



# VISIÓN 2025

Departamento de Estudios  
Julio 2025

## Buen comienzo de año da piso a perspectivas de resultados a mediano plazo

En la temporada de resultados de 2024, el impulso proveniente de los sectores bancario, retail, real estate e industrial permitieron compensar el menor desempeño en commodities mineros. Así, si bien para 2025, esperábamos una recuperación en el sector minero, ante una mayor debilidad en precios de commodities, consideramos que el sector continuaría rezagado, manteniendo un mayor impulso en el sector bancario, el sector eléctrico con operaciones fuera de Chile, real estate y retail. En este escenario, la moderación de precios de commodities como consecuencia de mayores tarifas en el comercio mundial, una mayor desaceleración en China y un menor dinamismo en Estados Unidos, junto con una actividad local contenida, se mantienen como riesgos latentes.

Para el **sector bancario**, esperamos un crecimiento en utilidad de 10,7% para el año, cayendo 4,6% hacia 2026, producto de una menor inflación, una mayor normalización en el gasto en provisiones y gastos de apoyo que crecerían levemente por sobre la inflación. Las colocaciones, por su parte, crecerían 5,3% y 6,3% durante 2025 y 2026, respectivamente.

El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría un incremento de 24% anual para el 2025, explicado por la mejora en resultados de Enelam y la conversión de moneda funcional de Enel Chile. El margen Ebitda, en tanto, mostraría un aumento de 5 p.p, explicado por una matriz más eficiente proveniente del proceso de descarbonización, que incluye baterías, y la recuperación hidro en Colombia.

En las compañías del **sector minero**, el Ebitda se mantendría plano respecto a lo observado el 2024, principalmente explicado por la caída en precios de litio que hemos observado en el mercado internacional y el aumento en los costos de producción de hierro para CAP dada la contingencia en mina Los Colorados.

En **retail**, el Ebitda mostraría un avance de 18,5% a/a en 2025, el cual se vería impulsado por una recuperación en el segmento de Mejoramiento para el Hogar, mejoras en Centros Comerciales ante un mayor GLA y el impulso proveniente del turismo de compra junto a mayores eficiencias en Tiendas por departamento. Por otro lado, Supermercados se mostraría algo más contenido.

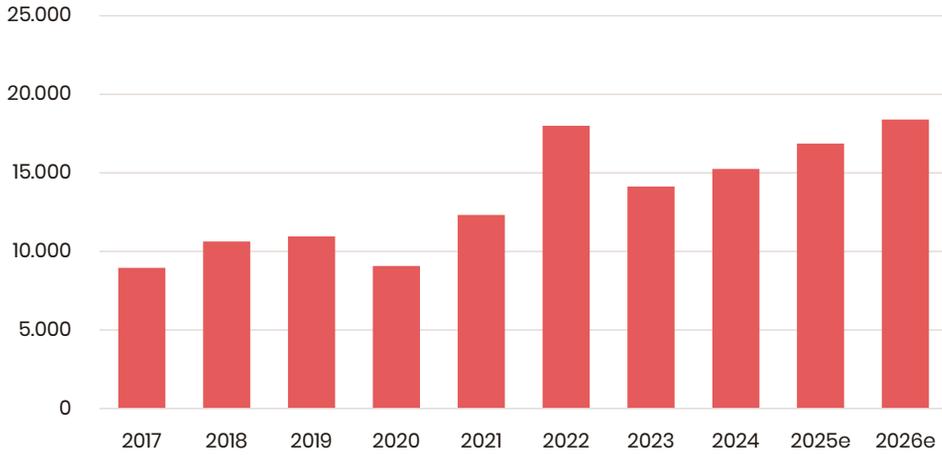
En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura un alza de 11% anual en el Ebitda en pesos para 2025 y 9% para 2026. A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca y CSAV, se registraría un alza de 9% a/a, aumentando 6% a/a para el año 2026. Para este año incorporamos una depreciación de 0,3% en el tipo de cambio promedio local, lo que también influye en la conversión de resultados reportados en dólares.

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

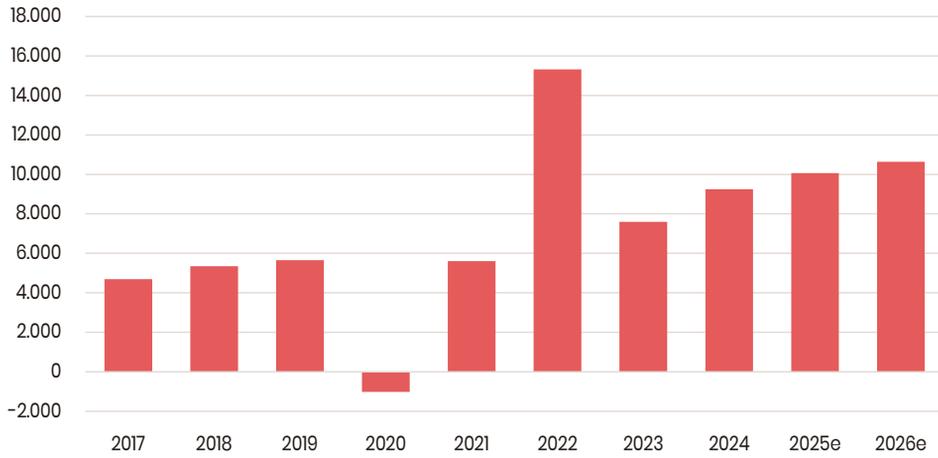
**Roberto Valladares R.**  
Analista Senior de Inversiones  
*roberto.valladares@security.cl*

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

### Evolución Ebitda Muestra (MMM\$)



### Evolución Utilidad Muestra (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

# Bancos: Contenido crecimiento en colocaciones y menor inflación, desacelerarían alzas en resultados del sector

Durante la primera parte de 2025, el sector ha sorprendido favorablemente en resultados, producto de una mayor inflación, una mejora en comisiones netas, buenos niveles de eficiencia y una calidad de cartera que se ha estabilizado. Por otro lado, el crecimiento en colocaciones ha mantenido un bajo dinamismo, alcanzando un crecimiento de 4,3% a/a en mayo. Hacia adelante, esperamos un crecimiento en colocaciones de 5,3% a/a en términos nominales (1,3% en términos reales) para el año, donde el segmento comercial se ha mostrado más débil a lo esperado, postergando las expectativas de un mayor dinamismo hacia 2026. Para el año, nuestro escenario considera un crecimiento de la economía local de 2,3% junto a cifras de inflación que alcanzarían el 4% hacia el cierre de año. En ese sentido, consideramos que los márgenes de interés mostrarían presiones durante el resto del año, considerando que un 0,5% de menor inflación (frente a 2024) tendría un impacto a la baja en torno a 4% en utilidad a nivel de sistema. Por su parte, esperamos una leve mejora en medio de la debilidad que ha mostrado la creación de empleos, llevando a que la tasa de desempleo se ubique en torno a 8,5% durante 2025, en un entorno donde consideramos que los niveles de cobertura no muestran mayores holguras nos lleva a un escenario base con un alza de 4,1% en el gasto en provisiones de los bancos bajo cobertura.

Hacia adelante, consideramos un crecimiento de 6,3% en colocaciones en 2026 (3,2% en términos reales), como consecuencia de un crecimiento esperado de 2,5% para la economía local, junto a una inflación que se ubicaría en torno al rango meta (3%), presionando el margen de interés neto, a la vez que el mercado laboral mostraría una tasa de desempleo en niveles similares a 2025, en torno a 8,5% durante el año, manteniendo las perspectivas en el costo por riesgo a partir de 2026 estables. Hacia el largo plazo, nuestras expectativas se mantienen en un crecimiento esperado de 6% en colocaciones, como consecuencia de una elasticidad de 1,5 veces con respecto al PIB, lo que permitiría una recuperación en la penetración bancaria, alcanzando 89% en 2034, desde el 82% actual.

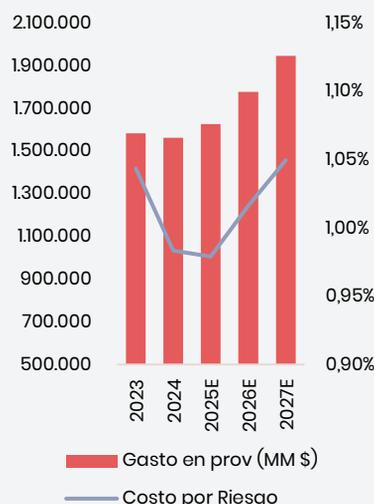
**Con todo, para los bancos bajo cobertura, estimamos un crecimiento en utilidad de 10,7% a/a para 2025, esperando un ajuste de 4,6% hacia 2026. Recomendamos una posición Sobreponderar en Banco de Chile (P.O. \$143) y Neutral en Santander (P.O. \$57), BCI (P.O. \$36.700) e Itaú (P.O. \$11.100).**

ESTIMACIONES MMS		2023	2024	2025e	2026e	2027e
Banco de Chile	MIN	1.890.660	2.140.852	2.229.323	2.295.315	2.520.968
	Utilidad	1.240.491	1.213.858	1.239.599	1.186.178	1.287.945
	ROE	24%	22%	21%	18%	19%
Banco Santander	MIN	1.121.438	1.818.303	1.949.378	1.994.468	2.119.606
	Utilidad	510.814	864.509	1.017.795	959.384	1.011.776
	ROE	12%	20%	19%	17%	17%
BCI	MIN	2.021.093	2.247.257	2.420.866	2.543.427	2.696.685
	Utilidad	682.250	801.642	955.649	942.787	956.747
	ROE	11%	11%	12%	11%	10%
Itaú	MIN	1.118.515	1.178.154	1.128.455	1.174.301	1.241.484
	Utilidad	354.887	376.627	391.767	352.150	372.641
	ROE	14%	11%	10%	9%	9%

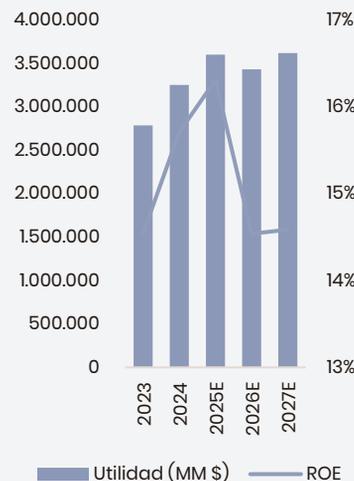
Cartera Morosa Sistema



Gasto en Provisiones



Utilidad del Sector



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

# Eléctrico: Mayores presiones en costos exponen vulnerabilidades, pero también oportunidades de inversión

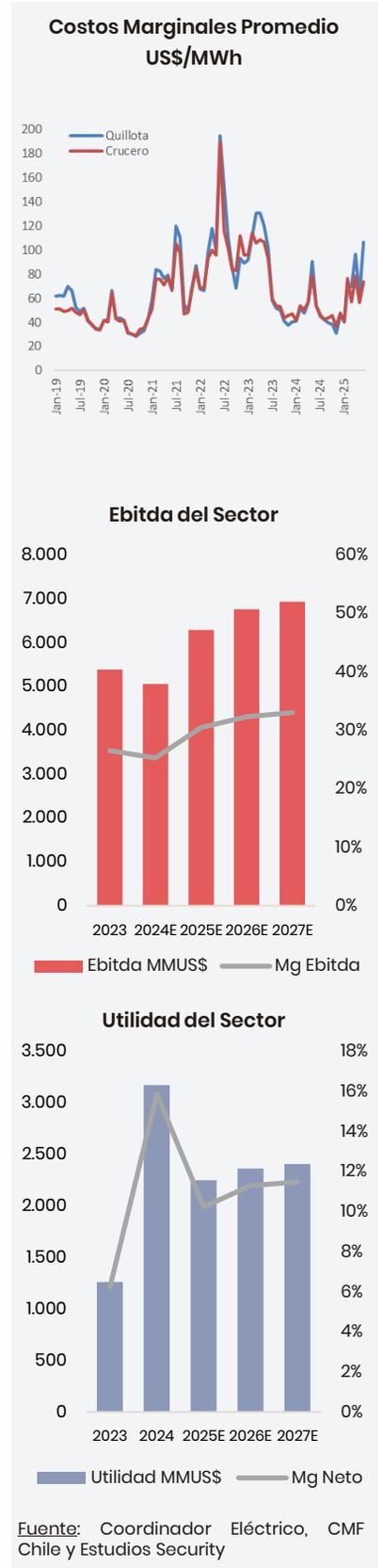
Tras un primer trimestre con buenos resultados, el sector eléctrico ha enfrentado mayores desafíos debido a fallas en distintas centrales térmicas y las secuelas del apagón masivo de febrero. En particular, este evento forzó mantenciones en una línea clave de transmisión durante abril, causando aumentos de los vertimientos de ERNC y una mayor presión en costos marginales, evidenciando la fragilidad del sistema y la necesidad de una mayor capacidad de respaldo.

Si bien se esperaba que los buenos resultados de principios de año se extendieran hacia el siguiente trimestre, el escenario ha mostrado cierta complejidad. A pesar de la retirada del fenómeno de La Niña, las precipitaciones no se han traducido en aumentos significativos de energía embalsada, posiblemente debido a factores climáticos como isotermas bajas, que concentraron las lluvias en forma de nieve, junto a terrenos secos que absorbieron parte importante del agua, limitando el escurrimiento hacia los embalses. No obstante, esto podría implicar mejores condiciones de deshielos y reservas de agua que benefician la época estival.

A nivel regional, la fuerte introducción de energías renovables en Brasil ha llevado a Enelam a desviarse de su plan inicial de ERNC para buscar mejores oportunidades para capitalizar sus inversiones a través de un mayor enfoque en su segmento de distribución. En Colombia, en tanto, el escenario hidrológico ha mostrado una mejora significativa, dejando atrás la sequía, lo que se traduciría en un repunte en resultados para el segmento de generación. Sin embargo, seguimos observando con cautela el entorno político y macroeconómico del país, que no ha permitido un mayor desarrollo del sector.

**Hacia adelante, esperamos observar un mayor enfoque en el desarrollo de tecnologías de almacenamiento, no sólo por el fuerte aumento de energía ERNC (principalmente solar) que ha provocado un marcado desfase de precios entre horas solares y no solares, sino también por las intermitencias observadas en el sistema de transmisión, que han expuesto vulnerabilidades más estructurales del sistema, elevando la urgencia de fortalecer la transmisión. Mientras que, por el lado de las empresas, vemos oportunidades en mejorar su respuesta operativa mediante inversiones en BESS, que permitan mitigar los efectos de vertimientos de energía, que han ido en aumento en los últimos años, acumulando 7% de la generación total a abril de este año. También prevemos que la matriz se vuelva cada vez más diversificada, alejándose de la concentración hidroeléctrica que presentaba hace unos años. Con esto, vemos oportunidades en Enelam (P.O. \$110) y Engie (P.O. \$1.350).**

ESTIMACIONES MMUSS		2023	2024	2025e	2026e	2027e
Engie	Ebitda	403	516	540	570	552
	Margen Ebitda	18%	28%	27%	28%	29%
	Utilidad	-412	228	205	155	142
	Margen Neto	-	12%	10%	8%	7%
Enel Américas	Ebitda	3,749	3,774	4,438	4,843	5,025
	Margen Ebitda	29%	27%	32%	35%	36%
	Utilidad	866	2,741	1,475	1,548	1,598
	Margen Neto	7%	20%	11%	11%	11%



# Minería: Aumento en costos de producción y menores precios de minerales impactarían resultados del sector.

El 2025 ha mostrado un escenario complejo para el litio, con precios que se posicionaron bajo los US\$ 8.500/ton durante el segundo trimestre, explicado por una demanda débil dado los inventarios que se han acumulado del mineral y el cambio en las perspectivas de ventas de vehículos eléctricos. 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. Por otro lado, el acuerdo con Codelco ha demorado en concretarse, incorporando cierta incertidumbre al papel.

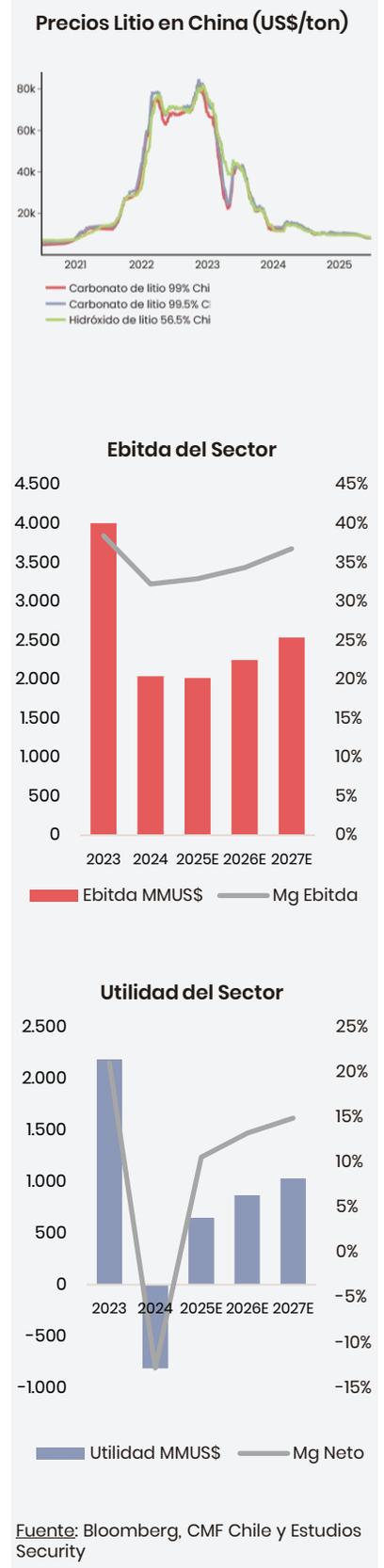
Esperamos que el 2025 continúe marcado por una baja demanda, proyectando un precio del carbonato de litio que debiese aumentar gradualmente para posicionarse a final de año en entorno a US\$ 9.000/ton y con un precio de largo plazo que alcance los US\$ 14.000/ton. Por otro lado, el negocio de yodo ha mostrado un buen rendimiento, con precios en niveles históricamente altos, debido a la baja oferta, lo que esperamos se mantenga durante el presente año, pero experimente una corrección a medida que entra nueva oferta al mercado.

Por el lado de CAP, el precio del hierro ha fluctuado entre los US\$ 108/ton y los US\$ 95/ton durante el 2025, con variaciones menores a lo esperado pese al escenario de tarifas que enfrenta EE.UU. y China. Se espera que durante el presente año el precio se mueva en torno a los niveles actuales, lo que se explica por un sector construcción en China que, si bien ha mostrado menor actividad durante el último tiempo, los estímulos del gobierno chino debieran sostener estos niveles. Sin embargo, los volúmenes de producción de hierro de CAP para el 2025 han sido afectados por la detención de la operación en una parte de la mina Los Colorados, lo que también genera costos extras para la compañía que debiesen persistir al menos en el corto plazo. Por otro lado, los costos del cierre de la planta siderúrgica ya han sido incurridos, pero deberá tener costos menores por la pertenencia del activo.

Para el resto de 2025 esperamos que los precios de litio experimenten una leve recuperación a finales del año, mientras que los precios de hierro fluctuarían en torno a los US\$ 100/ton, lo cual estará sujeto a los efectos que tengan la imposición de las tarifas en la demanda y a cómo evolucionen los inventarios de los materiales. Lo anterior se traduce en un aumento del EBITDA en 2025 de +1% a/a para SQM y una caída de -8% a/a para CAP, con un precio promedio anual de litio vendido en torno a US\$ 8.700/ton y un precio promedio de hierro de US\$ 93/ton, respectivamente. Por otro lado, los márgenes debiesen ajustarse con estas variaciones de precio y los costos asociados a las nuevas condiciones de la operación.

**Con todo, el precio objetivo de 12 meses para SQM es de \$41.100 y para CAP de \$6.100, con recomendación Neutral, considerando las condiciones actuales de los sectores y las complicaciones operacionales que han enfrentado en el último tiempo ambas empresas.**

ESTIMACIONES MMU\$		2023	2024	2025e	2026e	2027e
CAP	Ebitda	825	569	522	643	726
	Margen Ebitda	28%	32%	28%	33%	35%
	Utilidad	176	-408	10	119	155
	Margen Neto	8%	-23%	1%	6%	8%
SQM	Ebitda	3.180	1.473	1.498	1.608	1.814
	Margen Ebitda	43%	33%	35%	35%	37%
	Utilidad	2.012	-404	639	749	876
	Margen Neto	27%	-9%	15%	16%	18%



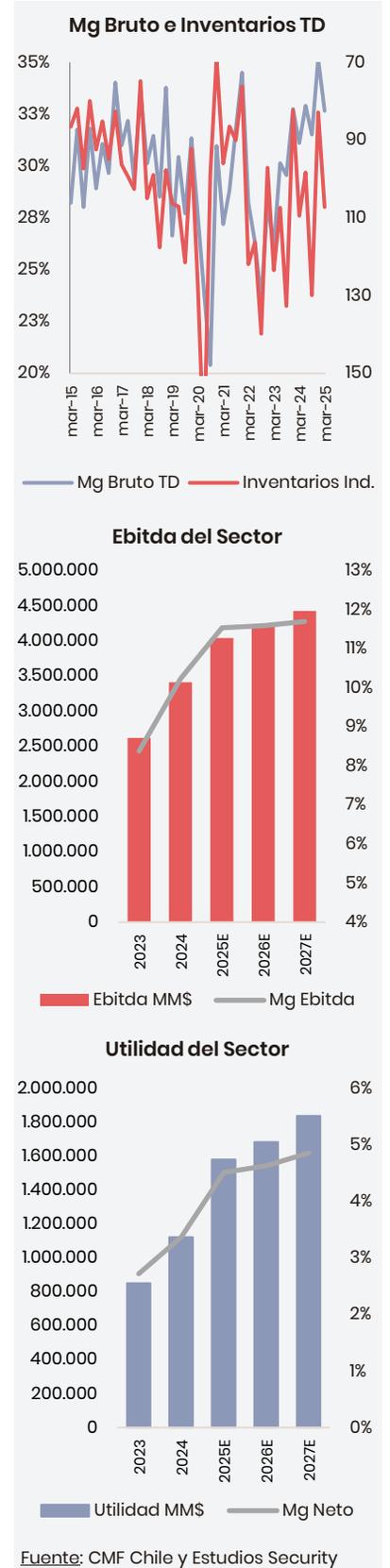
# Retail: Turismo de compras y buen manejo de inventarios mantienen perspectivas favorables de resultados

El sector ha continuado con la recuperación de resultados de la mano de una expansión de márgenes en Tiendas por Departamento y en el segmento bancario. En Tiendas por departamento, la mejora se da ante un impulso relevante del turismo de compras, especialmente desde Argentina, apoyado en un mejor manejo de inventarios y un mix de ventas con mayor relevancia en categorías de mejor margen, lo que se ha traducido en menores niveles de actividad promocional. 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 un mejor comportamiento de pagos, a la vez que el sector retomó un mayor crecimiento en colocaciones. Por su parte, si bien el segmento de supermercados se muestra más rezagado, producto de niveles de actividad local que se mantienen contenidos y una mayor actividad promocional en algunos segmentos, se ve una mejora con respecto a principios de año, mientras que en Mejoramiento del Hogar si bien se ve una recuperación, esta aún presenta amplios espacios hacia adelante.

Para 2025, consideramos que el consumo discrecional continuaría mostrando un buen dinamismo apoyado en el turismo de compras, aunque desacelerándose hacia la segunda mitad del año ante una mayor base de comparación, a diferencia de Mejoramiento para el Hogar donde vemos un crecimiento más sostenido a lo largo del año. La actividad promocional, en tanto, se mantendría en niveles favorables, con espacios limitados de mejora en margen bruto. Por otro lado, el retail financiero, debería mostrar presiones provenientes de un mayor costo por riesgo en Chile, ante un mayor crecimiento de cartera y un desempeño acotado en el mercado laboral. Hacia el largo plazo no vemos mayores mejoras en márgenes producto de los atractivos márgenes que alcanzaría la industria durante el año, estabilizándose en torno a estos niveles. Con todo, en retail, esperamos un aumento de 18,5% a/a y 4,2% a/a en Ebitda para 2025 y 2026, respectivamente.

Luego de las sorpresas positivas que ha mostrado la industria, consideramos que se han acotado significativamente los desafíos ligados a una demanda interna contenida y un débil mercado laboral, escenario que ha sido ampliamente recogido por el mercado, llevando a una valorización ajustadas en Falabella (P.O. \$3.750), con una recomendación neutral, mientras que recomendamos sobreponderar Ripley (P.O. \$450), ante una valorización más atractiva.

ESTIMACIONES MMS		2023	2024	2025e	2026e	2027e
Falabella	Ebitda	740.784	1.451.561	1.861.643	1.936.095	2.052.228
	Margen Ebitda	7%	12%	15%	14%	15%
	Utilidad	60.641	480.944	770.884	805.150	893.624
Ripley	Ebitda	-17.124	173.241	210.215	195.222	202.794
	Margen Ebitda	-1%	8%	10%	9%	9%
	Utilidad	-49.860	54.051	79.845	70.963	77.439



## Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2025e	2026e	2025e	2026e
Aguas-A	380	ene-25	Sanitario	14,6x	13,4x	9,4x	8,9x
Andina-B	3.550	ene-25	Consumo	15,1x	14,1x	8,0x	7,5x
Banco de Chile	143	jul-25	Bancario	11,5x	12,0x	-	-
Banco Santander	57	jul-25	Bancario	10,7x	11,4x	-	-
BCI	36.700	jul-25	Bancario	8,8x	8,9x	-	-
CAP	6.100	jul-25	Minero	79,1x	6,3x	6,8x	5,5x
CCU	6.750	ene-25	Consumo	20,3x	13,8x	7,3x	6,2x
Cencomalls	2.000	ene-25	Real Estate	13,3x	11,8x	11,2x	10,4x
Cencosud	2.950	ene-25	Retail	14,4x	13,3x	12,1x	11,6x
Concha y Toro	1.400	ene-25	Consumo	9,1x	8,6x	7,4x	7,1x
Enel Américas	110	jul-25	Eléctrico	7,0x	6,6x	3,6x	3,2x
Enel Chile	70	ene-25	Eléctrico	8,8x	7,6x	6,0x	5,8x
Engie Chile	1.350	jul-25	Eléctrico	7,0x	9,2x	6,4x	6,0x
Falabella	3.750	jul-25	Retail	15,9x	15,3x	9,8x	9,4x
IAM	873	ene-25	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	11.100	jul-25	Bancario	7,1x	7,9x	-	-
Latam Airlines	18,1	ene-25	Industrial	13,8x	10,7x	5,4x	4,8x
Mallplaza	2.050	ene-25	Real Estate	13,7x	12,5x	12,2x	11,2x
Oro Blanco	6,1	ene-25	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.790	ene-25	Real Estate	13,1x	10,8x	13,0x	12,0x
Quiñenco	2.755	ene-25	Holding	-	-	-	-
Ripley	450	jul-25	Retail	10,6x	12,0x	13,3x	14,3x
SMU	210	ene-25	Retail	10,7x	8,4x	7,7x	6,8x
SQM-B	41.100	jul-25	Minero	15,4x	13,0x	8,7x	8,0x
Vapores	58	ene-25	Industrial	35,8x	44,7x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

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.