



VISIÓN 2025

Departamento de Estudios
Enero 2025

Un año de consolidación del consumo

Durante 2024, una buena hidrología en el sector eléctrico, un mayor crecimiento en GLA en el sector de real estate y una recuperación del consumo en retail apoyada en menores niveles de actividad promocional permitieron impulsar los resultados de las compañías bajo cobertura durante el año. Para 2025, esperamos que una recuperación en el sector minero, un mejor desempeño en el sector eléctrico con operaciones fuera de Chile, un mayor GLA en real estate y una mejora en retail y consumo impulsen los resultados. En este escenario, la moderación de precios de commodities como consecuencia del 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 una caída en utilidad de -3,8% para el año, creciendo 2,7% hacia 2026, afectado por una menor inflación, un mayor gasto en provisiones y gastos de apoyo que crecerían por sobre la inflación. Las colocaciones, por su parte, crecerían 5,8% y 5,6% durante 2025 y 2026, respectivamente.

En tanto, el **sector consumo** mostraría un crecimiento de 10,5% a/a en Ebitda, mostrando un alza contenida en los volúmenes de vinos, gaseosas, aguas y jugos, acompañado de una mejora en márgenes, producto de menores precios de materias primas y una mejora en eficiencias. Por su parte, vemos una recuperación gradual en las operaciones en Argentina.

El Ebitda del **sector eléctrico** mostraría un incremento de 9% anual para el 2025, explicado principalmente por la mejora en resultados proveniente de Enelam. El margen Ebitda, en tanto, mostraría un aumento a nivel del sector de 2 p.p, mostrando una matriz más eficiente proveniente del proceso de descarbonización y la introducción de energías renovables, que incluye baterías.

El **sector industrial** estaría marcado por menores tarifas navieras a medida que se regule el tráfico en el Mar Rojo. Por otro lado, esperamos que continúen los buenos resultados de Latam Airlines, con un foco por parte de la empresa en mejorar sus márgenes con un aumento de flota más moderado.

En las compañías del **sector minero**, el Ebitda aumentaría impulsado por un aumento en los precios de litio para SQM y volúmenes de hierro que se recuperarían en el caso de CAP una vez que se normalice el proceso de extracción de la mina Los Colorados. También, el cierre del negocio de acero de CAP dejaría de tener efectos negativos en los flujos de la compañía.

El sector **real estate** registraría un crecimiento de 16% a/a en Ebitda durante 2025, impulsado por el aumento de los ingresos derivados de un mayor GLA y la maduración de activos incorporados recientemente, junto con incrementos en los ingresos por metro cuadrado.

En **retail**, el Ebitda mostraría un avance de 8,5% 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 mayores eficiencias en Tiendas por departamento. Por otro lado, Supermercados se mostraría algo más contenido.

Por último, el **sector sanitario** (medido por Aguas Andinas) mostraría en 2025 un margen Ebitda de 51%, impulsado por mejores tarifas y menores compras de aguas, lo que sería compensado por una estructura de costos aún presionada. Con esto, esperamos una mejora progresiva en márgenes con la introducción de nuevos proyectos, estabilizándose en ~53% hacia el largo plazo.

En resumen, estimamos para la muestra bajo cobertura un alza de 12% anual en el Ebitda en pesos para 2025, 11% para 2026. A nivel de utilidad, incluyendo las cifras reportadas por la banca y CSAV, se registraría un alza de 5% a/a, aumentando 12% 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.

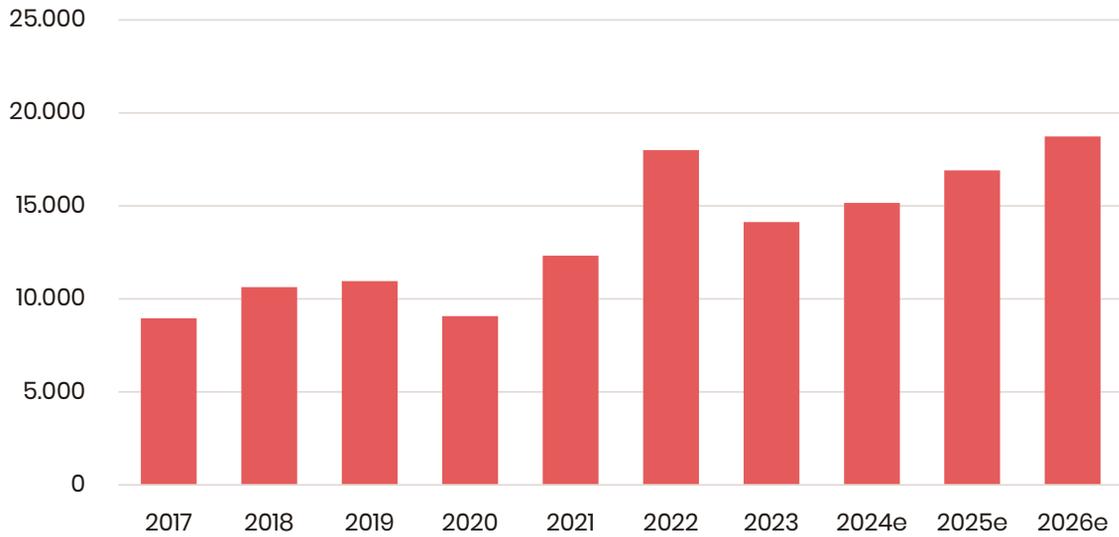
Resumen Variaciones Anuales

Variaciones a/a	Ebitda				Utilidad			
	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Bancario					-20%	16%	-4%	3%
Consumo	-1%	11%	11%	10%	-3%	26%	8%	17%
Eléctrico	-18%	20%	9%	11%	16%	189%	-31%	17%
Industrial	116%	43%	4%	13%	-95%	297%	-11%	17%
Minería	-43%	-42%	24%	12%	-50%	-135%	-260%	25%
Real Estate	12%	16%	16%	9%	46%	-5%	17%	10%
Retail	-9%	28%	8%	8%	-10%	28%	13%	17%
Sanitario	8%	1%	9%	6%	48%	-6%	12%	9%

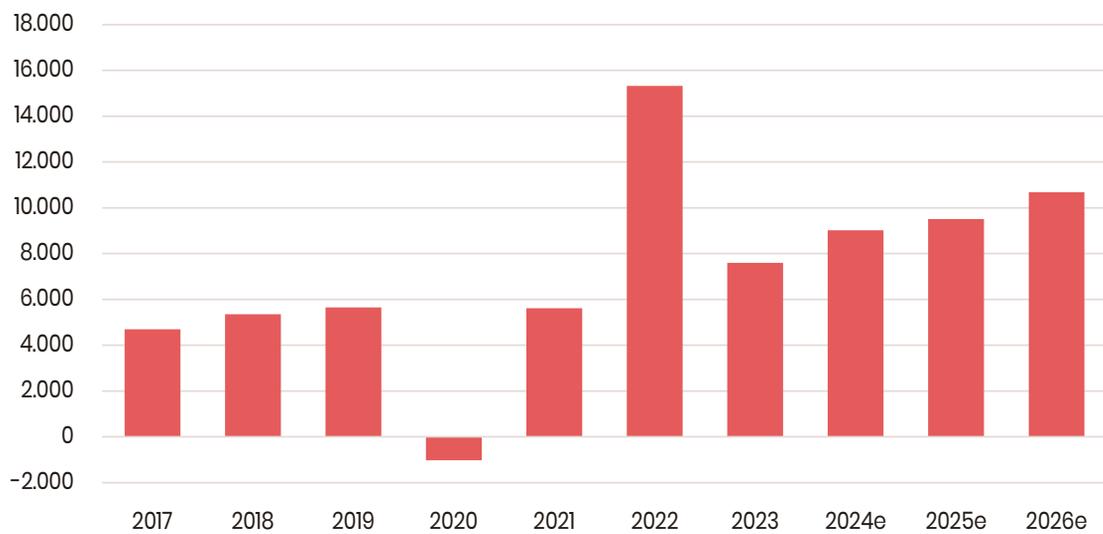
Resultados en millones de CLP\$ (conversión: \$840 para el 2023, \$943 para el 2024, \$947 para el 2025 y \$956 para el 2026)

Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Evolución Ebitda Muestra (MMM\$)



Evolución Utilidad Muestra (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Bancos: Menor inflación y un mayor gasto en provisiones presionarían resultados durante 2025

Para 2025, esperamos un crecimiento en colocaciones de 5,8% a/a en términos nominales (2,2% en términos reales), donde el segmento comercial retomaría un mayor crecimiento, luego de un débil 2024 e impulsado por segmentos que se han visto más rezagados como construcción, esperando un crecimiento de la economía local de 1,8% junto a cifras de inflación que alcanzarían el 3,5% hacia el cierre de año. En ese sentido, consideramos que los márgenes de interés mostrarían presiones a lo largo del año, considerando que un 1,3% de menor inflación (frente a 2024) tendría un impacto a la baja en torno a 4,8% en utilidad a nivel de sistema. Por su parte, una economía que se mantiene contenida junto a un débil mercado laboral llevaría a que la tasa de desempleo se ubique en torno a 8,9% durante el año, en un entorno donde consideramos que los niveles de cobertura se encuentran ajustados, nos lleva a un escenario base con un alza de 16,7% en el gasto en provisiones de los bancos bajo cobertura.

Hacia adelante, consideramos un crecimiento de 5,6% en colocaciones en 2026 (2,5% 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 presionando levemente el margen de interés neto, a la vez que el mercado laboral mostraría una mejora en el margen, con una tasa de desempleo que se ubicaría en torno a 8,3% durante 2026, mejorando las perspectivas en el costo por riesgo. 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 2033, desde el 83% actual.

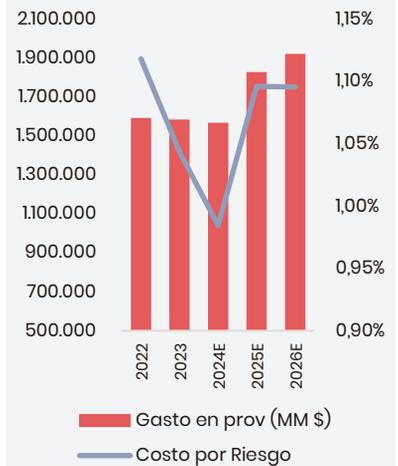
Con todo, para los bancos bajo cobertura, estimamos una caída en utilidad de -3,8% a/a para 2025, retomando un crecimiento de 2,7% hacia 2026. Recomendamos una posición Neutral en Santander (P.O. \$54), Banco de Chile (P.O. \$129), BCI (P.O. \$31.500) e Itaú (P.O. \$11.700).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Banco de Chile	MIN	2.235.546	1.890.660	2.140.851	2.226.776	2.203.546
	Utilidad	1.407.432	1.240.491	1.207.392	1.100.446	1.082.425
	ROE	29%	24%	22%	19%	18%
Banco Santander	MIN	1.598.346	1.121.438	1.818.303	1.934.024	2.033.615
	Utilidad	823.857	510.814	857.623	873.859	920.790
	ROE	20%	12%	18%	17%	16%
BCI	MIN	2.309.716	2.021.093	2.247.257	2.344.210	2.431.091
	Utilidad	820.821	682.250	801.644	770.327	820.757
	ROE	17%	11%	12%	11%	11%
Itaú	MIN	1.121.357	1.118.515	1.196.752	1.243.138	1.264.739
	Utilidad	433.744	354.887	376.799	374.259	378.614
	ROE	15%	14%	11%	10%	10%

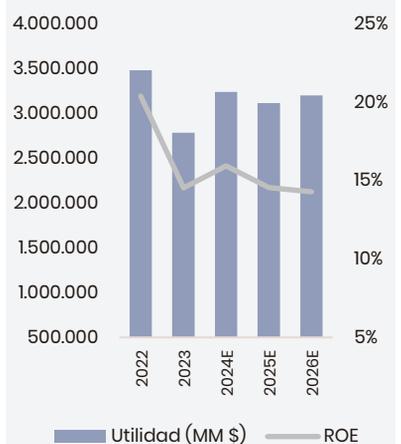
Cartera Morosa Sistema



Gasto en Provisiones



Utilidad del Sector



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

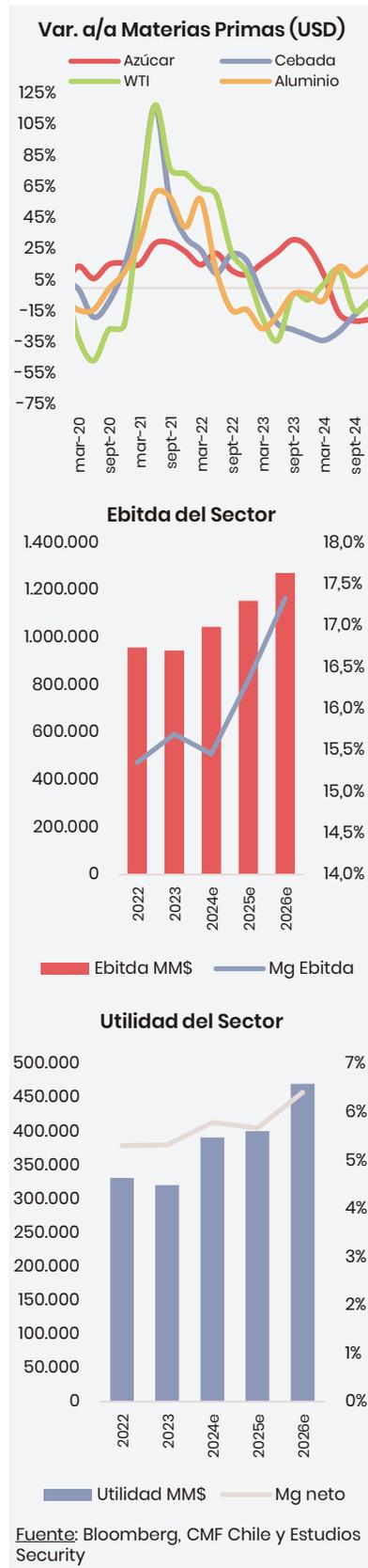
Consumo: Recuperación de márgenes y operaciones en Argentina impulsarían mejora en resultados

Esperamos que los volúmenes presenten una mejora contenida en los segmentos de gaseosas, aguas y jugos en Chile durante el año, afectados por menores temperaturas durante el primer trimestre frente a 2024, producto del Fenómeno de la Niña, tomando un mayor impulso hacia la segunda parte del año, mientras que los precios se ubicarían en línea con la inflación, lo que, junto a algunas mejoras en los precios de materias primas, llevaría a una recuperación en márgenes. Por su parte, si bien el segmento de alcoholes continuaría con presiones en volúmenes y márgenes, esperamos una recuperación acotada, como consecuencia de una débil base de comparación, este se mantendría presionado hacia el largo plazo. Hacia 2026, en tanto, esperamos que continúe una recuperación de márgenes, acompañado de un mayor dinamismo en volúmenes en Chile. En Argentina, se han ido consolidado las mejoras en las perspectivas locales, como consecuencia de las reformas impulsadas por el gobierno, llevando a una moderación en la inflación e impulsando las expectativas en el consumo local, acompañado de una mejora en el riesgo país.

En vinos, esperamos que se mantenga una recuperación moderada en volúmenes, como consecuencia de cambios sociodemográficos y un bajo dinamismo en el mercado europeo, conteniendo las perspectivas de demanda en el sector. Por su parte, vemos espacios acotados de mejoras en márgenes, ante una base de comparación más normalizada, llevando a alzas en Ebitda para el segmento, producto de menores niveles de producción en el mercado europeo y una mejora en el manejo de inventarios.

En definitiva, esperamos un crecimiento en Ebitda de 10,5% y 10,2% durante 2025 y 2026, 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 un mejor panorama en Argentina. Vemos oportunidades en Concha y Toro (P.O. \$1.400), mientras que recomendamos una posición Neutral en Andina-B (P.O. \$3.550) y CCU (P.O. \$6.750).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Emb. Andina	Ebitda	464.510	470.108	556.425	575.338	610.910
	Margen Ebitda	17%	17%	18%	18%	18%
	Utilidad	125.498	171.441	210.536	239.036	254.694
CCU	Ebitda	357.926	379.402	339.556	411.625	486.445
	Margen Ebitda	13%	15%	12%	14%	16%
	Utilidad	118.167	105.654	116.069	109.754	161.435
Concha y Toro	Ebitda	135.227	95.423	148.259	167.143	174.791
	Margen Ebitda	15,5%	11%	15%	16%	17%
	Utilidad	87.213	43.126	77.496	88.426	93.315
	Margen Neto	10%	5%	8%	9%	9%



Eléctrico: Normalización de escenario hidrológico y diversificación energética implicarían mayor estabilidad en resultados

A pesar de que se pronosticaba una temporada de lluvias discreta para el 2024 a causa del fenómeno de La Niña, el retraso y debilitamiento de este permitieron cerrar el año con un balance hídrico positivo. Además, la temporada de deshielos permitió terminar el año con niveles de energía embalsada por sobre el promedio, lo que permitiría impulsar los resultados del primer trimestre de 2025.

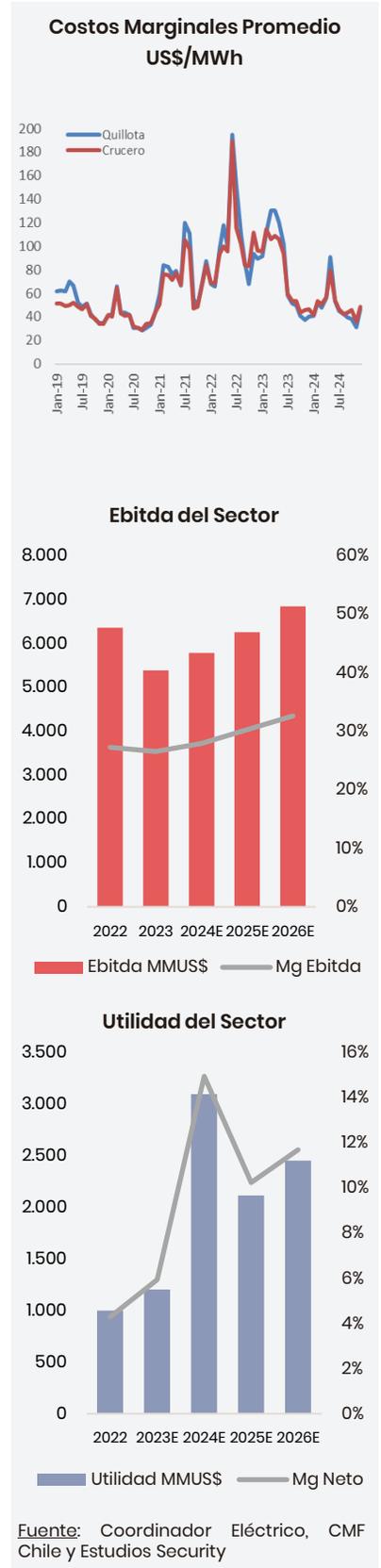
Para el este año esperamos que los buenos resultados esperados para inicios de año se traspasen hacia el segundo semestre, dada la retirada del fenómeno de La Niña para pasar a un escenario más bien neutral desde marzo en adelante. A esto se le suma la gran cantidad de ERNC (energía renovable no convencional), inyectada al sistema, lo que ayudaría a mantener costos marginales contenidos y más estables. De esta manera, las compañías locales del sector lograrían cerrar un año con buenos resultados, aunque menores considerando la buena base de comparación de 2024.

Para la región, la fuerte introducción de energías renovables en Brasil ha llevado a Enelam a desviarse de su plan inicial de ERNC para buscar mejores oportunidades de capitalizar sus inversiones, dándole mayor enfoque a su segmento de distribución. En Colombia, en tanto, seguimos mirando con cautela el escenario hidrológico, donde la sequía, que ha golpeado con fuerza la región, se ha prolongado más de lo esperado a pesar del debilitamiento de La Niña. Dicho esto, con una probabilidad neutral de precipitaciones para el 2025, esperaríamos una mejora a nivel de lluvias en la región con respecto al escenario actual, lo que con llevaría un repunte en resultados para el segmento de generación.

Hacia adelante, esperamos observar un mayor enfoque en el desarrollo de tecnologías de almacenamiento, dada la gran cantidad de energía ERNC que se ha inyectado al sistema (principalmente solar) y que ha causado un marcado desfase de precios entre horas solares y no solares en el sistema, junto con vertimientos de energía que acumularon 7% de la generación total de 2024 (+149% a/a). No obstante, también prevemos que la matriz se vuelva cada vez más diversificada, alejándose de la concentración hidroeléctrica que presentaba hace unos años, permitiendo así que el sistema pueda reducir su dependencia de condiciones hidrológicas favorables para que las compañías muestren buenos resultados. Con esto, vemos oportunidades en Enel Chile (P.O. \$70), Enelam (P.O. \$120) y Engie (P.O. \$1150).

ESTIMACIONES MMUSS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Engie	Ebitda	189	403	517	512	564
	Margen Ebitda	10%	18%	28%	29%	32%
	Utilidad	-389	-412	218	146	185
	Margen Neto	-	-	12%	8%	10%
Enel Américas	Ebitda	4,825	3,749	3,846	4,436	4,932
	Margen Ebitda	31%	29%	28%	32%	34%
	Utilidad	-44	866	2,678	1,399	1,609
	Margen Neto	-	7%	19%	10%	11%
Enel Chile*	Ebitda	1,344	1,237	1,419	1,312	1,353
	Margen Ebitda	24%	24%	29%	27%	28%
	Utilidad**	1,433	751	202	571	661
	Margen Neto	25%	14%	4%	12%	13%

* Resultados 2023 y 2024 son proforma, dolarizados según tipo de cambio promedio para facilitar comparación.
 ** Utilidad 2024 incorpora efecto no recurrente por dolarización de EEFF (a partir de 2025) por unos USD 450 millones netos



Industrial: Se anticipan normalización de tarifas navieras para HL y mejoras operacionales adicionales en Latam Airlines.

El conflicto en el Mar Rojo ha obligado a las empresas navieras a redirigir los barcos que transitan por esa ruta, generado así que las tarifas se mantengan altas 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 mejoró los resultados del 2024. Sin embargo, esperamos que a medida que se llegue a una resolución del conflicto los precios de las tarifas debiesen reversar 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 el próximo año, sumado a que podríamos ver un efecto en el comercio internacional con las restricciones que podría imponer el nuevo gobierno de Estados Unidos.

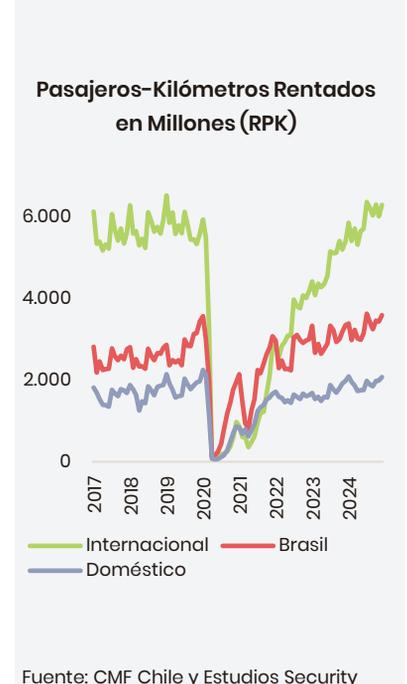
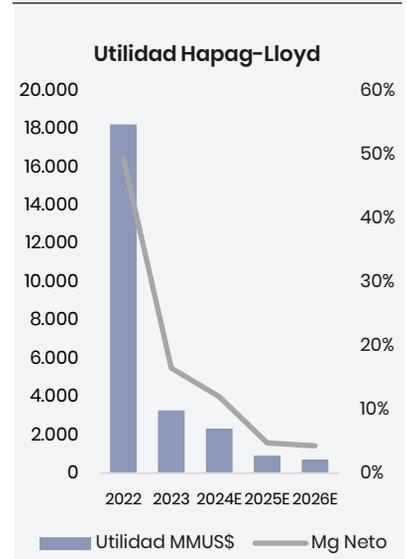
Por el lado de Latam Airlines, hemos observado una recuperación casi total en el tráfico aéreo durante el segundo semestre del 2024, con resultados históricamente altos que revelan el mejoramiento de la operación por parte de la compañía, post la reorganización que llevaron a cabo durante la pandemia. La empresa se ha esforzado en reducir sus niveles de deuda y mantener una estructura financiera sólida. Por otro lado, el levantamiento de restricciones a la venta del papel por parte de los ex-acreedores ha mostrado tener un impacto menor en la acción, reduciendo el temor a volatilidades en el precio de la acción.

Sin embargo, una situación económica mundial compleja y un debilitamiento del real brasilero podría opacar el buen momento que experimenta la compañía, 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 es de \$58, con un dividend yield estimado de 13%, pero el pago de las retenciones desde Alemania podría aumentar el monto a pagar en US\$ 478 millones, elevando el dividend yield a 44%. Nuestro precio objetivo para Latam Airlines es de \$18,1, entregando una recomendación de sobreponderar.

ESTIMACIONES MMUSD		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Hapag-Lloyd	Ebitda	20.749	5.002	4.503	3.474	2.992
	Margen Ebitda	56%	25%	23%	18%	18%
	Utilidad	18.222	3.285	2.337	913	727
CSAV	Margen Neto	49%	16%	12%	5%	4%
	Utilidad	5.563	258	371	274	218
Latam Airlines	Var. a/a	73%	-95%	44%	-26%	-20%
	Ebitda	1.058	2.375	3.034	3.143	3.524
	Margen Ebitda	11%	20%	23%	23%	25%
Latam Airlines	Utilidad	1.064	111	932	879	1.120
	Margen Neto	11%	1%	7%	6%	8%

Valorización CSAV	
P.O. Hapag-Lloyd (US\$)	129
Nº Acciones H-L MM	175,8
Participación CSAV	30%
IER MMUSD	6.819
Caja CSAV MMUSD	93
Deuda Neta CSAV MMUSD	1
GAV CSAV MMUSD	-164
Nº Acciones CSAV MM	51.320
Descuento por Holding	50%
P.O. CSAV (\$)	58



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 se posicionaron bajo los US\$ 10.000/ton durante el segundo semestre, explicado por una demanda que se ha mantenido débil dada la gran cantidad de inventario que aún existe del mineral y la desaceleración en las 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.

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\$ 12.500/ton y con un precio de largo plazo que se mantiene en US\$ 15.000/ton. Por otro lado, el negocio de yodo ha mostrado un buen rendimiento, con precios en niveles históricamente altos, debido a la baja oferta, sin embargo, esperamos que estos precios se regulen a medida que veamos la entrada de nuevos proyectos al mercado.

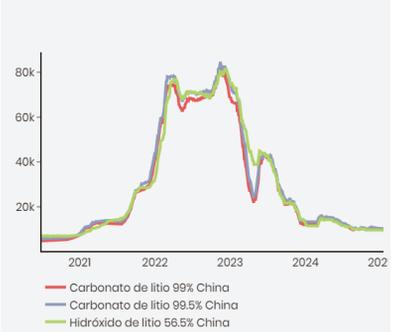
Por el lado de CAP, el precio del hierro fluctuó entre los US\$ 144/ton y los US\$ 90/ton durante el 2024, para iniciar el 2025 en US\$ 100/ton. Se espera que durante el presente año el precio se mueva en torno a los niveles actuales, lo que se explica por un sector construcción en China, que, si bien ha mostrado menor actividad durante el último tiempo, se espera que estímulos del gobierno puedan reactivarlo. Cabe mencionar que los volúmenes de producción de hierro de CAP para el 2025 debiesen estar afectados por la detención de la operación en una parte de la mina Los Colorados, lo que también podría generar costos extras para la compañía. Por otro lado, los costos del cierre de la planta siderúrgica ya han sido incurridos y este segmento de negocios no debiese representar pérdidas futuras para la compañía.

El 2025 apunta a que los precios de los commodities mineros experimentarán variaciones leves, 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 un aumento del EBITDA en 2025 de +21% a/a para SQM y un EBITDA que crece +32% a/a para CAP, con un precio promedio anual de litio vendido en torno a US\$ 11.400/ton y un precio promedio de hierro de US\$ 94/ton. Por otro lado, los márgenes debiesen ajustarse con estas variaciones de precio y con costos afectados por la inflación, pero beneficiarse en menor medida de la disminución en costos de transporte.

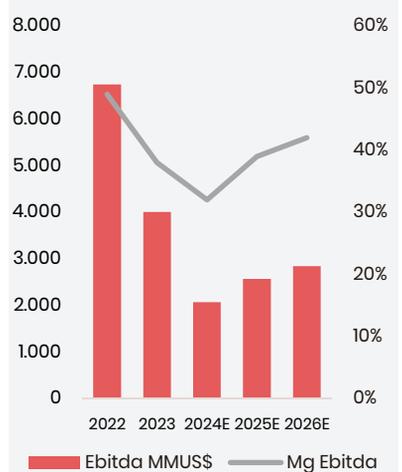
Con todo, el precio objetivo de 12 meses para SQM es de \$44.700 y para CAP de \$6.700, con recomendación Neutral en SQM y en CAP, considerando la incertidumbre que presenta el sector.

ESTIMACIONES MMU\$		2022	2023	2024e	2025e	2026e
CAP	Ebitda	910	825	565	742	658
	Margen Ebitda	30%	28%	28%	38%	35%
	Utilidad	287	176	-313	139	93
	Margen Neto	10%	8%	-15%	6%	4%
SQM	Ebitda	5.838	3.180	1.507	1.827	2.188
	Margen Ebitda	55%	43%	34%	40%	45%
	Utilidad	3.906	2.012	-359	934	1.232
	Margen Neto	36%	27%	-8%	20%	25%

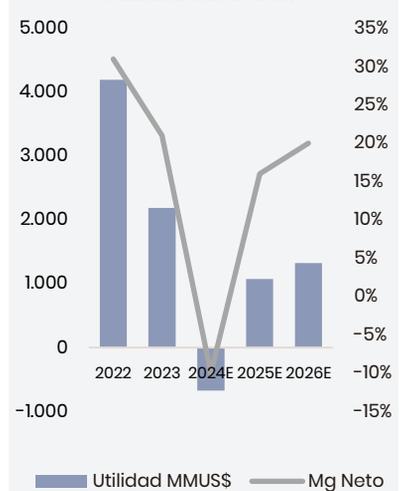
Precios Litio en China (US\$/ton)



Ebitda del Sector



Utilidad del Sector



Fuente: Bloomberg, CMF Chile y Estudios Security

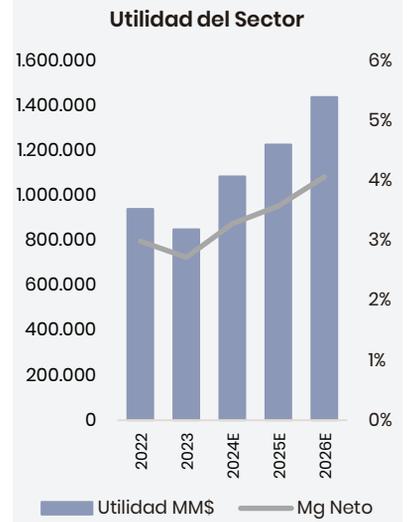
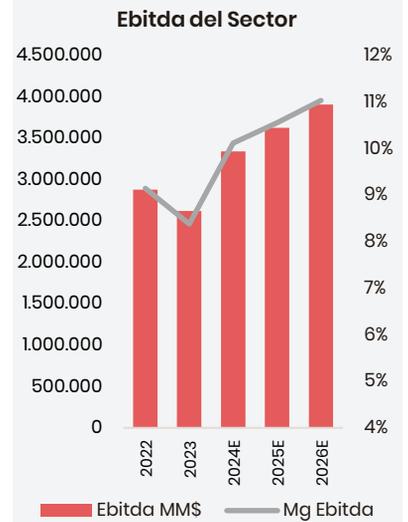
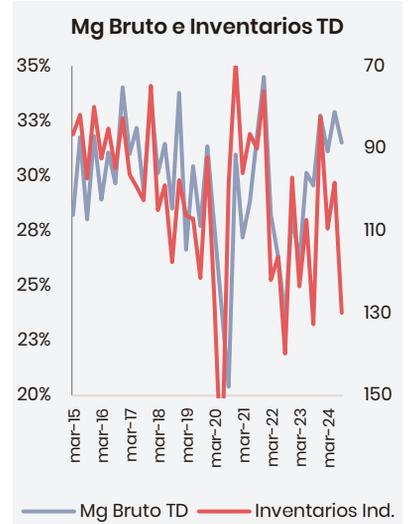
Retail: Mejoramiento del hogar empujaría resultados, mientras que la actividad se mantiene contenida

El sector ha visto una destacada recuperación de resultados de la mano de una recuperación de márgenes en Tiendas por Departamento y en el segmento bancario. En Tiendas por departamento, la mejora se da ante una débil base de comparación, apoyado en un mejor manejo de inventarios, un mix de ventas con mayor relevancia en categorías de mejor margen y un alza en el turismo de compras, especialmente desde Argentina, 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, si bien las colocaciones han retomado el crecimiento, estas se encuentran contenidas. Por otro lado, 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, a la vez que el sector de Mejoramiento del Hogar continúa con un escenario desafiante, especialmente en clientes no retail, aunque mostrando señales incipientes de recuperación.

Para 2025, esperamos que Mejoramiento para el hogar muestre una mayor recuperación, considerando el rezago mostrado en el sector de la construcción, mientras que en Tiendas por Departamento las mejoras serían más contenidas, ante una base de comparación más normalizada e impulsada por algunas mejoras en márgenes GAV, producto de un entorno en actividad local contenida, limitando el espacio a un mayor crecimiento del sector. La actividad promocional, en tanto, se ubicaría en niveles similares a los vistos en 2024. 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. Con todo, en retail, esperamos un aumento de 8,5% a/a y 7,7% a/a en Ebitda para 2025 y 2026, respectivamente.

Consideramos que los espacios de valorización se encuentran focalizados en el segmento de supermercados, a pesar de las recuperaciones operacionales que ha mostrado la industria, luego de un buen desempeño del sector durante 2024 a la vez que el panorama para el sector aún presenta retos ligados a una demanda interna contenida y un mercado laboral que se deteriora. En definitiva, vemos valorizaciones atractivas junto a un carácter más defensivo producto de la mayor exposición a consumo básico en Cencosud (P.O. \$2.950) y SMU (P.O. \$210), con una recomendación de sobreponderar. Por su parte, recomendamos una posición neutral en Ripley (P.O. \$296), a la vez que tenemos una posición de subponderar para Falabella (P.O. \$2.700) 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	1.583.232	1.709.314	1.787.230
	Margen Ebitda	11%	11%	10%	10%	10%
	Utilidad	619.001	751.279	649.304	641.669	694.953
Falabella	Ebitda	939.849	740.784	1.376.904	1.507.740	1.657.004
	Margen Ebitda	8%	7%	12%	12%	13%
	Utilidad	169.420	60.641	346.930	451.756	567.315
Ripley	Ebitda	85.470	-17.124	153.718	146.723	166.883
	Margen Ebitda	4%	-1%	7%	7%	8%
	Utilidad	21.018	-49.860	41.206	45.942	63.579
SMU	Ebitda	266.332	262.480	228.736	262.721	296.156
	Margen Ebitda	9%	9%	8%	8%	9%
	Utilidad	132.088	88.784	48.567	89.182	114.195



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

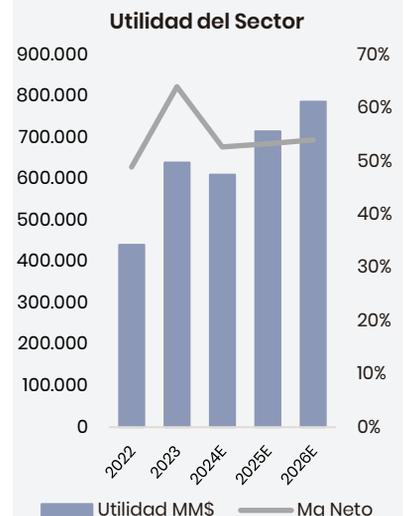
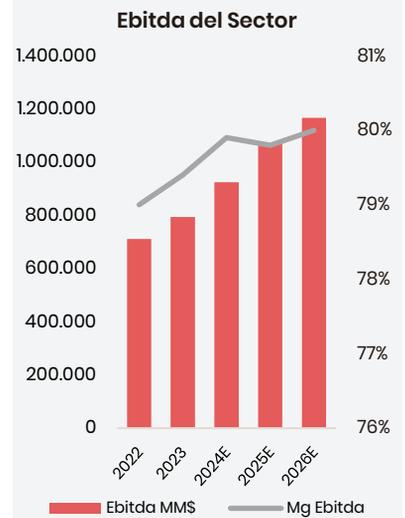
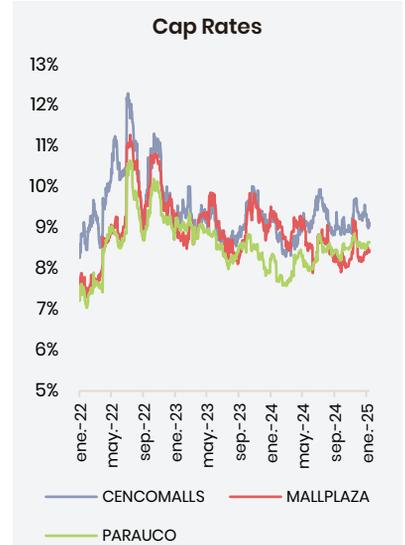
Real Estate: Atractivo por aumentos de GLA se enfrentan con incertidumbre por presión en tasas de interés

Durante el año 2023 se observó un crecimiento más normalizado, cercano al desempeño del sector previo a la pandemia. Esta tendencia en los resultados no se mantuvo, sino que se vio potenciado durante 2024 con un crecimiento superior a la tendencia previa a la pandemia, donde esperamos un crecimiento de 15,4% de ingresos en el sector para el año 2024, derivado principalmente del aumento de GLA (“Gross Leaseable Area”) respecto del año anterior, estimando un crecimiento anual de más de 740.000 m2 (Considerando la adquisición de Mallplaza Perú y Open Plaza en diciembre 2024, agregando 619.000 m2). Esperamos que estas mejoras de resultados se mantengan durante 2025, con crecimientos de 15,6% en Ebitda y 15,9% en ingresos, junto con aumentos de GLA de 226.100 m2 (+4,6% a/a). Además, el sector cuenta con tasas de ocupación históricamente altas, alrededor de 97% actualmente, lo que junto con algunas mejoras en el consumo en Chile y Perú, impulsarían los resultados durante 2025, beneficiando las visitas a centros comerciales y las ventas de los locatarios, mejorando la parte variable de los ingresos, tanto de los locatarios como estacionamientos y servicios de entretenimiento en los malls (Ej. Sky Costanera).

A pesar del desempeño del sector durante 2024 y los distintos proyectos, en su mayoría de tipo Brownfield, que agregarán nuevo GLA a las compañías, el aumento de las tasas de interés tanto en pesos como en UF durante el último trimestre del año junto con aumentos en las valorizaciones de las compañías han generado mayores presiones en los Cap Rate Spreads de las compañías, por lo que mantenemos nuestra atención en los movimientos de las tasas de interés y su efecto en el atractivo del sector.

Nuestro escenario base considera el aumento de GLA y la maduración de los nuevos activos en el largo plazo, con márgenes Ebitda en línea con su historia y menores presiones en el margen operacional. Encontramos espacios de valorización atractivos en Cencomalls (P.O. \$2.000), Mallplaza (P.O. \$2.050) y Parque Arauco (P.O. \$1.790).

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Cencomalls	Ebitda	257.974	283.307	315.341	342.694	371.207
	Margen Ebitda	90%	90%	89%	90%	90%
	Utilidad	181.876	187.330	232.845	245.642	270.875
	Margen Neto	63%	60%	66%	62%	63%
Mallplaza	Ebitda	282.699	322.185	379.043	474.950	518.660
	Margen Ebitda	74%	77%	78%	78%	78%
	Utilidad	156.661	340.103	255.378	321.898	347.467
	Margen Neto	43%	83%	52%	53%	52%
Parque Arauco	Ebitda	170.697	188.159	229.179	254.025	277.532
	Margen Ebitda	70%	71%	72%	72%	73%
	Utilidad	101.032	112.345	121.682	147.556	168.325
	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 el 2024, los favorables niveles del embalse El Yeso le permitieron reducir los gastos asociados a compras de agua hacia canalistas, lo que fue parcialmente compensado por aumentos en costos de energía eléctrica. Esto permitió aliviar parcialmente su presión en márgenes.

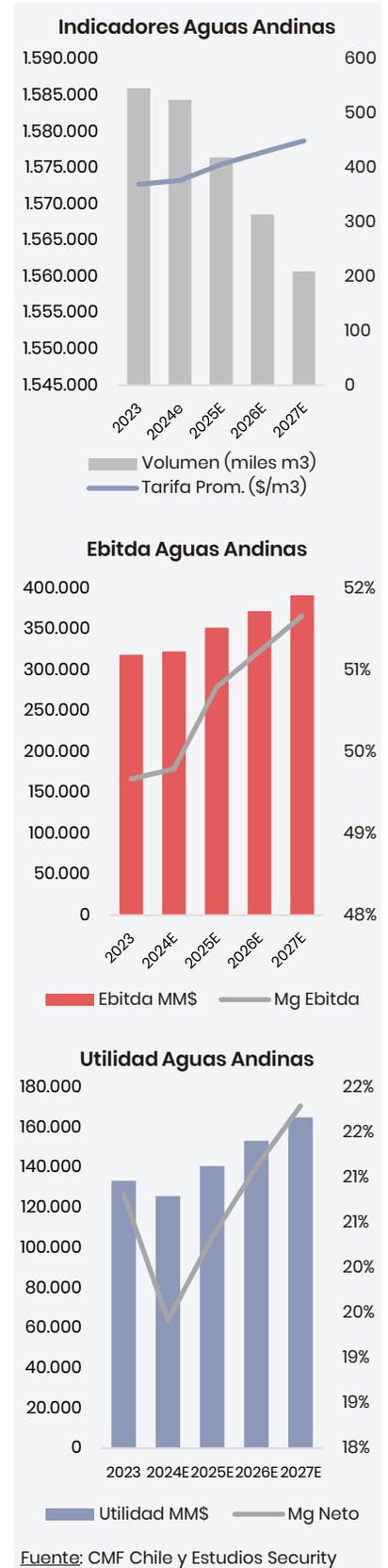
Con la conclusión del reciente proceso tarifario para el periodo 2025-2030, se estableció un aumento en tarifas del 5%, que se aplicaría de manera escalonada a partir de marzo de 2025. De esta manera, el regulador reconoció una escasez hídrica más estructural, que ha implicado condiciones de costos más elevados. Con esto, la compañía podrá seguir desarrollando proyectos para mejorar el sistema sin impactar negativamente sus márgenes, al poder tarifificar los proyectos acorde al contexto hidrológico. Con esto, creemos que su margen Ebitda se estabilizaría en torno a 53% al largo plazo (bajo sus niveles históricos).

Hacia adelante, las futuras inversiones de la compañía, que se aprobaron en el reciente proceso tarifario para 2025-2030, buscan aumentar las horas de autonomía del sistema, lo que implicaría un aumento tarifario de 7,4% para el siguiente quinquenio. Para el proyecto de Biocuidad, las inversiones, que implicarían un Capex de US\$300 millones, permitirían una mejora en la tarifa de 5,2%, mientras que otros proyectos como la desodorización de La Farfana y el plan de suministro de emergencia, que implicarían un Capex de US\$80 millones, permitirían una mejora adicional en las tarifas de 2,2%.

En el largo plazo, también cabe destacar que, con proyectos adicionales del periodo 2030-2025, que marcarían la fase final del proceso para enfrentar la sequía, la autonomía de la compañía se incrementaría a unas 100 horas.

Creemos que, en este escenario, Aguas Andinas (P.O. \$380) mantendría un espacio de valorización, en particular al alejarse de la posibilidad de racionamientos con proyectos que apuntan a mejorar la autonomía ante episodios de turbiedad, que probablemente seguirán presentes en el futuro.

ESTIMACIONES MMS		2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aguas Andinas	Ebitda	295,764	318,288	322,360	351,340	371,739
	Margen Ebitda	51%	50%	50%	51%	51%
	Utilidad	90,251	133,390	125,720	140,692	153,270
	Margen Neto	16%	21%	19%	20%	21%



Holding: Descuentos siguen favoreciendo valorización de filiales

VALORIZACIÓN POR NAV*

IAM

NAV (*) (MMS)	1.042.310
Caja (MMS)	1.622
Deuda holding (MMS)	0
GAV holding (MMS)	-1.874
Total Patrimonio (MMS)	1.042.058
# acciones (millones)	1.000
Descuento holding	16%
P.O. IAM (\$/acc)	873

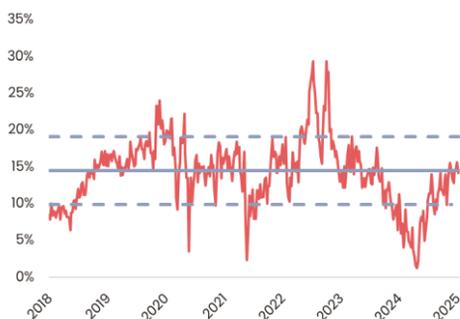
Oro Blanco

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	30%
P.O. Oro Blanco (\$/acc)	6,1

Quiñenco

NAV (*) (MMS)	8.580.176
Caja (MMS)	1.557.618
Deuda holding (MMS)	1.563.703
GAV holding (MMS)	-393.529
Total Patrimonio (MMS)	8.327.706
# acciones (millones)	1.663
Descuento holding	45%
P.O. Quiñenco (\$/acc)	2.755

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 15,23% de las acciones de la 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\$ 113 billones en activos, entre los cuales destacan Banco de Chile, CCU y Vapores.

(*) 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	2025e	2026e	2025e	2026e
Aguas-A	380	ene-25	Sanitario	13,4x	12,3x	9,7x	8,9x
Andina-B	3.550	ene-25	Consumo	12,6x	11,8x	7,1x	6,9x
Banco de Chile	129	ene-25	Bancario	11,1x	11,3x	-	-
Banco Santander	54	ene-25	Bancario	10,7x	10,1x	-	-
BCI	31.500	ene-25	Bancario	5,5x	5,2x	-	-
CAP	6.700	ene-25	Minero	6,1x	9,0x	6,5x	4,9x
CCU	6.750	ene-25	Consumo	19,9x	13,5x	9,1x	7,5x
Cencomalls	2.000	ene-25	Real Estate	11,1x	10,1x	10,6x	9,7x
Cencosud	2.950	ene-25	Retail	10,7x	9,9x	7,9x	7,3x
Concha y Toro	1.400	ene-25	Consumo	9,5x	9,0x	8,9x	7,9x
Enel Américas	120	ene-25	Eléctrico	7,3x	6,2x	3,9x	3,4x
Enel Chile	70	ene-25	Eléctrico	7,5x	6,4x	5,0x	5,3x
Engie Chile	1.150	ene-25	Eléctrico	7,5x	5,9x	6,6x	6,6x
Falabella	2.700	ene-25	Retail	20,1x	16,0x	11,1x	10,1x
IAM	873	ene-25	Holding	-	-	-	-
Itaúcl	11.700	ene-25	Bancario	6,0x	5,9x	-	-
Latam Airlines	18,1	ene-25	Industrial	9,8x	7,6x	4,6x	4,4x
Mallplaza	2.050	ene-25	Real Estate	11,2x	10,4x	11,7x	9,3x
Oro Blanco	6,1	ene-25	Holding	-	-	-	-
Parque Arauco	1.790	ene-25	Real Estate	9,5x	8,3x	12,5x	11,3x
Quiñenco	2.755	ene-25	Holding	-	-	-	-
Ripley	296	ene-25	Retail	11,4x	8,2x	15,3x	16,1x
SMU	210	ene-25	Retail	10,2x	8,0x	8,3x	7,3x
SQM-B	44.700	ene-25	Minero	-	9,0x	9,8x	8,0x
Vapores	58	ene-25	Industrial	41,0x	51,0x	-	-

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.