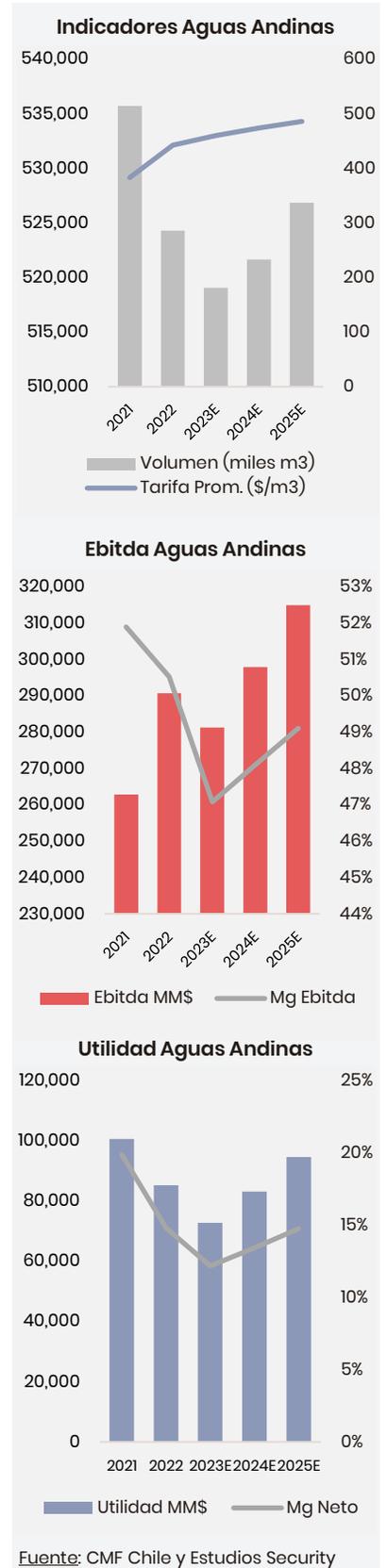
Pese a no registrar los márgenes de hace 10 años debido a una estructura de costos más presionada por la sequía, Aguas Andinas ha sido capaz de efectuar medidas paliativas para mantener buenos resultados, y condiciones de liquidez positivas frente a inversiones relevantes, gracias a un cómodo perfil de vencimientos de deuda, que le permite financiar de buena manera sus proyectos.

Para 2023, la recuperación de los niveles del Embalse El Yeso relajaría en parte la estructura de costos de la compañía, al prescindir de una necesidad intensiva de compra de agua a canalistas, acuerdo que se estandarizó para darle mayor seguridad al sistema, pero que implica mayores costos, al igual que la extracción de aguas subterráneas, proceso que implica asumir costos en energía. A pesar de esto, aún vemos una ligera caída en Ebitda por un primer semestre que se mantuvo con condiciones secas. Sin embargo, para el mediano plazo, esperamos que sus resultados mejoren, de cara al próximo proceso tarifario en 2025, que debiera reconocer una escasez hidrológica más estructural, lo que estabilizaría su margen Ebitda en torno a 51% al largo plazo (bajo sus niveles históricos).

Hacia adelante, las futuras inversiones de la compañía buscan aumentar las horas de autonomía del sistema con el proyecto EL Manzano-Toma Independiente para el 2025, que aumentaría la continuidad asegurada del suministro de 36 a 48 horas ante situaciones de turbiedad. También destaca el proyecto de reutilización de aguas depuradas de la planta Mapocho-Trebal, que podría iniciar su construcción para el 2024, para apoyar el acuerdo con canalistas. A esto se le sumarían nuevos pozos en la Faja Canales y el pozo Antonio Varas Bajo, una ampliación que apunta a aumentar la producción de aguas subterráneas en el sector poniente de Santiago. Esta cartera de proyectos se revisaría durante el proceso tarifario para 2025-2030, presentándose como obras de seguridad necesarias para el sistema.

Creemos que, en este escenario, Aguas Andinas (P.O. \$325) mantendría un espacio de valorización, en particular al alejarse momentáneamente la posibilidad de racionamiento en la temporada estival y por un buen manejo de autonomía en episodios de turbiedad, que probablemente seguirán presentes.

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e
Aguas Andinas	Ebitda	290,762	281,282	297,923	314,929
	Margen Ebitda	51%	47%	48%	49%
	Utilidad	85,249	72,793	83,144	94,630
	Margen Neto	15%	12%	13%	15%



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Holding: Descuentos favorecen valorización de filiales

DESCUENTO HOLDING – ANTARCHILE



AntarChile es una sociedad que participa en diversas actividades industriales, directamente o por medio de inversiones, donde destacan los sectores forestal, combustibles y pesquero. Su propiedad está en manos del grupo Angelini, con un 73,5% de la propiedad, y gestiona más de US\$ 20.000 millones en activos, donde destacan Empresas COPEC y Colbún.

DESCUENTO HOLDING – IAM



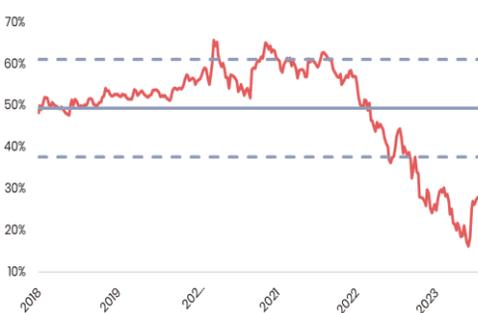
Inversiones Aguas Metropolitanas (IAM), es el holding controlador de Aguas Andinas, controlando el 50,1% de su propiedad. Estas filiales se dedican a gestionar el ciclo integral del agua, que implica la captación de agua cruda; producción, transporte y distribución de agua potable; recolección, tratamiento y disposición final de las aguas servidas.

DESCUENTO HOLDING – ORO BLANCO



Inversiones Oro Blanco es un holding de inversión que participa en la propiedad de Pampa Calichera, vehículo a través del cual posee un 19% de Sociedad Química y Minera de Chile (SQM), siendo casi la totalidad de sus inversiones.

DESCUENTO HOLDING – QUIÑENCO



Quiñenco es actualmente el holding más grande a nivel bursátil. Cuenta con participación en diversos sectores económicos como es el sector financiero, de energía, manufacturero, consumo, de transporte marítimo y servicios portuarios. El 83% del holding pertenece a la familia Luksic y gestiona cerca de US\$ 105 billones en activos, entre los cuales destacan Banco de Chile, CCU y Vapores.

VALORIZACIÓN POR NAV*

AntarChile	
NAV (*) (MMS)	5.660.490
Caja (MMS)	186.524
Deuda holding (MMS)	121.449
GAV holding (MMS)	-40.604
Total Patrimonio (MMS)	5.684.962
# acciones (millones)	456
Descuento holding	40%
P.O. AntarChile (\$/acc)	7.470

IAM	
NAV (*) (MMS)	996.326
Caja (MMS)	500
Deuda holding (MMS)	0
GAV holding (MMS)	-3.598
Total Patrimonio (MMS)	993.229
# acciones (millones)	1.000
Descuento holding	16%
P.O. IAM (\$/acc)	832

Oro Blanco	
NAV (*) (MMS)	3.582.152
Caja (MMS)	149.828
Deuda holding (MMS)	345.130
GAV holding (MMS)	-29.880
Total Patrimonio (MMS)	4.047.230
# acciones (millones)	212.551
Descuento holding	45%
P.O. Oro Blanco (\$/acc)	8,7

Quiñenco	
NAV (*) (MMS)	7.962.263
Caja (MMS)	822.545
Deuda holding (MMS)	1.574.720
GAV holding (MMS)	-391.320
Total Patrimonio (MMS)	6.818.768
# acciones (millones)	1.663
Descuento holding	45%
P.O. Quiñenco (\$/acc)	2.260

(*) Método de valorización asume P.O. de activos subyacentes y descuento por holding histórico.

Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2023e	2024e	2023e	2024e
Aguas-A	325	jun-23	Sanitario	24.7x	21.6x	10.3x	9.7x
Andina-B	3,100	ago-23	Consumo	16.2x	11.1x	6.7x	6.2x
Antarchile	7,470	ago-23	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	97	ago-23	Bancario	8.0x	10.7x	-	-
Banco Santander	47	ago-23	Bancario	15.3x	11.3x	-	-
BCI	35,000	ago-23	Bancario	5.2x	5.0x	-	-
CAP	7,400	ago-23	Minero	3.9x	4.9x	4.5x	4.4x
CCU	7,400	ago-23	Consumo	19.0x	17.3x	8.7x	7.8x
Cencoshopp	1,600	ago-23	Real Estate	12.8x	11.5x	11.8x	10.7x
Cencosud	2,100	ago-23	Retail	10.4x	9.8x	6.8x	6.7x
CMPC	1,720	ago-23	Forestal	7.8x	9.7x	5.2x	5.9x
Colbún	150	ago-23	Eléctrico	9.0x	11.1x	7.3x	6.5x
Concha y Toro	1,300	ago-23	Consumo	19.2x	11.7x	12.8x	9.0x
Copec	7,150	ago-23	Forestal	16.2x	9.7x	8.6x	7.7x
Enel Américas	145	ago-23	Eléctrico	12.4x	15.9x	6.3x	6.4x
Enel Chile	73	ago-23	Eléctrico	7.9x	6.5x	6.0x	5.4x
Engie Chile	860	ago-23	Eléctrico	9.7x	5.9x	6.7x	6.3x
Falabella	2,400	ago-23	Retail	-22.6x	88.6x	19.7x	11.3x
IAM	832	ago-23	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10,200	ago-23	Bancario	6.5x	7.1x	-	-
Latam Airlines	11.3	ago-23	Industrial	24.1x	20.8x	5.1x	4.9x
Mallplaza	1,400	ago-23	Real Estate	26.0x	17.4x	11.7x	10.9x
Oro Blanco	8.7	ago-23	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1,350	ago-23	Real Estate	14.6x	11.9x	13.7x	12.7x
Quiñenco	2,260	ago-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	ago-23	Retail	-7.3x	-46.8x	392.5x	21.0x
SMU	190	ago-23	Retail	9.5x	8.3x	6.7x	6.1x
SQM-B	72,800	ago-23	Minero	8.1x	9.8x	5.7x	6.5x
Vapores	65	ago-23	Industrial	34.1x	106.2x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina R.
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
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.