



VISIÓN 2024: ACTUALIZACIÓN

Departamento de Estudios
Agosto 2024

Resultados mejoran en 2024, pero con escaso crecimiento a más largo plazo

Durante 2023, los resultados se vieron afectados por una alta actividad promocional en el retail, una marcada debilidad en el consumo, una inflación menos favorable en el sector bancario, y caídas en precios de materias primas en el sector forestal y minero. Para 2024, una buena hidrología en el sector eléctrico en un contexto de débil base de comparación en sectores exportadores y en industrias ligadas a demanda interna, apoyarían una recuperación de resultados, aunque manteniendo niveles por debajo de los alcanzados en 2022. En este escenario, la moderación de precios de commodities como consecuencia del freno en China y un menor dinamismo en Estados Unidos, junto con una actividad local contenida, se mantienen como riesgos latentes de cara a la segunda mitad del año.

Para el **sector bancario**, esperamos una mejora en utilidad de 7,4% para el año, la que se contraería -1,6% a/a durante 2025, impulsado por una mayor inflación, mejoras en eficiencia y a pesar de un mayor gasto en provisiones. Las colocaciones, por su parte, crecerían 6% y 5,4% durante 2024 y 2025, respectivamente.

En tanto, el **sector consumo** mostraría un crecimiento de 8,1% a/a en Ebitda, mostrando un mejor desempeño en el segmento de vinos y ante un impulso por las operaciones en el exterior, mientras que gaseosas, aguas y jugos mostrarían una recuperación más lenta a lo previsto anteriormente producto de alzas en algunos precios de materias primas y una debilidad en los volúmenes en Chile.

El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría un incremento de 6% anual para el 2024, explicado principalmente por la mejora en resultados proveniente de Enelam y Engie. El margen Ebitda, en tanto, mostraría un aumento a nivel del sector de 2 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 +34% a/a en pesos en su Ebitda para 2024, asociado a mayores volúmenes de celulosa producido por las empresas y precios que han transado sobre el promedio histórico.

El **sector industrial** se beneficiaría del alza de las tarifas navieras a raíz del conflicto en el Mar Rojo que se ha extendido por un mayor tiempo a lo esperado a inicios del año. Por otro lado, esperamos que continúen los buenos resultados de Latam Airlines, con un tráfico aéreo que ha mostrado cifras positivas y una gestión que ha logrado incrementar márgenes.

En las compañías del **sector minero**, el Ebitda disminuiría -33% a/a en dólares en 2024, debido a una alta base comparativa para SQM, con precios de sus principales productos cayendo año contra año, compensado en parte por mayores volúmenes. También, el cierre del negocio de acero de CAP debiese generar una mejora operacional dado los resultados negativos que han mostrado en los últimos años, afectando los flujos de esta.

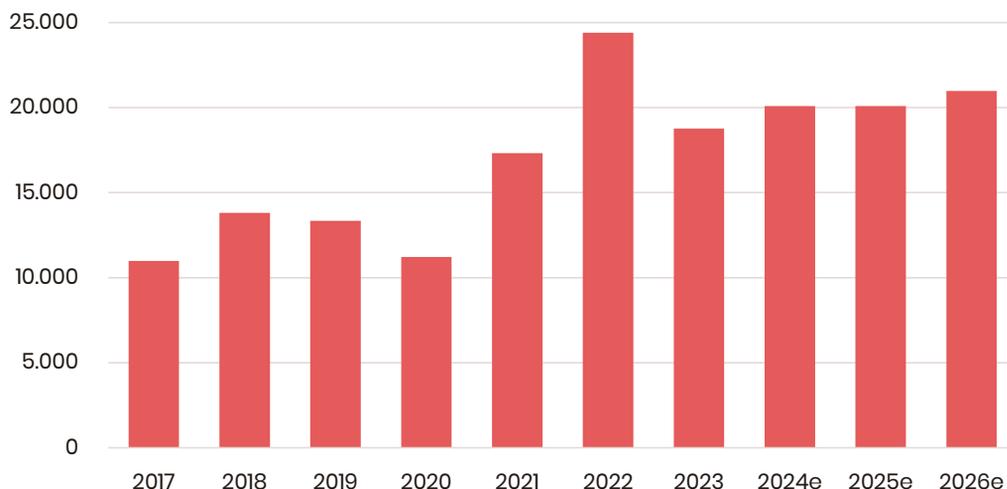
El sector **real estate** registraría un crecimiento de 10% a/a en Ebitda durante 2024, impulsado por el repunte de los ingresos derivados de mayores GLA y el efecto de la recuperación de la actividad económica en la región.

En **retail**, el Ebitda mostraría un avance de 24,7% a/a en 2024, el cual se vería impulsado por una débil base de comparación en los segmentos discrecionales en Chile y mejoras en Centros Comerciales ante un mayor GLA. Por otro lado, Supermercados se mostraría más rezagado, mientras que en Mejoramiento para el Hogar el escenario se mantendría desafiante.

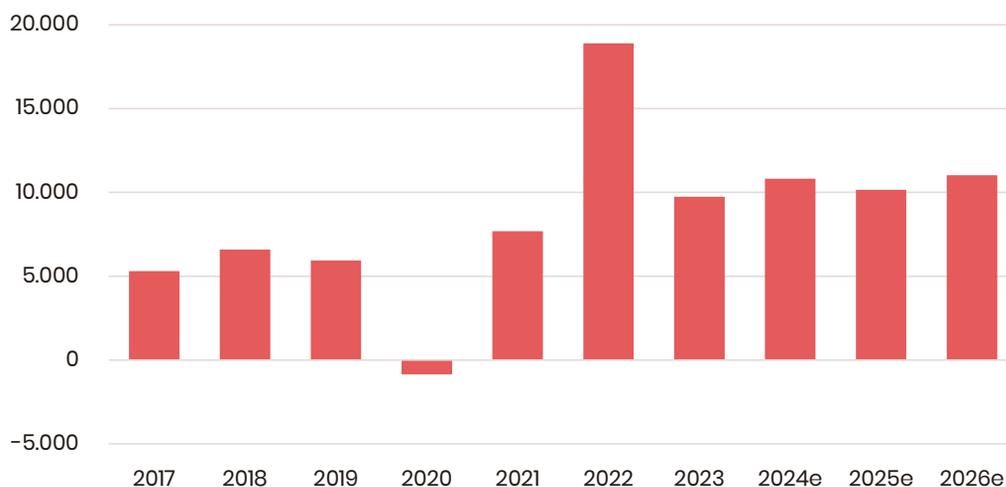
Por último, el **sector sanitario** (medido por Aguas Andinas) mostraría en 2024 un margen Ebitda de 50%, una mejora explicada por menores compras y extracciones de agua, que sería compensado por una estructura de costos aún presionada. Con esto, esperamos una ligera contracción en márgenes hacia adelante, estabilizándose a 51%, de cara a revisiones tarifarias.

En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura un alza de 7% anual en el Ebitda en pesos para 2024, sin variaciones para 2025. A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca y CSAV, se registraría un crecimiento de 11% a/a, valor que cae a -6% a/a para el año 2025. Para este año incorporamos una depreciación de 0,3% 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: Ajuste al alza en inflación impulsa expectativas de resultados para 2024

Para 2024, esperamos un crecimiento en colocaciones de 6% a/a en términos nominales, con el segmento comercial manteniéndose algo más rezagado frente a consumo y vivienda, esperando un crecimiento de la economía local de 2,5% junto a cifras de inflación que alcanzarían el 4,3% hacia el cierre de año. En ese sentido, consideramos que los márgenes de interés mostrarían un mejor desempeño a lo previamente estimado, considerando que un 1,3% de mayor inflación (frente al último informe) tendría un impacto al alza en torno a 7,5% en utilidad a nivel de sistema. Por su parte, una economía que se mantiene contenida junto a un débil mercado laboral llevaría a mantener alzas en la tasa de desempleo hasta 9,2% a fines de año, en un entorno donde consideramos que no existen mayores holguras en los niveles de cobertura, nos lleva a un escenario base con alzas acotadas en el costo por riesgo del sistema.

Hacia adelante, consideramos un crecimiento de 5,4% en colocaciones en 2025 (2,3% en términos reales), como consecuencia de un crecimiento esperado de 2% para la economía local, junto a una inflación que se ubicaría en torno al rango meta (3%), generando algunas presiones en el margen de interés neto, a la vez que el mercado laboral mantendría un panorama desafiante, con una tasa de desempleo que se ubicaría en torno a 9,5% a fines de 2025. Hacia el largo plazo, nuestras expectativas se mantienen en un crecimiento esperado 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 2033, desde el 85% actual.

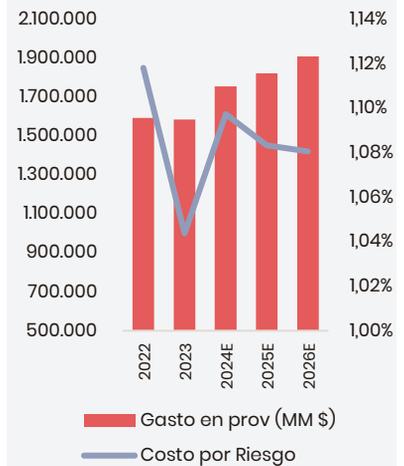
Con todo, para los bancos bajo cobertura, estimamos un alza en utilidad de 7,4% a/a para 2024, sobre el ajuste de -1,6% a/a esperado para 2025. Vemos oportunidades debido a una valoración atractiva en BCI (P.O. \$30.500), mientras que recomendamos una posición Neutral en Banco de Chile (P.O. \$115), Santander (P.O. \$47) e Itaú (P.O. \$10.800).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Banco de Chile	MIN	2.235.546	1.890.660	2.156.136	2.079.726	2.192.872
	Utilidad	1.407.432	1.240.491	1.148.495	961.457	1.013.638
	ROE	29%	24%	21%	17%	17%
Banco Santander	MIN	1.598.346	1.121.438	1.730.878	2.114.288	2.280.648
	Utilidad	823.857	510.814	735.671	867.462	946.119
	ROE	20%	12%	16%	17%	17%
BCI	MIN	2.309.716	2.021.093	2.141.772	2.259.223	2.427.133
	Utilidad	820.821	682.250	752.559	777.493	837.781
	ROE	17%	11%	11%	11%	11%
Itaú	MIN	1.121.357	1.118.515	1.206.487	1.144.257	1.206.848
	Utilidad	433.744	354.887	357.911	340.645	360.865
	ROE	15%	14%	10%	9%	9%

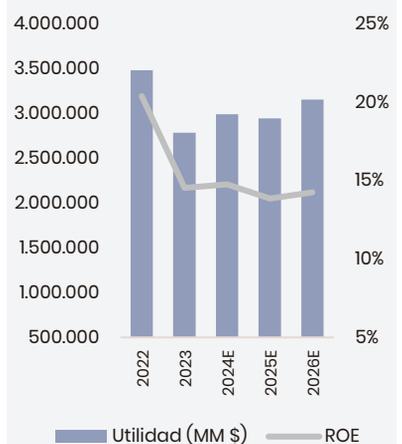
Cartera Morosa Sistema



Gasto en Provisiones



Utilidad del Sector



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

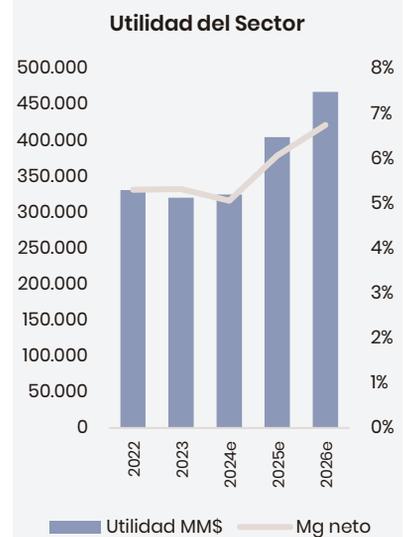
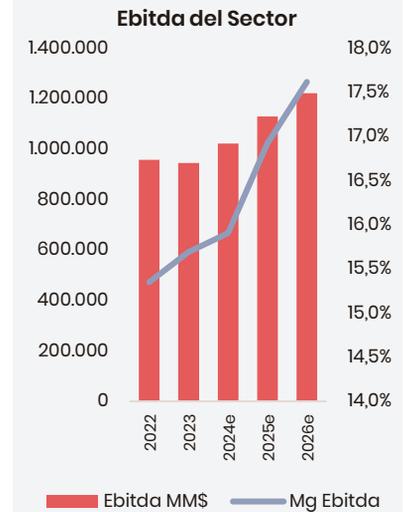
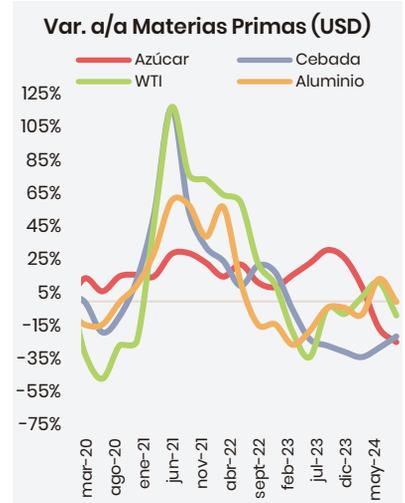
Consumo: Argentina frena mejora en resultados durante el año

Mantenemos perspectivas de volúmenes planos en los segmentos de gaseosas, aguas y jugos en Chile durante el año, con alzas en precios por sobre la inflación, en línea con los últimos trimestres, mientras que el segmento de alcoholes continuaría con presiones en volúmenes y márgenes. Hacia la segunda mitad del año, consideramos repuntes en márgenes ante menores precios de materias primas, aunque aún por debajo de sus márgenes de largo plazo. Hacia 2025, en tanto, si bien esperamos que continúe una recuperación de márgenes, menores temperaturas en Chile, producto del Fenómeno de la Niña, mantendrían el crecimiento en volúmenes contenido. En Argentina, a pesar de que hemos visto un mayor ajuste en su economía al esperado, tenemos perspectivas favorables en el largo plazo, como consecuencia de las reformas impulsadas por el gobierno, donde persiste un elevado riesgo de implementación.

En vinos, ante una débil base de comparación, esperamos una recuperación en volúmenes y márgenes durante el año, llevando a alzas en Ebitda para el segmento, apoyados en menores niveles de producción en el mercado europeo (-8,5% a/a durante 2023) y una mejora en los niveles de inventarios. Por otro lado, costos de energía elevados, un bajo dinamismo económico en países clave y cambios sociodemográficos ubicaría los márgenes por debajo de su historia hacia el largo plazo.

En definitiva, esperamos un crecimiento en Ebitda de 8,1% y 10,5% durante 2024 y 2025, respectivamente, para las compañías bajo cobertura, destacando la recuperación 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. \$3.300) y CCU (P.O. \$6.600), mientras que recomendamos una posición Neutral en Concha y Toro (P.O. \$1.250).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Emb. Andina	Ebitda	464.510	470.108	531.434	562.826	592.302
	Margen Ebitda	6,5%	8%	7%	6%	6%
	Utilidad	125.498	171.441	196.589	207.183	219.722
	Margen Neto	5%	7%	7%	7%	7%
CCU	Ebitda	357.926	379.402	350.765	407.604	460.240
	Margen Ebitda	8,5%	10%	9%	10%	12%
	Utilidad	118.167	105.654	61.234	116.816	160.563
	Margen Neto	4%	4%	2%	4%	6%
Concha y Toro	Ebitda	135.227	95.423	139.504	158.149	169.075
	Margen Ebitda	15,5%	11%	14%	16%	17%
	Utilidad	87.213	43.126	67.161	80.533	87.374
	Margen Neto	10%	5%	7%	8%	9%



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

Eléctrico: Deshielos podrían compensar efectos de La Niña a mediano plazo

La favorable temporada de deshielos 2023-2024 y las recurrentes precipitaciones durante el primer semestre han permitido mantener un sistema saludable durante la primera parte del año. Con bajos costos marginales y buenos niveles de energía embalsada, las compañías más expuestas al spot han podido aprovechar compras de energía a mejores precios, permitiendo menores presiones en costos, las que se vieron compensados parcialmente por una caída en las tarifas. Sin embargo, para la segunda parte del año, donde se pronostica el Fenómeno de la Niña, las buenas condiciones del sistema podrían deteriorarse, presionando los costos de la industria. Ante este escenario, la temporada de deshielos jugará un rol fundamental en mantener el sistema en buenas condiciones (al predominar temperaturas bajas) y así poder terminar el año con buenos resultados.

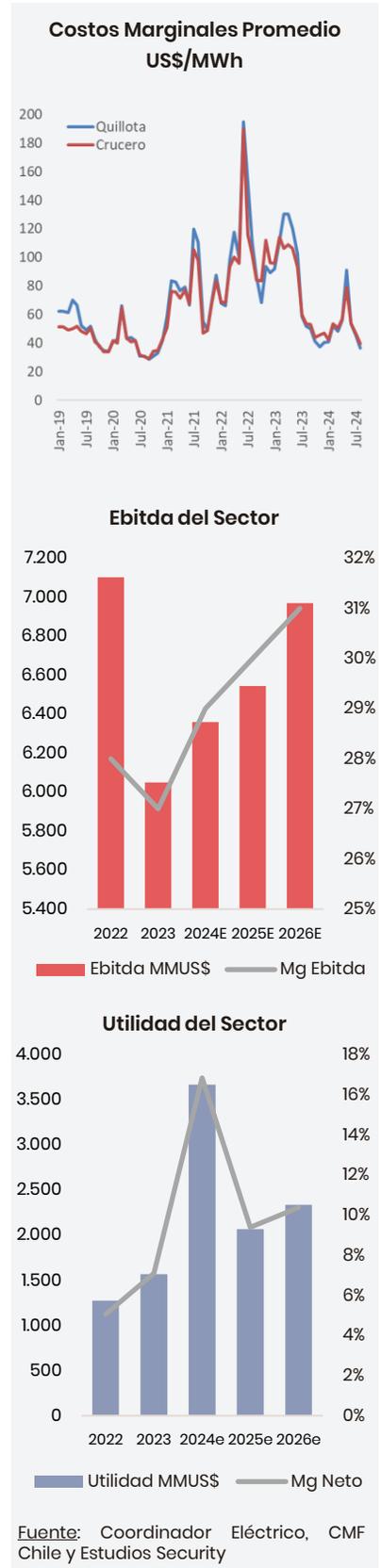
Hacia el 2025, se ve un escenario más incierto, donde aún no hay indicios sólidos sobre si el Fenómeno de la Niña continuará presente, lo que podría implicar nuevamente un sistema más contenido de ser el caso. Sin embargo, creemos que una matriz más renovable que en años anteriores ayudaría al sistema a enfrentar de mejor manera condiciones más secas. A este escenario se le suman eventos climáticos extremos más recurrentes, que a nivel de distribución han afectado la calidad del servicio, cuestionando la forma de regular las concesiones y condicione las inversiones futuras del sector, lo que estaremos evaluando.

A nivel internacional, con Enelam hemos visto cómo el proceso de transición energética se encuentra en su etapa final, con la venta de Ceará y Edesur en espera de mejores condiciones de venta. Con una base más renovable, la compañía ha podido ver márgenes al alza, apoyado también con el ingreso de mayor capacidad que sigue mejorando su estructura de costos. Hacia adelante, esperamos que una estrategia más enfocada a optimizar sus negocios de distribución le permita a la compañía mostrar nuevos impulsos en su margen Ebitda hacia el mediano y largo plazo.

Hacia adelante, el proceso de descarbonización y la entrada de proyectos ERNC serán relevantes para evaluar a una industria que aún depende de una buena matriz hidro, lo que incorporamos con estimaciones de hidrología y costos no muy lejos de los registrados en los últimos años. Con esto, vemos oportunidades en Enel Chile (P.O. \$67) y Enelam (P.O. \$120), y Colbún (P.O. \$150), mientras que mantenemos una posición neutral con Engie (P.O. \$1.050).

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Colbún	Ebitda	763	713	625	650	692
	Margen Ebitda	39%	36%	38%	34%	34%
	Utilidad	296	393	229	311	335
Engie	Ebitda	189	403	517	563	529
	Margen Ebitda	10%	18%	28%	31%	29%
	Utilidad	-389	-412	242	240	220
Enel Américas	Ebitda	4,825	3,749	4,075	4,106	4,565
	Margen Ebitda	31%	29%	31%	31%	33%
	Utilidad	-44	866	2,744	1,073	1,341
Enel Chile*	Ebitda	1,174,203	1,038,957	1,006,159	1,017,478	992,797
	Margen Ebitda	24%	24%	23%	24%	23%
	Utilidad	1,252,082	633,455	398,844	369,371	370,863

(*) Resultados en Millones de pesos



Forestal: Mayores volúmenes de ventas de celulosa contendrían volatilidades en precios

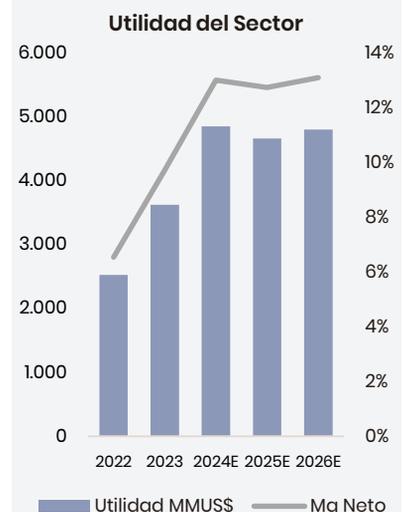
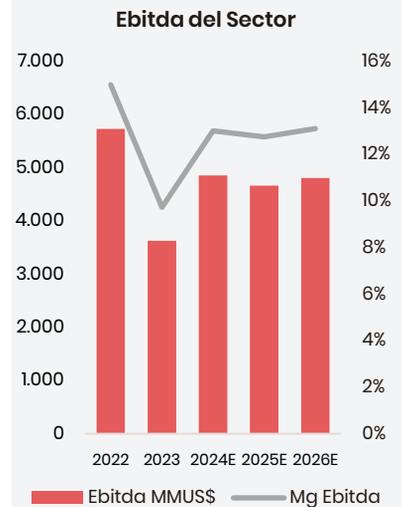
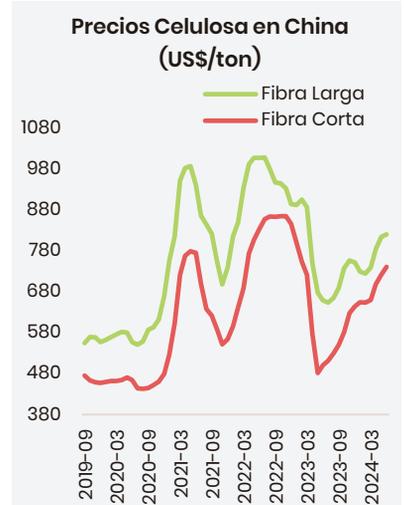
La cumbre de celulosa en China durante la primera parte del año mostró un positivo ánimo por la compra de insumo, lo que generó un nuevo impulso en los precios de ambas fibras, las cuales pasaron a niveles de US\$ 820/ton en fibra larga y US\$ 740/ton en fibra corta en promedio durante junio. Los inventarios de fibra larga continúan bajos, mientras que fibra corta se ha ubicado dentro de su promedio de los últimos tres años. Por otro lado, Europa ha experimentado problemas en la producción de celulosa, lo que ha impulsado los precios a nuevos máximos históricos, sumándose inventarios bajos en puertos, complicando el abastecimiento del material a los clientes.

Para el resto del 2024 esperamos que los precios de las fibras de celulosa se mantengan en los niveles actuales en China y desciendan una vez que entren nuevas plantas en operación. Las empresas debiesen internalizar paulatinamente tanto en CMPC como COPEC los nuevos precios, con volúmenes que debiesen crecer dado los proyectos de aumento de capacidad de producción de celulosa de ambas compañías.

Individualmente, COPEC no mostraría nuevas mejoras en su segmento de paneles respecto a lo esperado a comienzos de año, ante un indicador de inicio de nuevas viviendas en Estados Unidos que revela una menor actividad del sector, lo que afecta directamente a este segmento que representa cerca del 20% del EBITDA de la compañía. Por su lado, CMPC retomaría el funcionamiento normal de su planta en Brasil luego de las lluvias que afectaron la producción durante el segundo trimestre del año. Sin embargo, dependiendo de la velocidad de caída en los precios de celulosa podríamos ver cierto riesgo a la baja en las proyecciones para ambas empresas, al igual que alguna presión en márgenes por el costo de materiales y de la depreciación de las monedas latinoamericanas.

Vemos un espacio de valorización significativo para ambas empresas, con un precio objetivo de \$8.000 para COPEC y de \$1.990 para CMPC, por lo que entregamos una recomendación de sobreponderar los papeles en nuestras carteras, pese a que existan ciertos riesgos derivados de las condiciones actuales de mercado.

ESTIMACIONES MMU\$		2022	2023	2024e	2025e	2026e
CMPC	Ebitda	2.113	1.337	1.672	1.804	1.830
	Margen Ebitda	27%	17%	21%	23%	23%
	Utilidad	1.005	470	709	762	739
	Margen Neto	13%	6%	9%	10%	9%
Copec	Ebitda	3.619	2.291	3.184	2.860	2.977
	Margen Ebitda	12%	8%	11%	10%	10%
	Utilidad	1.464	256	863	675	829
	Margen Neto	5%	1%	3%	2%	3%



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

Industrial: Aumento de tarifas navieras beneficia a HL y Latam Airlines continúa mejora operacional

El conflicto en el Mar Rojo ha obligado a las empresas navieras a redirigir los barcos que transitan por esa ruta, generado así un alza en las tarifas a ciertos destinos, particularmente las que involucran el comercio entre Asia y Europa. Lo que inicialmente se pensó como un conflicto temporal, se ha convertido en un conflicto regional con repercusiones más profundas a lo esperado y por un tiempo prolongado.

En el caso de Hapag-Lloyd, filial de CSAV, cerca del 30% de sus naves pasaban por esta ruta, lo que ha mejorado las expectativas de resultado en el corto plazo. Sin embargo, esperamos que este conflicto se resuelva durante el presente año, lo que debiese revertir los precios de las tarifas a niveles similares a los observados previo a la pandemia. A lo anterior, también se espera que una gran cantidad de nuevas naves entren al mercado durante los próximos dos años, lo que también incidiría en un menor nivel de tarifas.

Por el lado de Latam Airlines, hemos observado una recuperación constante en el tráfico aéreo en los últimos meses, con resultados históricamente altos que revelan el mejoramiento de la operación por parte de la compañía post la reorganización que llevaron a cabo durante la pandemia. La empresa se ha esforzado en reducir sus niveles de deuda y mantener una estructura financiera sólida. Por otro lado, el alistamiento del ADR en la bolsa estadounidense generaría mayor liquidez al papel, beneficiándose de la posibilidad de entrar a índices del sector.

Sin embargo, una situación económica mundial compleja podría debilitar el buen momento que experimenta la compañía hoy en día, afectando la compra de pasajes. De la misma forma, aumentos del precio del combustible reducirían los márgenes para la compañía.

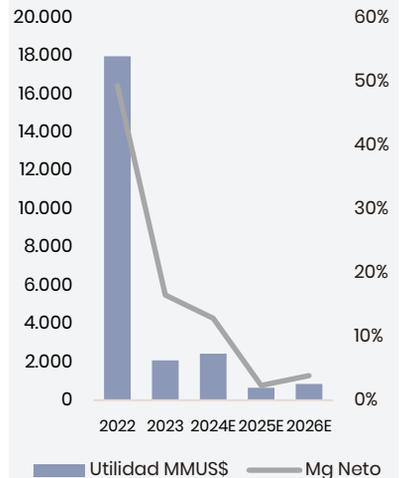
Dado el descuento por holding de CSAV, nuestro precio objetivo actualizado sería de \$69, con un dividend yield estimado de 17% considerando el pago de las retenciones desde Alemania. Nuestro precio objetivo para Latam Airlines sería de \$16,8, entregando una recomendación de sobreponderar dado el descuento de la acción.

ESTIMACIONES MMUS\$		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Hapag-Lloyd	Ebitda	20.474	3.701	4.477	2.759	2.523
	Margen Ebitda	56%	25%	23%	16%	14%
	Utilidad	17.959	2.081	2.443	652	856
	Margen Neto	49%	16%	13%	2%	4%
CSAV	Utilidad	5.563	624	604	124	208
	Var. a/a	73%	-89%	-3%	-79%	68%
Latam Airlines	Ebitda	1.058	2.375	2.691	2.603	2.390
	Margen Ebitda	11%	20%	20%	20%	17%
	Utilidad	1.339	582	628	564	420
	Margen Neto	14%	5%	5%	4%	3%

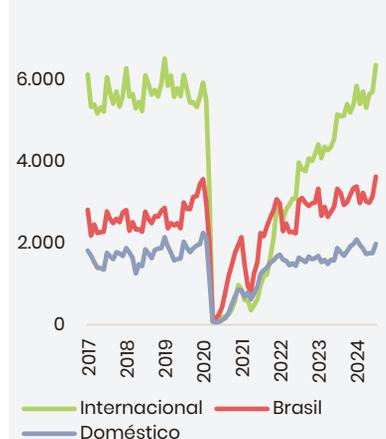
Valorización CSAV

P.O. Hapag-Lloyd (US\$)	136
Nº Acciones H-L MM	175,8
Participación CSAV	30%
IER MMUSD	7.184
Caja CSAV MMUSD	963
Deuda Neta CSAV MMUSD	1
GAV CSAV MMUSD	-118
Nº Acciones CSAV MM	51.320
Descuento por Holding	50%
P.O. CSAV (\$)	69

Utilidad Hapag-Lloyd



Pasajeros-Kilómetros Rentados en Millones (RPK)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Minería: Precios de litio demorarían en mostrar recuperación e impactarían resultado del sector

El 2024 ha resultado ser un año complejo para el litio, con precios que han variado entre los US\$ 16.200/ton y los US\$ 11.800/ton, un rango más bajo a lo esperado para el año por los analistas, explicado por una demanda que se ha mantenido débil dada la gran cantidad de inventario que aún existe del mineral. Lo anterior ha significado un ajuste importante en los precios de venta de litio para SQM, llevando el precio de la acción a la baja.

Esperamos que el segundo semestre el litio continúe con cierta debilidad en cuanto a venta, con cierto impulso del precio a finales del 2024 e inicios del 2025, proyectando un precio para el 2025 de US\$ 17.000/ton y un precio de largo plazo que se mantiene en US\$ 15.000/ton. Sin embargo, el negocio de yodo compensaría parcialmente los menores resultados del segmento de litio, ya que esperamos que los precios aún se mantengan altos a nivel internacional debido a la baja oferta.

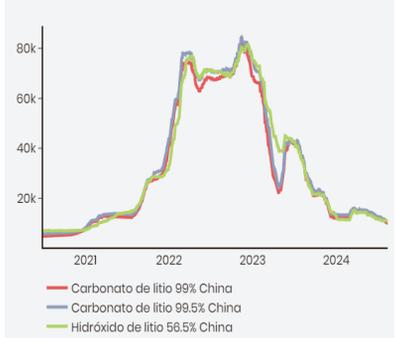
Por el lado de CAP, el precio del hierro ha fluctuado entre los US\$ 144/ton y los US\$ 95/ton durante el primer semestre del año, promediando US\$ 110/ton. En el caso de hierro, se espera que el año cierre con precios en torno a los US\$ 100/ton, niveles similares a los que se encuentran hoy, lo que se explica por un sector construcción en China que ha mostrado una actividad a la baja, a pesar de ciertos estímulos del gobierno. Por otro lado, consideramos dentro de nuestro modelo la detención indefinida de la planta siderúrgica, lo que mejora nuestra perspectiva de resultados para CAP en el mediano largo plazo, dado que dentro de nuestro escenario base el segmento no entregaba rentabilidades positivas.

El 2024 apunta a que los precios de los commodities mineros experimentarán variaciones de menor magnitud, con una demanda que se ha mostrado más cauta a la hora de adquirir mayor stock de producto debido a una acumulación de inventarios previo y por perspectivas de menor actividad de los sectores. Lo anterior se traduce en una disminución del EBITDA en 2024 de -40% a/a para SQM y un EBITDA que cae levemente -5% a/a para CAP, con un precio promedio anual de litio vendido en torno a US\$ 14.600/ton y un precio promedio de hierro de US\$ 96/ton. Por otro lado, los márgenes debiesen ajustarse con estas caídas de precio y con costos afectados por la inflación, al igual que gastos de distribución que aumentan por las tarifas navieras más altas.

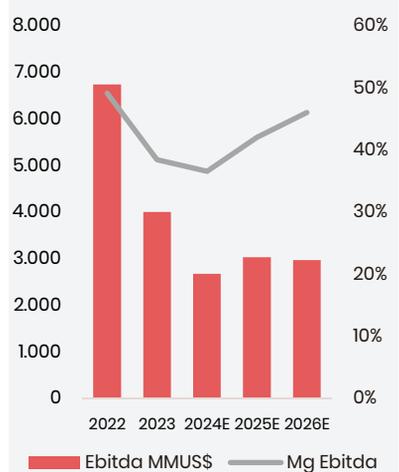
Con todo, el precio objetivo de 12 meses para SQM sería de \$45.000 y para CAP de \$8.100, con recomendación Neutral en SQM y en CAP, dado los riesgos inherentes a este tipo de empresas de materias primas.

ESTIMACIONES MMUSS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
CAP	Ebitda	910	825	784	747	654
	Margen Ebitda	30%	28%	33%	40%	35%
	Utilidad	335	75	227	218	161
	Margen Neto	10%	6%	6%	8%	6%
SQM	Ebitda	5.838	3.180	1.894	2.284	2.316
	Margen Ebitda	55%	43%	38%	43%	51%
	Utilidad	3.906	2.012	-18	1.350	1.374
	Margen Neto	36%	27%	0%	25%	30%

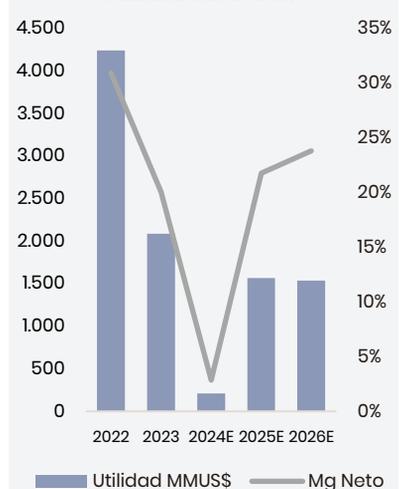
Precios Litio en China (US\$/ton)



Ebitda del Sector



Utilidad del Sector



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

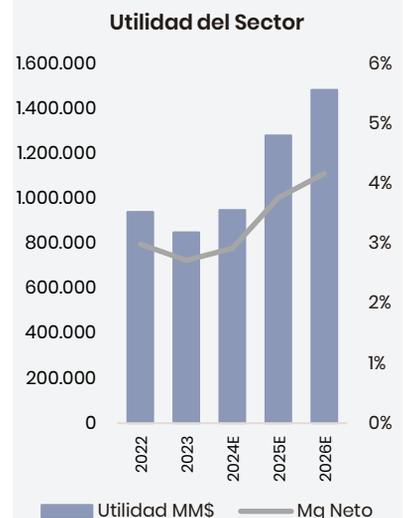
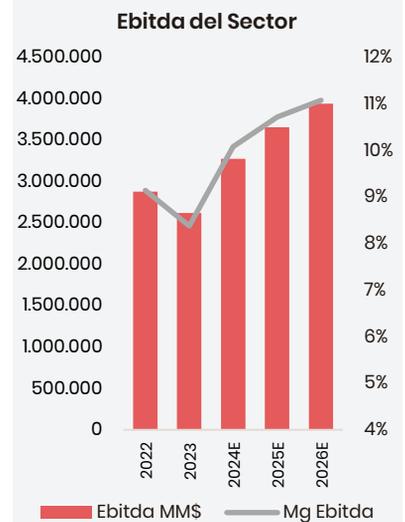
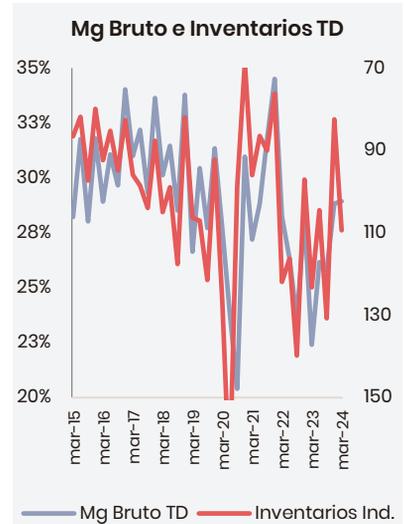
Retail: Normalización de márgenes en segmentos discrecionales empuja resultados, mientras que la actividad se mantiene contenida

El sector ha mostrado una destacable recuperación de márgenes en Tiendas por Departamento, en un contexto de una débil base de comparación, apoyado en un mejor manejo de inventarios, llevando a menores niveles de actividad promocional, un mix de ventas con mayor relevancia en categorías de mejor margen y un alza en el turismo de compras, especialmente desde Argentina. Por otro lado, el segmento de supermercados se muestra más rezagado, producto de niveles de actividad local que se mantienen contenidos, a la vez que el sector de Mejoramiento del Hogar continúa con un escenario desafiante, especialmente en clientes no retail. El segmento financiero, en tanto, vio una caída en el costo por riesgo ante una mejora en los indicadores de calidad de cartera, como resultado de una baja en las colocaciones y un mejor comportamiento de pagos.

Para el 2024, esperamos que los sectores discrecionales continúen mostrando mejoras frente a 2023, ante una débil base de comparación. Sin embargo, tenemos una nota de cautela, ante niveles de ventas aún por debajo de su historia en un entorno de actividad local contenida, limitando el espacio a un mayor crecimiento del sector, donde si bien los niveles de actividad promocional continuarían presentando repuntes durante el año, estos se mantendrían con un peor desempeño que su historia. Por su parte, si bien el retail financiero, debería continuar mostrando recuperaciones en rentabilidad, esperamos mejoras decrecientes hacia 2025, producto de una mayor presión en el costo por riesgo en Chile para el segmento. Finalmente, esperamos ver avances contenidos en Mejoramiento para el hogar hacia la segunda mitad del año, tomando algo de mayor fuerza hacia 2025, ante una débil base de comparación, producto del mayor rezago mostrado en el sector de construcción. Con todo, en retail, esperamos un aumento de 24,7% a/a y 11,8% a/a en Ebitda para 2024 y 2025, respectivamente.

Si bien consideramos que existen espacios de valorización ante las recuperaciones operacionales que ha mostrado la industria, el panorama para el sector aún presenta retos importantes ligados a una demanda interna contenida y un mercado laboral que se deteriora. Sin embargo, vemos valorizaciones atractivas en Ripley (P.O. \$340), luego de las mejoras operacionales. Por su parte, junto a una valorización atractiva, destacamos un carácter más defensivo producto de la mayor exposición a consumo básico en Cencosud (P.O. \$2.300) y SMU (P.O. \$235), también con una recomendación de sobreponderar. Finalmente, tenemos una posición de subponderar para Falabella (P.O. \$2.500) ya que vemos una valorización ajustada en un entorno expectativas de crecimiento contenidas hacia mediano y largo plazo.

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Cencosud	Ebitda	1.586.863	1.634.049	1.631.459	1.701.719	1.767.317
	Margen Ebitda	11%	11%	10%	10%	10%
	Utilidad	619.001	751.279	550.677	653.243	697.118
Falabella	Ebitda	939.849	740.784	1.282.110	1.507.979	1.676.049
	Margen Ebitda	8%	7%	11%	13%	13%
	Utilidad	169.420	60.641	298.597	471.029	589.019
Ripley	Ebitda	85.470	-17.124	103.118	156.832	192.591
	Margen Ebitda	4%	-1%	5%	7%	9%
	Utilidad	21.018	-49.860	9.895	46.972	73.899
SMU	Ebitda	266.332	262.480	250.234	285.396	303.519
	Margen Ebitda	9%	9%	9%	9%	9%
	Utilidad	132.088	88.784	84.289	108.878	122.298



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Real Estate: Proyectos greenfield y brownfield, junto con resultados internacionales, apoyarían crecimiento

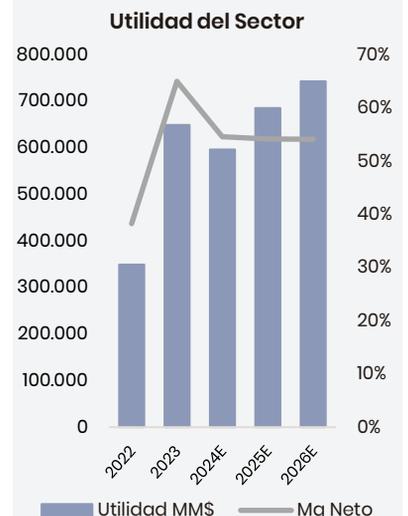
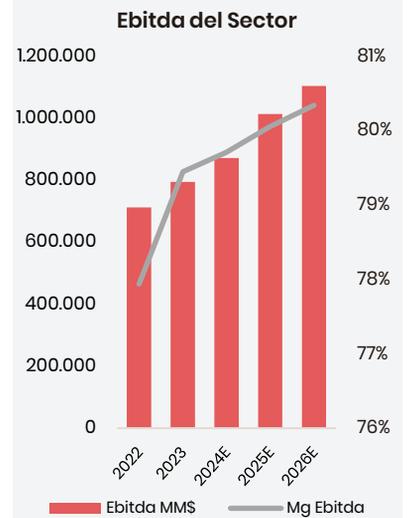
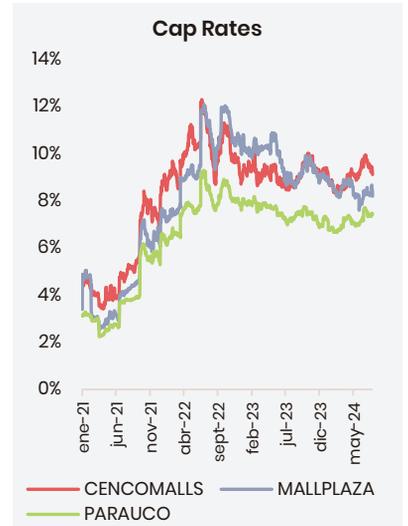
Luego de la recuperación en los resultados durante el año 2022, los crecimientos tanto de ingresos como de Ebitda en el sector se vieron más contenidos durante el año 2023, periodo en el que las compañías presentaron diversos proyectos de expansión, incluyendo la incorporación de nuevos activos y ampliaciones. En un sector donde la mayoría de sus ingresos, alrededor del 85%, proviene de tarifas fijas a los locatarios, se puede apreciar cierta tendencia hacia el aumento de GLA como driver de crecimiento, donde con los proyectos presentados las empresas aumentarían su GLA en un 22% aproximadamente hacia 2027.

Mantenemos nuestra atención en la recuperación del consumo y la demanda interna, factores que podrían incidir en los resultados del sector durante este y el próximo año, a través de un aumento en los flujos de visitantes y las ventas de los locatarios, disminuyendo la probabilidad de presiones futuras en los costos de ocupación. Adicionalmente, la recuperación de la actividad económica puede influir en la parte variable de los ingresos de las compañías, impulsando sus resultados.

Internacionalmente, en Perú y Colombia, las empresas del sector apuntan a un mayor potencial de crecimiento, lugares donde teniendo un menor GLA (“Gross Leaseable Area”) han incrementado sus ingresos alrededor de un 15% más que en Chile, buscando aumentar su presencia en el extranjero con nuevos proyectos en estos países. Las tasas de ocupación del sector se mantienen en niveles estables a medida que se han integrado nuevos activos a sus portafolios, lo que da buenas impresiones de los procesos de incorporación de nuevos activos. Conforme estos terminen sus procesos de maduración, esperamos que aumente la consolidación en la industria con una mayor importancia en el desempeño de activos clave para las empresas del sector.

Nuestro escenario base refleja el efecto de los planes de inversión de las empresas del sector en los ingresos y el Ebitda, aumentando los metros cuadrados arrendables año a año, y considerando márgenes bruto y Ebitda en línea con los niveles posteriores a la pandemia. Encontramos valorizaciones atractivas en Cencomalls (P.O. \$1.750) y Mallplaza (P.O. \$1.650) mientras que mantenemos una posición neutral respecto a Parque Arauco (P.O. \$1.550).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Cencomalls	Ebitda	257.974	283.307	304.617	334.985	360.155
	Margen Ebitda	90%	90%	89%	90%	90%
	Utilidad	181.876	187.330	226.784	231.766	253.026
	Margen Neto	63%	60%	66%	62%	63%
Mallplaza	Ebitda	282.699	322.185	359.307	455.887	497.773
	Margen Ebitda	74%	77%	78%	78%	78%
	Utilidad	156.661	349.759	242.497	308.932	332.042
	Margen Neto	43%	83%	52%	53%	52%
Parque Arauco	Ebitda	170.697	188.159	206.705	221.774	245.091
	Margen Ebitda	70%	71%	72%	72%	73%
	Utilidad	101.032	112.345	127.224	144.742	157.811
	Margen Neto	42%	43%	44%	47%	47%



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 elevada por la sequía, Aguas Andinas ha sido capaz de adaptarse para mantener buenos resultados y condiciones de liquidez favorables frente a inversiones relevantes. Esto gracias a un cómodo perfil de vencimientos de deuda que le permite financiar de buena manera sus proyectos.

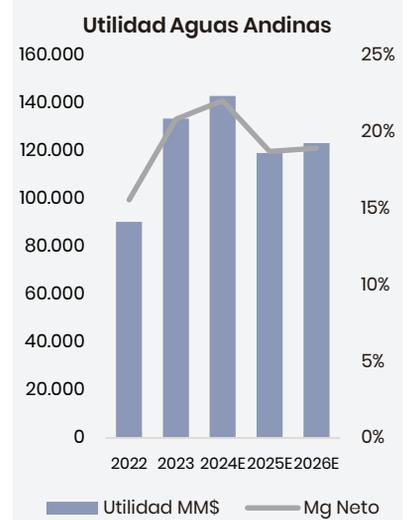
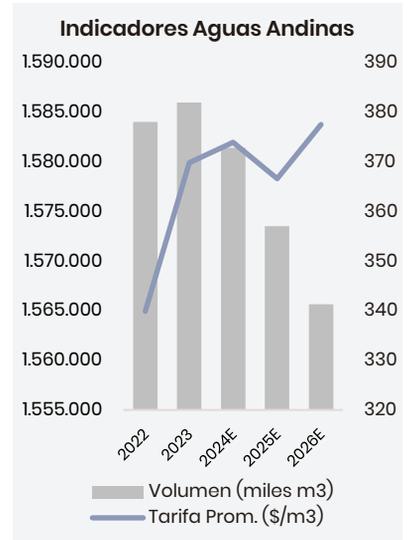
Durante la primera parte del 2024, los buenos niveles del embalse El Yeso le permitieron reducir los gastos asociados a compras de agua hacia canalistas y de energía eléctrica, lo que ayudó a aliviar parcialmente su presión en márgenes. Sin embargo, el menor consumo de clientes durante el segundo trimestre, y mayores costos de insumos químicos, materiales y precios de energía, podrían condicionar sus márgenes para el resto del año.

Para el mediano plazo, esperamos que sus resultados se mantengan estables de cara al próximo proceso tarifario en 2025, con márgenes levemente comprimidos, donde a pesar de reconocer una escasez hidrológica más estructural, las mejores tarifas del último año compensarían el reconocimiento de costos más permanentes. Con esto creemos que su margen Ebitda se estabilizaría 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, apuntando a asegurar el suministro de 36 a 48 horas ante situaciones de turbiedad. También destacan proyectos de reutilización de aguas depuradas, para apoyar el acuerdo con canalistas. A esto se le sumarian nuevos pozos, con 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. \$340) mantendría un espacio de valorización, en particular al alejarse de la posibilidad de racionamiento y por un buen manejo de autonomía en episodios de turbiedad, que probablemente seguirán presentes en el futuro.

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aguas Andinas	Ebitda	295,764	318,287	324,074	312,601	322,255
	Margen Ebitda	51%	50%	50%	49%	50%
	Utilidad	90,251	133,390	142,974	119,121	123,176
	Margen Neto	16%	21%	22%	19%	19%



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Holding: Descuentos siguen favoreciendo 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.

VALORIZACIÓN POR NAV*

AntarChile	
NAV (*) (MMS)	6.324.570
Caja (MMS)	39.681
Deuda holding (MMS)	129.373
GAV holding (MMS)	-43.724
Total Patrimonio (MMS)	6.191.154
# acciones (millones)	456
Descuento holding	40%
P.O. AntarChile (\$/acc)	8.150

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.

IAM	
NAV (*) (MMS)	1.042.310
Caja (MMS)	944
Deuda holding (MMS)	0
GAV holding (MMS)	-2.839
Total Patrimonio (MMS)	1.040.416
# acciones (millones)	1.000
Descuento holding	20%
P.O. IAM (\$/acc)	833

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.

Oro Blanco	
NAV (*) (MMS)	2.214.243
Caja (MMS)	78.970
Deuda holding (MMS)	311.381
GAV holding (MMS)	-21.348
Total Patrimonio (MMS)	1.960.483
# acciones (millones)	212.551
Descuento holding	45%
P.O. Oro Blanco (\$/acc)	6,5

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.

Quiñenco	
NAV (*) (MMS)	8.580.176
Caja (MMS)	1.175.380
Deuda holding (MMS)	1.595.568
GAV holding (MMS)	-301.547
Total Patrimonio (MMS)	7.858.441
# acciones (millones)	1.663
Descuento holding	45%
P.O. Quiñenco (\$/acc)	2.600

(*) 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	2024e	2025e	2024e	2025e
Aguas-A	340	ago-24	Sanitario	11,5x	13,8x	8,8x	9,1x
Andina-B	3.300	ago-24	Consumo	14,2x	13,5x	7,0x	6,6x
Antarchile	8.150	ago-24	Holding	-	-	-	-
Banco de Chile	115	ago-24	Bancario	9,9x	11,8x	-	-
Banco Santander	47	ago-24	Bancario	11,9x	10,1x	-	-
BCI	30.500	ago-24	Bancario	5,5x	5,3x	-	-
CAP	8.100	ago-24	Minero	5,7x	6,4x	4,7x	5,2x
CCU	6.600	ago-24	Consumo	31,3x	16,4x	8,0x	6,9x
Cencomalls	1.750	ago-24	Real Estate	11,5x	11,2x	10,8x	9,9x
Cencosud	2.300	ago-24	Retail	9,3x	7,8x	6,7x	6,5x
CMPC	1.990	ago-24	Forestal	6,3x	6,2x	6,0x	5,9x
Colbún	150	ago-24	Eléctrico	10,5x	8,2x	6,3x	6,4x
Concha y Toro	1.250	ago-24	Consumo	13,0x	10,8x	10,0x	8,8x
Copec	8.000	ago-24	Forestal	10,5x	14,2x	6,1x	7,2x
Enel Américas	120	ago-24	Eléctrico	4,2x	11,5x	3,8x	4,0x
Enel Chile	67	ago-24	Eléctrico	8,8x	9,5x	6,3x	6,2x
Engie Chile	1.050	ago-24	Eléctrico	4,3x	4,6x	6,4x	6,2x
Falabella	2.500	ago-24	Retail	26,5x	16,8x	11,1x	9,5x
IAM	833	ago-24	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	10.800	ago-24	Bancario	6,2x	6,5x	-	-
Latam Airlines	16,8	ago-24	Industrial	12,4x	14,7x	5,0x	5,5x
Mallplaza	1.650	ago-24	Real Estate	12,0x	9,4x	11,2x	8,8x
Oro Blanco	6,5	ago-24	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.550	ago-24	Real Estate	10,8x	9,5x	13,9x	12,9x
Quiñenco	2.600	ago-24	Holding	-	-	-	-
Ripley	340	ago-24	Retail	54,0x	11,4x	23,7x	15,6x
SMU	235	ago-24	Retail	10,5x	8,1x	7,2x	6,3x
SQM-B	45.000	ago-24	Minero	-	8,3x	7,5x	6,6x
Vapores	69	ago-24	Industrial	17,5x	90,5x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security



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.