



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2024

## Una leve apuesta por el ciclo en 2024

La decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa de política monetaria, lo que estaba internalizado por el mercado, pero más aún la guía que entregó sobre el ritmo de recortes que se daría en 2024 continúa apuntalando a los mercados accionarios, no solo en EE.UU. sino que también en algunas regiones emergentes. Si bien los mensajes de los miembros de la Reserva Federal habían tratado de mitigar el excesivo entusiasmo de recortes de tasas tan pronto como en marzo, la señal de que vendrá un alivio monetario en los próximos meses ha sido suficiente para mantener el apetito por riesgo.

Sin embargo, un nubarrón que se mantiene muy activo y que es de particular importancia para mercados como Chile, es la situación del mercado inmobiliario en China. Las tensiones por el endeudamiento y eventual liquidación de Evergrande, el desarrollador inmobiliario chino, ponen un factor más de riesgo sobre la dinámica de su economía y sobre la capacidad y convicción del gobierno de apoyar a la empresa y el sector, de manera de mitigar los impactos sobre el resto del sistema. Como es sabido, estos shocks se propagan a través de crecimiento, siendo China un actor relevante para Chile, como también a través de condiciones financieras: incrementos de primas por riesgo soberano, depreciación de monedas, caída en el valor de activos locales.

Será crítico el balance entre el dinamismo de EE.UU. y las tensiones en China para definir el apetito por riesgo en las carteras y portafolios. Por ahora, mantenemos un leve sesgo para aprovechar una recuperación moderada de la economía en Chile, lo que se reflejaría en un crecimiento del EBITDA para las compañías bajo cobertura cercano al 5%, luego de caer cerca de 20% en 2023. Si bien no esperamos un repunte de los precios de materias relevantes para el IPSA, sí esperamos una recuperación paulatina de márgenes en sectores ligados a la demanda interna, destacando las industrias del retail y consumo masivo, donde esperamos una recuperación en Ebitda de 25% a/a y 14% a/a, respectivamente.

En este ambiente, la bolsa local registró una corrección de 3,4% en el mes (9% en dólares), más pronunciada que América Latina (-5,2%), Asia Emergente (-4,6%), Europa (-0,5%), y EE.UU. (3,1%), que continuó mostrando un buen desempeño en el mes.

Si bien para este mes mantuvimos sin mayores cambios el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT), las que corrigieron menos y más que el IPSA al anotar bajas de -3,3% y -5,3%, respectivamente, ajustamos nuestra exposición en 2 p.p al sector eléctrico en la CAF, producto de perspectivas de mayores costos (algunos de ellos, no recurrentes) en el caso de Enelam, aunque manteniendo a la industria sobreponderada producto de la caída en el costo marginal y un buen escenario de deshielos en Chile. El sector de retail, en tanto, aumenta nuevamente su participación en 2 p.p en la CAF, por medio de Cencosud, pasando a quedar levemente sobreponderado, donde vemos valorizaciones atractivas. En real estate, en tanto, realizamos un ajuste dentro del sector, al incorporar Mallplaza y excluir Cencoshopp de nuestras carteras. Finalmente, mantuvimos sin cambios el sector forestal, consumo y commodities mineros para el mes.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δptos.	CAT
SQM-B	16	16		CENCOSUD
ENELCHILE	13	13		CHILE
<b>CENCOSUD</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	BCI
CHILE	11	11		COPEC
BCI	11	11		ENELCHILE
COPEC	7	7		SQM-B
ANDINA-B	6	6		
BSANTANDER	6	6		
CMPC	5	5		
<b>MALLPLAZA</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	
<b>ENELAM</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>	
LTM	4	4		
<b>CENCOSHOPP</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-5</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

1. La columna "Δ pto" refleja los ajustes en ponderación con respecto a la cartera del mes anterior.

2. La Cartera Accionaria Fundamental (CAF) resulta de conciliar dos aspectos: una selección de acciones basada en la mejor relación visión estratégica (largo plazo); y la minimización de los desvíos respecto al benchmark (SP IPSA).

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

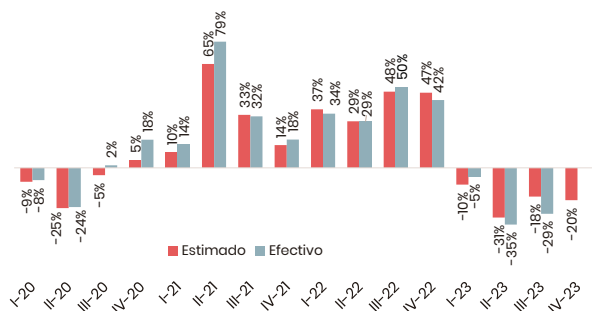
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	17	12
Forestal	12	11
Bancos	28	26
Commodities Mineros	16	16
Industrial	0	7
Retail	12	11
Real Estate	5	5
Consumo	6	5
Telecomunicaciones y TI	0	1
Otros	4	6
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

\* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a ene-2024.

GRÁFICO 1: VAR. A/A EBITDA - MUESTRA COBERTURA



Fuente: Estudios Security

**Aumentamos nuestra exposición en el sector retail.** Frente al deterioro del consumo a nivel local, creemos que el segmento de supermercados continuará mostrando una mayor resiliencia en relación con los demás segmentos, a la vez que consideramos que la actividad del sector se mantendría contenida durante los próximos meses, mostrando mejoras en el margen hacia el término del primer semestre del 2024, de la mano del escenario macroeconómico local. Lo anterior, contribuiría a atenuar las presiones y mejorar gradualmente los resultados durante 2024. Por otro lado, en el segmento del *retail* financiero, seguimos viendo presiones en resultados ante un mayor costo por riesgo. Canalizamos nuestra exposición al sector a través de Cencosud producto de la alta participación que posee consumo básico en los ingresos de la compañía, junto con mayores espacios de valorización en el mediano plazo.

**Reducimos la exposición en sector eléctrico.** En enero, la generación hídrica en Chile subió +55% a/a (a 34% del total), mientras que la energía térmica mostró una caída de -30% a/a (a 28% del total), principalmente por una baja en gas natural (-45% a/a), mientras que las ERNC vieron un incremento del +10% a/a, mostrando así un *mix* más eficiente a nivel de sistema. Por su parte, los costos marginales siguen registrando bajas a nivel anual a causa de la buena hidrología. El promedio en la zona central marcó US\$39/MWh (-57% a/a y -6% m/m), y US\$40/MWh en el norte (-58% a/a y -15% m/m). Para Enel Chile, decidimos mantener su exposición ante el buen escenario de deshielos que se ha ido registrando durante la temporada, con un alza en energía embalsada a fines de enero de 67% a/a, lo que le permitiría mantener una matriz eficiente durante los primeros meses del 2024. Esto, junto al aumento importante de ERNC que le brindaría una estructura de costos más aliviada. Además, un precio spot que se mantiene bajo le permitiría seguir aprovechando compras al sistema a buen precio, lo que potenciaría sus resultados para el 1Q24. Para Enelam, decidimos reducir levemente su posición ante la mayor presión en costos que implicaría la sequía en Colombia (que se extendería durante el 1S24), además del impacto que podría tener por multas en Brasil a raíz de la intermitencia en el servicio en las distribuidoras de Sao Paulo y Rio debido a eventos climáticos. Sin embargo, mantenemos una visión positiva a largo plazo con su nuevo plan de inversión 2024-2026, que busca también completar su simplificación corporativa con la salida de Perú y Argentina.

**Mantenemos excluido al sector sanitario.** Para Aguas Andinas mantenemos una visión positiva, donde buenos resultados durante el 2023, junto con una revisión tarifaria en 2025 que impactaría positivamente los márgenes de la compañía, aún dejaría un espacio de recuperación. Sin embargo, decidimos no incluir la acción en la cartera buscando oportunidades en sectores menos defensivos que mostrarían un buen desempeño durante la primera parte 2024.

**Mantenemos la exposición en el sector forestal.** Los precios de celulosa se han mantenido fuertes, pero mostrando un espacio más limitado en China, por lo que mantenemos exposición en el sector. Los inventarios de celulosa han continuado a la baja en diciembre en el mercado europeo, dada una demanda que se reactivó debido a los bajos precios que presentó el material en mayo y por la salida de productores del mercado que ha generado cierto aumento en el precio a falta de oferta. El aumento de la demanda en China ha disminuido cierta incertidumbre del sector, pero las expectativas de un alza en precio tanto en Asia como en Europa han disminuido. CMPC también ha demostrado mejorar la operación de su negocio de Softys, que ha logrado aumentar volumen de venta y márgenes, subsanando ciertas caídas en ingresos en el segmento de celulosa y Biopackaging. En el caso de COPEC, MAPA ha logrado operar de manera eficiente y ha aumentado los volúmenes de venta de la compañía. El sector muestra mayor estabilidad y buenas perspectivas, pero advertimos el riesgo que presenta la temporada de incendios en la zona, por lo que mantenemos nuestra exposición.

**Mantenemos exposición en el sector minero.** Los precios del litio mostraron cierta estabilidad este mes, llegando a transar a US\$12.000/ton en carbonato y US\$13.350/ton para el caso de hidróxido. Pese a que el acuerdo entre Codelco y SQM ofrece condiciones poco beneficiosas para esta última, tras el impacto en el precio de la acción esto se encontraría internalizado, por lo que no modificamos el peso del papel, dejándonos algo sobreponderados respecto al IPSA. En tanto, para CAP, el precio del hierro 62% ha disminuido levemente llegando a US\$ 135/ton. Sin embargo, ante la incertidumbre del mercado inmobiliario en China tras los anuncios de Evergrande y los resultados negativos del segmento de acero de la compañía, mantenemos al papel fuera de nuestras carteras, exponiéndonos a otros sectores.

**Mantenemos exposición al sector industrial.** El tráfico aéreo internacional ha mostrado una recuperación sostenida, superando en algunos tramos los niveles previos a la pandemia y con perspectivas mejores para 2024 en cuanto a tráfico. LATAM Airlines ha logrado reducir deuda, mejorar su operación reduciendo costos y mantener tarifas altas. Aun así, advertimos sobre el aumento de precio de combustibles que debiese contrarrestar el alza de RPK, por lo que nos posicionamos neutrales en el papel. Por el lado de CSAV, las tarifas navieras han mostrado aumentos en las rutas que pasan por el Mar Rojo por los ataques que han recibido los barcos por parte de rebeldes en Yemen. Si bien este impulso en tarifas podría beneficiar a Hapag-Lloyd (filial de CSAV), no vemos que sea un efecto de largo plazo.

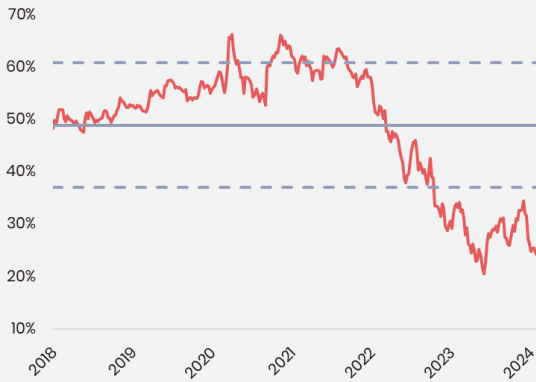
**En consumo, mantenemos nuestra exposición.** Destacamos la característica defensiva del sector, lo que le ha permitido mostrar recuperaciones de márgenes durante el año y podría resaltar ante un escenario global más adverso. Por su parte, vemos una mejora gradual en márgenes, que se mantendría durante 2024. Por otro lado, mantenemos una nota de cautela por la alta exposición del sector a Argentina, junto a expectativas de un escenario aún desafiante con relación a la protección de márgenes y presiones en volúmenes en los segmentos de alcoholes y vinos, donde se ha visto una mejora en las perspectivas, con lo que ubicamos al sector levemente sobreponderado y con nuestra única exposición en la industria por medio de Andina-B.

**Mantenemos exposición al sector bancario.** Si bien consideramos que el sector mantendría niveles de rentabilidad atractivos, recogiendo favorablemente la desinversión de la curva de tipos durante el año, creemos que algunos riesgos se mantienen latentes, como el vencimiento de la FCIC durante 2024, a la vez que esperamos que los indicadores de calidad de cartera continúen deteriorándose en el corto plazo, donde a diciembre la cartera morosa alcanzó 2,2%, sobre sus niveles históricos (1,91%), con una cobertura de 1,72 veces, considerando las provisiones adicionales que ha realizado el sistema (1,63x previo a la crisis sanitaria). Por su parte, si bien esperamos una menor presión en el margen de interés neto, este se mantendría comprimido, producto de una menor inflación, que junto a un costo por riesgo estable, llevarían a un ajuste de 4,7% a/a en los resultados de los bancos bajo cobertura durante el año. Con todo, mantenemos nuestra exposición al sector.

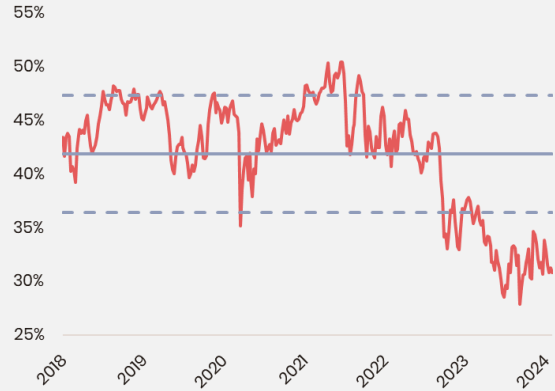
**Mantenemos nuestra exposición en real estate.** Esperamos que el sector continúe mostrando mejoras en resultados durante el año, aunque con un ritmo de crecimiento más contenido ante una base de comparación normalizada. Consideramos que, en un contexto de mejoras paulatinas por el lado del consumo, aquellos operadores que cuentan con una mayor participación en ingresos de segmentos discrecionales verían un impulso adicional en el mediano plazo producto del mayor rezago que presentaron estas categorías en términos de resultados durante el 2023. Actualmente, vemos mayores espacios de valorización en Mallplaza en lugar de otras compañías dentro del sector, ante un mayor desacople en el desempeño relativo que han mostrado estos papeles durante el año. A raíz de lo anterior, hemos decidido canalizar nuestra exposición a través de este papel, manteniendo una posición neutral en el sector.

## Monitoreo Descuento Histórico - Acciones Holding

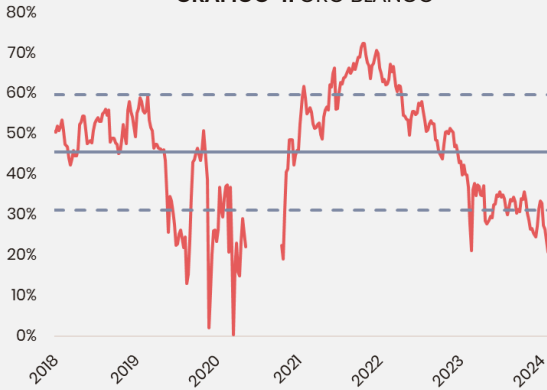
**GRÁFICO 2: QUIÑENCO**



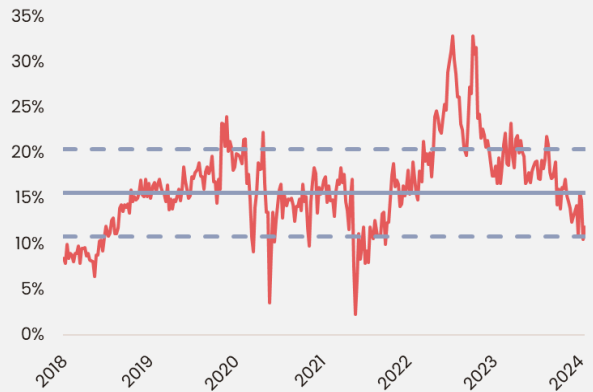
**GRÁFICO 3: ANTARCHILE**



**GRÁFICO 4: ORO BLANCO**



**GRÁFICO 5: IAM**



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

## Anexo: Implicancias del Beta como Número Estadístico

Siguiendo con nuestra discusión del costo del patrimonio, *beta* ( $\beta$ ) es una medida del riesgo no diversificable que en términos estadísticos se obtiene al realizar una regresión entre los retornos de un activo contra los retornos de un benchmark (portafolio de referencia), donde la pendiente resultante de este cálculo representa el beta de este activo. En palabras más simples, beta se puede entender como la volatilidad relativa de un activo con respecto a su benchmark, donde un beta positivo indica que el activo se mueve en la misma dirección que el benchmark, mientras que un beta negativo es que se movería en la dirección opuesta. Mientras, un valor beta igual a 1 es usado para representar que el activo tiene una volatilidad similar al benchmark y se mueve en la misma magnitud ( $\beta > 1$ , volatilidad mayor;  $\beta < 1$ , volatilidad menor). Es importante considerar que, al mirar este número como un cálculo estadístico, existen ciertas implicancias que a menudo son ignoradas y que vale la pena considerar al momento de estimar betas para las distintas compañías del mercado.

La primera implicancia que a menudo se suele pasar por alto es el error estándar. Hoy en día, se da por sentado que cuando se calcula un beta, el número que se obtiene representa de manera precisa cómo se mueve la acción con respecto al índice bursátil. Sin embargo, cuando se realiza un cálculo estadístico, el resultado siempre se encuentra acompañado de su correspondiente error estándar, lo que implicaría que el beta podría tener una variación que sea lo suficientemente amplia como para afectar el resultado del costo del patrimonio y, por tanto, del costo de capital y la valorización de la respectiva compañía. Para visualizarlo, usando a CAP como ejemplo, el beta de regresión de la compañía es 1,2. Sin embargo, el error estándar que arroja el cálculo es de 0,22, lo que implica que en un intervalo de confianza de 95%, el beta puede encontrarse entre 0,8 y 1,7, lo que implicaría que la volatilidad de la compañía podría eventualmente ser menor que el IPSA.

El segundo problema es que un beta calculado de una regresión refleja únicamente el mix de negocios de la compañía durante el periodo que se usó para el cálculo (usualmente los últimos cinco años), y no considera su actual composición, por lo que eventos actuales que cambien el mix de negocios de la compañía no pueden ser capturados en el beta. Para ilustrar, el beta de Entel cuando la compañía se reestructuró con la venta de activos que componían la línea de negocios de infraestructura de fibra óptica, no pudo haber reflejado el nuevo mix de la compañía, ya que la regresión sería en base a los retornos pasados de ésta. Por lo que dicho beta hubiera sido de poca utilidad al valorizar la compañía en ese momento.

El tercer problema, el apalancamiento de las compañías, al igual que el mix de negocios, sólo puede reflejar información de los últimos años y no del periodo actual. Por ejemplo, si la compañía viene de un periodo de alto apalancamiento financiero, pero ha podido normalizar su situación

recientemente, o a juicio del analista, podrá hacerlo en el futuro cercano, el beta no necesariamente reflejará este cambio en el perfil de riesgo de la compañía hacia adelante, y sólo podrá reflejar el riesgo del periodo de la regresión, por lo que ante esta situación el beta para la compañía sería más alto del que la compañía se merece.

Finalmente, a lo anterior se suma la variabilidad que puede presentar el beta al modificar valores como la periodicidad de los retornos o la ventana de tiempo de la medición. Además, el benchmark usado también impactaría el resultado del beta, ya que el inicialmente pensado para esta medición es el "portafolio de mercado", o todos los activos presentes en el mercado. Ante este escenario, usar un benchmark pequeño como el IPSA, que incluye las 30 acciones más líquidas del mercado chileno y de mayor capitalización, podría causar inconvenientes en la medición, como por ejemplo un  $R^2$  alto (medida de precisión general del modelo) en una acción que tenga una presencia muy importante en el índice, como es el caso de SQM-B, con un  $R^2$  muy sobre sus pares del índice, lo que podría dar una falsa idea de precisión en la medición.

En conclusión, es importante tener presente que, al momento de calcular betas, este número se deriva de un cálculo estadístico y que no se pueden dejar de lado las implicancias que un ejercicio de este tipo conlleva. Junto a esto, es importante también entender que este cálculo sólo evalúa el comportamiento pasado de una acción con respecto a su respectivo índice, por lo que es importante también considerar el momento actual y futuro de la compañía en cuanto a su mix de negocios y niveles de deuda para así no sobre(sub) estimar el riesgo que se le da a la compañía a través de un beta.

**TABLA: Beta y Métricas Complementarias – Acciones IPSA**

Acción	Beta	Error Estandar	Intervalo de Confianza 95%	Ponderación Ipsa	R2	
SQM B	1.75	0.21	1.3	2.2	13.6%	49%
Chile	0.76	0.10	0.6	1.0	12.1%	28%
BSAN	0.82	0.10	0.6	1.0	7.1%	35%
Copec	0.94	0.13	0.7	1.2	5.8%	34%
Cencosud	0.76	0.12	0.5	1.0	5.5%	21%
BCI	0.81	0.11	0.6	1.0	5.2%	34%
ENELAM	0.73	0.16	0.4	1.1	4.8%	12%
FALAB	0.90	0.16	0.6	1.2	4.6%	23%
LTM*	-0.42	0.40	1.3	0.4	4.6%	1%
CMPC	0.94	0.16	0.6	1.3	4.5%	24%
ENELCHIL	0.95	0.23	0.5	1.4	3.6%	14%
VAPORES	1.07	0.23	0.6	1.5	2.6%	19%
PARAUCO	0.94	0.18	0.6	1.3	2.6%	21%
COLBUN	1.03	0.21	0.6	1.5	2.4%	20%
QUINENC	0.98	0.17	0.6	1.3	2.4%	24%
ANDINA B	0.59	0.14	0.3	0.9	2.4%	7%
AGUAS A	0.66	0.15	0.4	1.0	2.0%	10%
CENCOSHO	0.92	0.16	0.6	1.2	2.0%	24%
CCU	0.61	0.16	0.3	0.9	1.9%	7%
ITAUCH	0.98	0.14	0.7	1.3	1.6%	32%
CONCHA	0.75	0.13	0.5	1.0	1.2%	20%
CAP	1.26	0.23	0.8	1.7	1.2%	27%
ENTEL	0.79	0.16	0.5	1.1	1.1%	16%
MALLPLAZ	0.75	0.19	0.4	1.1	1.0%	9%
ECL	0.92	0.19	0.5	1.3	1.0%	17%
IAM	0.95	0.17	0.6	1.3	1.0%	22%
SMU	0.80	0.17	0.4	1.1	0.9%	14%
OROB	0.80	0.17	0.4	1.1	0.7%	29%
RIPLEY	0.95	0.19	0.6	1.3	0.5%	19%

LTM se reincorporó recientemente al IPSA

Fuente: Aswath Damodaran y Estudios Security

## Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2023e	2024e	2023e	2024e
Aguas-A	325	jun-23	Sanitario	23.7x	20.8x	10.2x	9.6x
Andina-B	3,100	ago-23	Consumo	17.4x	11.6x	6.7x	6.1x
Antarchile	7,470	ago-23	Holding	-	-	-	-
<b>Banco de Chile</b>	<b>107</b>	<b>ene-24</b>	<b>Bancario</b>	<b>8.5x</b>	<b>11.3x</b>	-	-
<b>Banco Santande</b>	<b>49</b>	<b>ene-24</b>	<b>Bancario</b>	<b>16.3x</b>	<b>11.4x</b>	-	-
<b>BCI</b>	<b>33,000</b>	<b>ene-24</b>	<b>Bancario</b>	<b>5.4x</b>	<b>5.2x</b>	-	-
CAP	7,400	ago-23	Minero	3.9x	5.1x	4.9x	4.8x
CCU	7,400	ago-23	Consumo	15.9x	14.3x	7.9x	7.0x
<b>Cencoshopp</b>	<b>1,650</b>	<b>ene-24</b>	<b>Real Estate</b>	<b>13.3x</b>	<b>11.5x</b>	<b>11.6x</b>	<b>10.8x</b>
Cencosud	2,100	ago-23	Retail	9.3x	8.8x	6.8x	6.7x
<b>CMPC</b>	<b>1,810</b>	<b>ene-24</b>	<b>Forestal</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.3x</b>	<b>6.9x</b>	<b>5.8x</b>
Colbún	150	ago-23	Eléctrico	8.4x	11.0x	7.1x	6.4x
Concha y Toro	1,300	ago-23	Consumo	16.8x	10.3x	12.9x	9.1x
<b>Copec</b>	<b>7,230</b>	<b>ene-24</b>	<b>Forestal</b>	<b>18.0x</b>	<b>10.8x</b>	<b>8.0x</b>	<b>5.8x</b>
Enel Américas	145	ago-23	Eléctrico	9.7x	13.1x	5.7x	5.8x
Enel Chile	73	ago-23	Eléctrico	7.7x	6.3x	6.4x	5.8x
Engie Chile	860	ago-23	Eléctrico	9.3x	6.0x	6.8x	6.4x
Entel	3,300	nov-23	Telecom.&TI	20.9x	14.8x	4.4x	4.2x
Falabella	2,400	ago-23	Retail	-21.6x	84.4x	19.8x	11.3x
IAM	832	ago-23	Holding	-	-	-	-
<b>Itauct</b>	<b>10,300</b>	<b>ene-24</b>	<b>Bancario</b>	<b>5.3x</b>	<b>6.3x</b>	-	-
Latam Airlines	11.3	ago-23	Industrial	32.4x	29.6x	5.9x	5.7x
<b>Mallplaza</b>	<b>1,450</b>	<b>ene-24</b>	<b>Real Estate</b>	<b>7.5x</b>	<b>9.6x</b>	<b>11.3x</b>	<b>10.2x</b>
Oro Blanco	8.7	ago-23	Holding	-	-	-	-
<b>Parque Arauco</b>	<b>1,400</b>	<b>ene-24</b>	<b>Real Estate</b>	<b>12.5x</b>	<b>12.4x</b>	<b>18.7x</b>	<b>17.2x</b>
Quiñenco	2,260	ago-23	Holding	-	-	-	-
Ripley	260	ago-23	Retail	-7.4x	-47.4x	391.3x	21.0x
SMU	190	ago-23	Retail	9.0x	7.8x	6.6x	6.1x
SQM-B	72,800	ago-23	Minero	5.0x	6.4x	4.0x	4.6x
Vapores	65	ago-23	Industrial	21.0x	69.1x	-	-

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

## Acciones Recomendadas: Fundamentos

**ANDINA-B:** Mantenemos una visión favorable para la compañía luego de sus resultados del 4T23, donde registró un alza de 7,3% a/a en Ebitda, a pesar de las presiones en precios y volúmenes, apoyado en una recuperación de márgenes. Por su parte, consideramos que la compañía aún presenta espacios de mejora en márgenes durante 2024. Ante una elevada exposición a Argentina, junto a un bajo dinamismo en el consumo en Chile, no realizamos cambios en la exposición a la compañía, aunque manteniendo al sector levemente sobreponderado y concentrando la exposición al sector únicamente por medio de este papel.

**BCI:** Por un lado, consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes del vencimiento de la FCIC durante 2024, un mayor deterioro en calidad de cartera, un crecimiento en colocaciones contenido y en protección de márgenes. Por otro lado, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición luego de las provisiones adicionales que ha realizado el banco. A la vez, registra una morosidad de 1,33% (2,2% el sistema), sobre el 1,18% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,29 veces (1,18x el sistema), 1,86 veces considerando provisiones adicionales (1,72x el sistema). Al mismo tiempo, destacamos sus operaciones en Florida, Estados Unidos (≈31% de las colocaciones), mercado donde vemos mejores perspectivas frente a otros estados. Ante una valorización atractiva y luego del aumento de capital realizado por el banco, vemos un mejor escenario de cara a la implementación de Basilea III, con lo que decidimos mantener nuestra exposición a la compañía, ubicándonos sobreponderados en el papel.

**BSANTANDER:** A diciembre, el banco registró un costo por riesgo de 1,2%, sobre un año atrás (0,98%), acompañado de cifras de morosidad por sobre su historia, alcanzando el 2,27% (2,16% su historia), aumentando desde el 1,85% registrada un año atrás. Con esto, sus ratios de cobertura, sin considerar las provisiones adicionales que ha realizado el banco, se ubican bajo su historia (1,25x frente a 1,40x), aumentando a 1,57x (1,65x su historia), al considerar las provisiones adicionales. Si bien el banco ha presentado un menor desempeño que sus comparables, ante una mayor exposición a las tasas cortas, consideramos que presenta una buena calidad de activos, en un contexto de comienzo del ciclo de normalización de tasas, esperando un crecimiento en utilidades de 44% para el año. Decidimos mantener a Santander levemente sub ponderado en nuestras carteras.

**CENCOSUD:** Esperamos que la compañía presente una mejora de 4,3% a/a en Ebitda Ajustado (sin Revaluación de activos ni norma IAS29), junto con un crecimiento de 2,5% en ingresos respecto del mismo trimestre el año anterior, impulsados por

los segmentos de Supermercados y Centros Comerciales, los cuales compensarían las caídas en resultados provenientes de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. En términos de margen Ebitda, estimamos que este alcanzaría 11,4%, frente al 11,2% registrado un año atrás, ante mejoras en margen bruto, producto de la mayor normalización de inventarios en algunos segmentos, los cuales compensarían el aumento en gastos operacionales asociados a alzas salariales e inflación. Destacamos la alta exposición que posee al segmento de supermercados, el cual ha mostrado una mayor resiliencia ante deterioros en la economía respecto de los demás segmentos y que actualmente representa alrededor del 79% de sus ingresos a nivel consolidado. No obstante, mantenemos la cautela con respecto a los márgenes en los segmentos discrecionales en el corto plazo, los cuales se seguirían viendo presionados, además de la exposición que posee a Argentina, la cual podría impactar negativamente los resultados de materializarse un escenario desfavorable.

**CHILE:** Mantenemos una visión favorable con relación a su positiva calidad de cartera, alcanzando una cobertura de 1,43 veces a diciembre (frente a 1,18x el sistema), la que aumenta a 2,74 veces si consideramos las provisiones adicionales realizadas por el banco (1,72x el sistema), además de presentar un 1,43% de cartera morosa, bajo el 2,2% de la industria. Finalmente destacamos sus positivos márgenes de interés netos de riesgo, muy por sobre sus comparables (4,1% frente a 3,5% la industria) junto a holgados niveles de capitalización. Finalmente, si bien esperamos un ajuste de 25% en utilidad para este año, consideramos que se mantendría mostrando un ROE por sobre su comparable. En este escenario, producto de una valorización ajustada, mantenemos una posición neutral en el banco.

**CMPC:** El plan de crecimiento en Brasil, la capacidad de internalizar rápidamente los precios de celulosa que se transan en el mercado internacional y la mejor gestión en el segmento Biopackaging, al igual que el de Softys con la inclusión de MABE en México, ha sido favorable para la compañía. La empresa cuenta con una sólida estructura financiera y ha mostrado cautela a la hora de invertir, desarrollando proyectos con alta expectativa de crecimiento, como fue la compra de Carta Fabril en Brasil y Grupo P.I. Mabe en México. También, el proyecto BioCMPC en Brasil añadirá una capacidad de 350.000 toneladas de celulosa a la compañía a finales inicios de 2024, mejorando la eficiencia de la planta y renovando su maquinaria. En el cuarto trimestre del año la empresa reportó resultados bajo lo esperado dado costos mayores en el segmento de celulosa por la detención de la planta Guíba para poder poner en marcha el proyecto BioCMPC, lo cual debiese afectar los márgenes de ese negocio durante el primer semestre del 2024



**COPEC:** Esperamos que los resultados del cuarto trimestre de la compañía se vean beneficiados por mayores volúmenes vendidos por la entrada en operación de MAPA, pero afectados por precios que caen año contra año. Por otro lado, en el segmento de combustibles, los mayores costos no lograrían afectar a los márgenes, mientras que los volúmenes que se mantuvieron fuertes, pese a la venta de MAPCO en Estados Unidos. Con todo, mantenemos la ponderación en la acción, ante un mercado de la celulosa que ha mostrado mejoras en el margen, valorando la diversificación de la compañía en un escenario que se mantiene con riesgos elevados, ante espacios de valorización y por la venta de activos en Brasil que alivia la deuda de Arauco.

**ENELAM:** La compañía buscará completar su simplificación corporativa con la venta de activos en Perú y Argentina, enfocando sus esfuerzos en Colombia y Brasil con el objetivo de lograr su transición para el 2026. En este escenario, cabe destacar que la venta de Ceará (Brasil), quedaría sujeta a una oferta que la compañía considere adecuada relativa al valor del activo, mientras se espera que la venta de Edesur (Argentina) se aplase a la espera de mejores condiciones políticas que podrían ayudar a revalorizar positivamente el activo. En términos de estrategia, la empresa buscará invertir US\$ 5.7 billones en Capex para los próximos tres años, donde 65% de este estaría destinado a Brasil y 35% a Colombia, siendo distribución el foco principal de la estrategia, invirtiendo 68% del Capex total en este segmento apuntando a marcos regulatorios rentables y reducir pérdidas de energía. En tanto, en el segmento de generación buscará agregar 1.5 GW adicionales a la matriz. Además, con un cómodo nivel de caja y las ganancias producto de la venta de sus activos, Enelam se vería en una ventajosa posición para potenciales oportunidades de M&A. En este sentido, evaluamos de manera positiva su holgado perfil financiero de cara a estos nuevos desafíos.

**ENELCHILE:** La compañía complementa adecuadamente sus dos negocios. Por un lado, Enel Green Power (EGPC) seguiría potenciando su desarrollo en proyectos ERNC, donde el 41% de los US\$2,3 billones de Capex de su plan estratégico 2024-2026 estarían destinados para este propósito. De manera complementaria, Enel Generación apuntaría a optimizar las fuentes de gas natural y producción hidráulica para garantizar generación de respaldo de cara a la transición energética, además de reducir los volúmenes de gas excedentario contratados de cara a una matriz mucho más renovable, e integrar la comercialización de este recurso para potenciar sus resultados. A esto, se le adicionaría una estrategia de desarrollo de baterías a la que se le destinaría 25% del Capex para los próximos tres años, mientras el segmento de distribución seguiría brindándole estabilidad al negocio.

**LATAM AIRLINES:** Después de que la compañía lograra cerrar su proceso de reestructuración, hemos visto una mejora operacional que se ha reflejado en aumentos de EBITDA en el último año. Los RPKs de la compañía han alcanzado niveles previos a la pandemia en Brasil y los países de habla hispana, con un espacio de recuperación en el tránsito internacional. Por otro lado, la capacidad apunta a un aumento a medida que la empresa suma nueva flota con aviones modernos, lo que debiese traducirse en mayores ingresos. Sin embargo, existen riesgos propios de la industria como el ciclo económico y los precios del combustible que podrían presionar a los márgenes de la compañía, por lo que nos posicionamos neutrales en el papel.

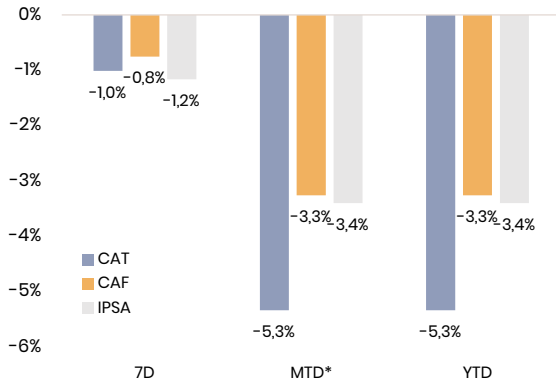
**MALLPLAZA:** La compañía registraría una mejora de 16,1% a/a en Ebitda en los resultados del cuarto trimestre de 2023, impulsada principalmente por un crecimiento de 9,6% en ingresos ante una mayor normalidad en la operación en Perú, junto con nuevas aperturas en Colombia durante 2023, lo cual compensaría las menores ventas provenientes de los segmentos discrecionales de retail a nivel local. Destacamos la maduración de sus centros comerciales, la cual le permite contar con tasas de ocupación estables producto de una mayor duración de los contratos, y consideramos que una recuperación gradual del consumo contribuiría a mantener los riesgos asociados a costos de ocupación controlados, además de impulsar aquellas categorías que vieron un mayor rezago en términos de resultados durante el 2023.

**SQM-B:** Los precios de carbonato de litio transan a niveles de US\$ 12.000/ton y el hidróxido a US\$ 13.350/ton en China, marcando una leve caída, efecto que se ha internalizado en los resultados del cuarto trimestre dado que la compañía fija sus contratos a precio spot. El acuerdo entre Codelco y SQM garantiza la continuación de la operación en el Salar de Atacama, pero plantea nuevas incógnitas en cuánto al plan de expansión y los flujos que podría percibir SQM en el futuro al hacer entrega de la mayoría de la propiedad a Codelco. En cuanto a Nutrientes Vegetales de Especialidad, esperamos que normalice sus ingresos a medida que se ajusta la demanda. Por otro lado, el segmento de yodo continuaría con ventas a precios elevados, al igual que lo revelado en los resultados que han mostrado durante los 9 meses del 2023. Hemos decidido mantener la ponderación en la acción, ya que vemos un castigo importante en el precio de la acción, pero tomando una nota de cautela por la volatilidad del precio del litio.

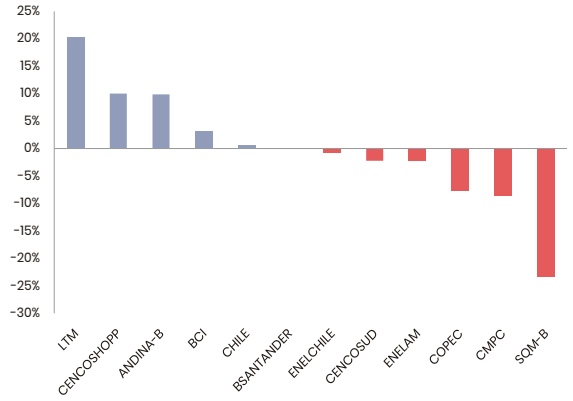
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo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

## Desempeño Carteras Accionarias Security

**GRÁFICO 6: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SP IPSA**



**GRÁFICO 7: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA\***



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 2 y el 31 de enero de 2024.

**GRÁFICO 8: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA\*\* (6 ACCIONES)**



**GRÁFICO 9: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA\*\* (12 ACCIONES)**



\*\* Retornos Acumulados

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Roberto Valladares R.**  
Analista Senior de Inversiones  
[roberto.valladares@security.cl](mailto:roberto.valladares@security.cl)

**Juan Ignacio Vicencio F.**  
Analista de Inversiones  
[juan.vicencio@security.cl](mailto:juan.vicencio@security.cl)

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

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

**Felipe Molina R.**  
Analista de Inversiones  
[felipe.molinar@security.cl](mailto:felipe.molinar@security.cl)

**Josefina Koljatic S.**  
Analista de Inversiones  
[josefina.koljatic@security.cl](mailto:josefina.koljatic@security.cl)

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

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [inv@security.cl](mailto:inv@security.cl) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.