

CARTERAS RECOMENDADAS

07 de septiembre, 2022

CARTERAS RECOMENDADAS BICE

CARTERA BICE 5

Actual	Anterior		
Santander	25,0%	SQM-B	25,0%
Cencosud	25,0%	Santander	25,0%
Enel Américas	20,0%	Cencosud	20,0%
SQM-B	15,0%	Enel Américas	15,0%
CCU	15,0%	BCI	15,0%
Total	100,0%	Total	100,0%

CARTERA BICE 10

Actual	Anterior		
Santander	15,0%	SQM-B	15,0%
Cencosud	15,0%	Santander	15,0%
Enel Américas	12,5%	Cencosud	12,5%
SQM-B	12,5%	Enel Américas	12,5%
CCU	10,0%	BCI	10,0%
Concha y toro	9,0%	CAP	9,0%
Itau Corpbanca	8,0%	Itau Corpbanca	8,0%
CAP	7,0%	Concha y toro	7,0%
Falabella	6,0%	Cencoshopp	6,0%
Quiñenco	5,0%	Quiñenco	5,0%
Total	100,0%	Total	100,0%

CONTACTO

Equipo de Renta Variable Local
 estudiosbice@bice.cl
 +(562) 2692 3481

Estamos realizando cambios en nuestras carteras recomendadas, destacando el ingreso de CCU en reemplazo de BCI en nuestra cartera BICE 5 y de Falabella por Cencoshopp en nuestra cartera BICE10. Estamos (1) incorporando CCU en la 5ta posición de nuestra cartera BICE 5 (15%) debido principalmente a que tras un retorno negativo de 28% en pesos en los últimos 12 meses, el balance riesgo retorno se hace más atractivo. Creemos que tras los resultados del 2T22 se generó un exceso de pesimismo respecto a las perspectivas de la compañía, principalmente por el impacto negativo de sus costos dolarizados y la no existencia de coberturas. Sin embargo, CCU es una compañía que presenta un atractivo retorno sobre el patrimonio de 14%, en una industria madura y estable. Además, se encuentra transando a ~ 6,4x EV/EBITDA fwd 12 meses, lo que implica un descuento de 19% respecto a su promedio de 5 años (7,9x). Si bien no se ve excesivamente barata respecto a sus comparables regionales (-2,4% de descuento vs el pair-trade de 5 años considerando Ambev, ABI, Carlsberg y Heineken), creemos que existe poco downside en CCU y que las estimaciones del consenso de mercado ya incorporan un escenario bastante ácido. Por último, destacamos que tras los resultados del plebiscito a nivel local, nos hemos puesto más constructivos en cuanto a la moneda local, bajando nuestra estimación de dólar desde CL\$ 890 a CL\$ 830 hacia fines de 2022, lo que creemos que también debería hacer el mercado en la medida que disminuye la prima por riesgo del mercado local. Por otro lado, estamos (2) incorporando Falabella en la 6ta posición de nuestra cartera BICE10 (9%), debido principalmente a que tras el negativo desempeño en los últimos 12 meses (-24%), Falabella se encuentra excesivamente descontada tanto respecto a su historia como a comparables regionales. Según nuestras estimaciones Falabella transaría actualmente a 10x P/U fwd 12 meses, lo que representa un descuento de 42% respecto a su promedio de 5 años y de 55% respecto al pair trade de comparables regionales (Famsa, Magalu, Liverpool, Lojas Renner). En Falabella los resultados del 2T22 también fueron negativos y de cierta manera justifican que exista cautela por parte del mercado. Sin embargo, nos parece que las valorizaciones ya recogen un escenario excesivamente ácido, desde donde podríamos ver perfectamente un re-rating en la medida que la compañía logra mostrar una mayor contención de sus márgenes respecto a bases comparables más normales que las del 2T22.

RETORNO TOTAL*

	Últ. cambio	3M	YTD	1A	2A	3A
06-09-2022	03-08-2022	06-06-2022	31-12-2021	06-09-2021	06-09-2020	06-09-2019
BICE 5	9,2%	-0,8%	9,2%	7,6%	21,9%	-11,8%
BICE 10	6,9%	-1,8%	13,1%	11,9%	24,7%	3,0%
IPSA	7,7%	5,2%	30,2%	25,8%	47,2%	16,3%
Alpha 5	1,5%	-5,9%	-21,0%	-18,3%	-25,3%	-28,0%
Alpha 10	-0,8%	-6,9%	-17,0%	-13,9%	-22,5%	-13,3%
06-09-2022	2022	2021	2020	2019	2018	2017
BICE 5	9,2%	-0,1%	-11,7%	-9,0%	2,0%	28,8%
BICE 10	13,1%	3,7%	-10,3%	-5,2%	2,7%	27,1%
IPSA	30,2%	3,1%	-10,5%	-8,5%	-8,3%	34,0%
Alpha 5	-21,0%	-3,3%	-1,1%	-0,5%	10,2%	-5,3%
Alpha 10	-17,0%	0,5%	0,2%	3,3%	11,0%	-7,0%

* Rentabilidades incluyen dividendos

YTD: rentabilidad acumulada en el año actual; Alpha: exceso de retorno sobre el índice IPSA

COMENTARIO DE MERCADO

Desde la última revisión (03 de agosto, 2022) el IPSA registró un avance de +7,7%, mientras que nuestras carteras de 5 y 10 acciones avanzaron +9,2% y +6,9% respectivamente en el período. Las mayores alzas dentro de nuestras carteras se observaron en Cencoshopp (+31,0%), BCI (+14,1%) y Cencosud (+10,0%), entre otros, siendo parcialmente compensado por Concha y Toro (-9,8%), Quiñenco (-7,2%), CAP (-3,8%). En tanto, a nivel de incidencia o attribution, destacamos entre las principales incidencias positivas tener en cartera Cencoshopp, y no tener exposición a Vapores (-20,6%). Por el lado negativo, nos afectó no tener exposición (cobertura) a CMPC (15,6%) y Banco de Chile (+5,4%).

En agosto el mercado local siguió mostrando un desempeño positivo. El IPSA rentó 3,5% en pesos y 3,9% en dólares, acumulando un retorno de 16% durante los últimos 2 meses y de 34% en lo que va del año en moneda local. Lo anterior se dio en un contexto donde Latinoamérica fue una de las pocas regiones que mostraron desempeños positivos en dólares, destacando Brasil, Argentina y Chile. Por otro lado, se observaron retornos negativos en la mayor parte de mercados desarrollados tras posturas más agresivas respecto de los bancos centrales de Estados Unidos y Europa respecto a la contención de la inflación.

En Chile hemos visto una tendencia clara los últimos meses respecto al fuerte rebote de sectores rezagados o que dentro de sus fundamentos tenían un componente de riesgo regulatorio y alta sensibilidad a las tasas de interés. En este sentido, los sectores Eléctrico, Sanitario y Centros Comerciales registraron alzas de 54% en promedio en los últimos dos meses, en medio de la expectativa de un potencial rechazo a la propuesta de nueva constitución, que terminara descomprimiendo la presión que existía a nivel de premio por riesgo, tipo de cambio y tasas de interés. En este sentido, creemos que el mercado se adelantó al resultado del plebiscito y dado esto, la reacción inicial tras conocer los resultados fue más bien neutral.

Si bien aún existe un espacio interesante de re-rating de múltiplos en el IPSA, considerando que el índice transa actualmente a 1,1x bolsa libro, un 27% bajo el promedio de los últimos 5 años, creemos que el retorno potencial del índice se hace cada vez más acotado y dependiente de factores globales, sobre todo considerando el panorama macroeconómico global. A nivel local, estamos ad portas de una recesión y los fundamentos macroeconómicos como el cobre y los resultados corporativos no funcionan necesariamente como catalizadores adicionales. En este sentido, creemos que, a los niveles actuales, la exposición al mercado local debiera tener un mayor componente de selectividad, buscando un balance riesgo retorno más atractivo.

CARTERAS RECOMENDADAS

1. SANTANDER (MANTENER; P.O. CL\$ 43,3)

Descripción: Banco Santander es el líder de mercado medido por colocaciones en el país, alcanzando una participación de mercado de aprox. 17%. A su vez es uno de los que presenta mayores niveles de rentabilidad. Actualmente mantiene colocaciones por más de US\$ 43,0 mil millones, que se dividen en 48,6% en el segmento comercial, seguido por 37,8% en hipotecario y 13,6% en consumo. Banco Santander Chile es controlado por el Grupo Santander España con un 67% de propiedad.

Tesis de Inversión: (1) Santander posee una posición privilegiada, dado que su escala le permite gozar de gran eficiencia y ser uno de los bancos más rentables de la industria. (2) Sólida estrategia de transformación digital, enfocada en diversificar la base de clientes y las fuentes de ingresos. La cuenta corriente digital "Life" cuenta con más de 1 millón de clientes registrados, "GetNet", red de adquirencia tiene más de ~ 5% del volumen de transacciones de tarjetas, ofreciendo una rápida monetización para el banco. Finalmente (3) Atractivas valorizaciones respecto a comparables locales, con un descuento de más de 10% frente a su media de 3 años en el múltiplo P/U Fwd.

Riesgos: Como principal riesgo a la baja destacamos (1) mayor gasto en provisiones en la medida que la economía enfrenta un desafiante año y el banco busca expandir su portafolio de colocaciones de consumo. (2) Una inflación que se desacelera más de lo esperado afectando los ingresos por intereses netos dado el fuerte descalce UF entre activos y pasivos. Cerán la competitividad del banco en el futuro. (2) Mayor competencia en el campo de banca digital podría resultar en una menor rentabilidad de estas iniciativas, y finalmente (3) un mayor gasto en provisiones en la subsidiaria de servicios financieros que podría mantener la rentabilidad de este segmento presionada por más tiempo.

2. CENCOSUD (COMPRAR; P.O. CL\$ 1.961)

Descripción: Cencosud es un holding chileno de Retail con presencia en cinco países en Latinoamérica, destacando principalmente Chile (71% del EBITDA), Argentina (13% del EBITDA), seguidos por Perú, Brasil, y Colombia. Los principales segmentos de negocios de la compañía son Supermercados, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, y Centros comerciales, y Servicios financieros. Cencosud es controlada por la familia Paulmann con ~55% de la propiedad.

Tesis de inversión: (1) Cambio en la estrategia de negocios y foco en formatos esenciales para la compañía han mostrado buena dinámica de resultados y mejoras operacionales. Desde que la empresa logró reducir su nivel de deuda, un cambio en la estrategia de negocio se ha evidenciado, haciendo la estructura organizacional más eficiente. Además, la compañía ha ganado participación de mercado durante la pandemia, e innovado en e-commerce con JumboApp y la alianza con Cornershop. Todos estos cambios han permitido aumentar su CAGR 2019-2024E en ventas y EBITDA a 3,7% y 9,9% (desde un CAGR 2014-2019 de -2,4% y 4,6% respectivamente). (2) Crecimiento inorgánico en EEUU y Brasil. Luego de las adquisiciones anunciadas de "The Fresh Market" y grupo GIGA en Sao Paulo, el foco de crecimiento se concentrará en estos mercados, por un lado otorgando mayor diversificación, y en el caso de Brasil, aumentando el peso del formato "cash&carry", que es un formato más preferido por el consumidor y con mejores métricas. Ambas adquisiciones fueron realizadas a precios razonables, y para el caso de "The Fresh Market" según los supuestos que se asuman de crecimiento y rentabilidad, podría aumentar el precio objetivo de la acción entre un 4,5% y 20%. (3) Según nuestras estimaciones, Cencosud presenta un ~50% y ~45% de descuento frente a su promedio histórico de los últimos 5 años en EV/EBITDA y P/U. Además, presenta un ~20% de descuento EV/EBITDA 2022E frente a sus pares regionales.

Riesgos: Como principales riesgos a la baja destacamos (1) riesgo de ejecución del nuevo plan de inversiones, el cual es agresivo en cuanto a nuevas aperturas, así como también las nuevas adquisiciones anunciadas en Brasil y EEUU; y (2) una desaceleración en el consumo mayor a lo esperado, y aumento de competencia en Supermercados y negocio online. Como principales riesgos al alza destacamos (1) una potencial apertura en bolsa de la filial en Brasil, lo que podría revalorizar dichos activos.

3. ENEL AMÉRICAS (COMPRAR; P.O. CL\$ 129)

Descripción: Enel Américas es una de las empresas eléctricas privadas más grande de Latinoamérica, con una capacidad instalada de generación ~15,7 GW y más de 26 millones de clientes en el segmento de distribución. La compañía agrupa filiales de generación, distribución y transmisión de energía eléctrica para el grupo Enel en Argentina, Perú, Colombia y Brasil, siendo este último el país más importante (~50% del EBITDA U12M), además de participación en Centro América luego de la incorporación del brazo renovable del grupo Enel en Latinoamérica ex Chile EGPA. Enel Américas es controlada por el grupo italiano Enel S.p.A., que posee 82,3% de propiedad sobre la compañía.

Tesis de Inversión: (1) Panorama estable en materia regulatoria en segmento distribución, principalmente en Brasil y Colombia (~48% del EBITDA 2022E) donde las próximas revisiones tarifarias serían a finales de 2023 y 2024 respectivamente, mientras que la empresa está siendo capaz de traspasar los altos niveles de inflación a tarifas. (2) Atractiva exposición al negocio de ERNC a través del brazo renovable EGPA, consolidándose como fuerte actor en el negocio a nivel regional y oportunidades de crecimiento a través de atractivo portafolio de potenciales proyectos renovables por ~64 GW. (3) Sólida posición financiera (DFN/EBITDA 1,3x 2022E; 1,6x con fondo de pensiones Enel Sao Paulo) que permitiría aprovechar oportunidades de crecimiento renovable e inversiones en segmento de distribución para eventual reconocimiento en tarifas. (4) Buena dinámica de resultados de corto plazo con crecimiento doble dígito durante todo 2022, revirtiendo de forma parcial la dilución en UPA mostrada en los últimos años tras una serie de eventos de capital.

Riesgos: Como principales riesgos a la baja destacamos: (1) no-renovación de concesiones con fechas de término de contrato cercanas, principalmente líneas de transmisión en Brasil y planta de generación El Chocón en Argentina. (2) Dificultad en el segmento de distribución para que reguladores incorporen inversiones en los cálculos de tarifa. (3) Riesgo de sequía en distintos países, sobre todo en Brasil donde ya se ha incentivado a clientes a consumir menos electricidad por la sequía que implica menor capacidad de generación hidro. (4) Deterioro de variables macroeconómicas regionales dada la alta sensibilidad y exposición de los resultados especialmente al tipo de cambio. Como eventual riesgo al alza destaca (5) posible venta de activos de distribución en Brasil.

4. SQM-B (EN REVISIÓN)

Descripción: Soquimich (SQM) es una empresa minera con fuerte presencia global a través de sus cinco líneas de negocio: Nutrición Vegetal de Especialidad (38% del margen bruto total U12M), Litio y derivados (26% U12M), Yodo y derivados (14% U12M), Químicos Industriales y de Potasio. En sus plantas del norte de Chile, SQM procesa dos recursos naturales: el caliche y las salmueras, que constituyen la materia prima de su cartera de productos. De acuerdo con la regulación chilena, SQM no cuenta con un grupo controlador, sin embargo, los principales accionistas son el “grupo Pampa” (28%) vinculado a Julio Ponce; y el grupo chino “Tianqui” (24%).

Tesis de inversión: (1) Atractiva exposición a industrias de rápido crecimiento con fuertes ventajas comparables. SQM es uno de los principales productores mundiales de Litio y derivados, una industria con un

fuerte potencial de crecimiento durante los próximos años impulsada por la transición a vehículos eléctricos. Además, la empresa tiene uno de los costos unitarios de producción más bajos, impulsado por su presencia en la concesión del "Salar de Atacama". (2) Atractiva dinámica de resultados en 2022. Esperamos que SQM registre un crecimiento anual compuesto sobre 20% entre 2021-2024E, impulsado principalmente por el segmento Litio, pero con desempeños positivos en todos los segmentos.

Riesgos: Riesgos: Como principales riesgos a la baja, destacamos (1) precios promedio de Litio menores a los esperados, volúmenes de ventas o un retraso en el aumento de capacidad esperado. Una desaceleración del mercado de vehículos eléctricos o el crecimiento de la demanda de litio, especialmente en China (~40% del mercado). (2) La imposición de nueva regulación en Chile o la no renovación de la concesión "Atacama Salar" después de 2030, lo que podría afectar el valor de perpetuidad de la empresa.

5. CCU (MANTENER; P.O. CL\$ 7.950)

Descripción: Compañía Cervecerías Unidas SA es una empresa chilena dedicada a la producción, comercialización y distribución de bebidas alcohólicas (Cervezas y Vinos) y no alcohólicas (Bebidas, jugos y Aguas) bajo diferentes contratos de franquicia. La compañía divide sus operaciones en las filiales (1) Chile (80% del EBITDA U12M); (2) Internacional (Argentina, Uruguay, Paraguay, Y Bolivia), y (3) la Viña San Pedro de Tarapacá, además de poseer un Joint Venture en Colombia (Postobón). El controlador es IRSA el cual posee 60% de la compañía, conformado por el conglomerado chileno Quiñenco S.A. (50%) relacionado al grupo Luksic, y Heineken (50%).

Tesis de Inversión: (1) Líder de multi-categoría en la industria de bebidas en Chile, con una sólida posición financiera. CCU ha competido en sus principales mercados por muchos años como una compañía multi-categoría, por lo que tiene la experiencia para cubrir sus territorios bien y enfrentar la competencia de manera apropiada. Es una empresa que también posee una posición financiera sólida, teniendo el menor nivel de endeudamiento entre sus pares. (2) Año 2022 desafiante dada una alta base de comparación, sumado a un dólar más fortalecido, presiones inflacionarias, y mayores costos de materias primas. (3) Valorizaciones con descuento respecto a su historia, sin embargo sin mayor descuento respecto a su comparable regional. Según nuestras estimaciones, CCU presenta un ~20% de descuento en EV/EBITDA y P/U promedio últimos 5 años, y 40% de descuento en B/L. Sin embargo, respecto a su comparable regional, está en línea con el descuento histórico.

Riesgos: Como principales riesgos a la baja mencionamos (1) reformas laborales que signifiquen un aumento relevante del costo de mano de obra; (2) mayores impuestos específicos a las bebidas azucaradas y/o bebidas alcohólicas. (3) Un deterioro mayor al esperado en variables macroeconómicas en Argentina que resulten en un deterioro de la subsidiaria.

6. CONHA Y TORO (COMPRAR; P.O. CL\$ 1.724)

Descripción: Viña Concha y Toro es una empresa chilena dedicada a la producción, comercialización y distribución de vinos y otras bebidas alcohólicas, con presencia mundial. La compañía está integrada verticalmente, posee sus propios viñedos, opera plantas productivas y embotelladoras, y una importante red de distribución. Por otro lado, Concha y Toro es el mayor exportador en Chile en términos de valor, siendo sus principales mercados Europa (50%), USA and Canadá (15%), y LatAm (18%). Adicionalmente, la compañía mantiene operaciones y viñedos en Argentina a través de Trivento, y en EE.UU. a través de Fetzer. El grupo controlador de Viña Concha y Toro posee alrededor de 39% de la propiedad, y se encuentra ligado principalmente a la familia Guillisasti.

Tesis de Inversión: (1) Buen vehículo para ganar exposición fuera de Chile en un contexto de un peso chileno más depreciado. Concha y Toro tiene cerca del 85% de sus ventas fuera de Chile, siendo sus principales mercados de exportación Reino Unido, EEUU, Europa, Brasil, y México. Esto lo posiciona como un activo refugio en un contexto de mayor incertidumbre en Chile. (2) Exitoso modelo de negocios que permitió fortalecer a la compañía antes y durante la pandemia, y que le permitirá alcanzar los objetivos 2022 presupuestados por la compañía. Concha y Toro posee un modelo de negocio integrado verticalmente en sus mercados principales, lo que le permite responder de manera rápida a la demanda, siendo crucial en el período de pandemia. Además, con la estrategia de premiumización y foco en mercados y marcas clave, en 5 años habrá logrado doblar su resultado operacional y alcanzar sus objetivos 2022 en cuanto a márgenes y crecimiento en ventas. (3) Valorizaciones atractivas comparado a su promedio histórico y a pares globales. Según nuestras estimaciones, la acción se encuentra transando con un descuento de cerca de ~30% tanto en EV/EBITDA como en P/U promedio de los últimos 5 años, y un ~25% de descuento por sobre el descuento histórico de los últimos 5 años frente a sus comparables globales.

Riesgos: Como principales riesgos a la baja, destacamos (1) una extensión mayor a la esperada de la crisis logística a nivel global lo que podría impactar los volúmenes de exportación de manera sustancial. (2) Costos de mano de obra mayor a lo esperado o rigideces en el mercado laboral debido a potenciales nuevas reformas en Chile.

7. ITAÚ CORPBANCA (COMPRAR; P.O. CL\$ 2,47)

Descripción: Itaú Corpbanca es el quinto mayor banco privado en Chile. La empresa surge de la fusión entre los bancos Itaú Chile y CorpBanca en 2016. Actualmente, a nivel consolidado el banco mantiene colocaciones por más de US\$ 29,0 mil millones, donde un aprox. 79% son del banco en Chile y un 21% en Colombia. Por otra parte, sus colocaciones se encuentran divididas en un 63% en el segmento comercial seguido de 26% hipotecario y 11% consumo. El banco es controlado por "Itaú Unibanco" de Brasil con un 56,6% de participación.

Tesis de Inversión: (1) Tras el exitoso aumento de capital realizado a fines de 2021, el banco se encuentra preparado para reactivar su estrategia de crecimiento en los segmentos de consumo de Chile y Colombia, y profundizar su estrategia digital al mismo tiempo de estar en cumplimiento con los requerimientos de Basilea III. Estos desarrollos deberían mejorar el mix de colocaciones del banco, aumentar sus ingresos operacionales y mejorar la eficiencia del banco. (2) Esperamos que los cambios en la composición accionaria del controlador consoliden el control de Itaú Unibanco y agilicen transformaciones al interior del banco. (3) Por otro lado, Itaú presenta desafíos en varios frentes, por un lado, su cartera de colocaciones presenta un mayor nivel de morosidad que la industria (rango de 2.0% vs rango 1.4% para el sistema bancario) a pesar de que su cartera de colocaciones está más concentrada en el segmento comercial (62% vs 58% para el sistema a julio de 2022), que tradicionalmente tiene un gasto en provisiones más bajo. Finalmente (4) Hoy Itaú se encuentra altamente descontada, dando como resultado un buen punto de entrada si se confía en la capacidad del directorio en recuperar el desempeño del banco, dado que el mercado implícitamente refleja en los precios que jamás obtendrá retornos por sobre el costo de capital.

Riesgos: Como riesgo alcista destacamos (1) un desempeño mejor a lo esperado en la gestión del banco por parte de los principales ejecutivos, y (2) Potencial OPA por parte de Itaú Unibanco. Por otro lado, como riesgo a la baja (3) mayores probabilidades que sus pares de tener eventos de crédito debido a la mayor concentración a colocaciones comerciales de su portafolio.

8. CAP (MANTENER; P.O. CL\$ 11.531)

Descripción: “Compañía de Acero del Pacífico” (CAP) participa principalmente en la producción de Mineral de Hierro (81% del EBITDA U12M) a través de su filial “CMP”, el mayor productor de Mineral de Hierro en la Costa Pacífico de América Latina. La compañía también participa en la Producción de Acero (CSH) y Procesamiento de Acero en Chile (Cintac, Promet), Perú, Argentina y tiene participaciones en diferentes negocios de Infraestructura como Cleanairtech, Tecnocap y Puerto Lasas. El mayor accionista de CAP es la sociedad “Invercap” que mantiene un 42% de la propiedad, seguida por Mitsubishi con 12%.

Tesis de inversión: (1) Sólida posición financiera luego de los excelentes resultados de 2021YE. CAP debería completar su máxima generación histórica de EBITDA y flujo de caja en 2021, impulsado por el aumento de los precios del mineral de hierro, la normalización de los despachos y la reducción de los costos unitarios. En este sentido, la compañía actualmente posee ~ US\$ 943 millones en caja (cerca de 55% del market cap actual) y una deuda financiera neta negativa, lo que le permitiría enfrentar sin problemas la actual volatilidad de precios del hierro, financiar crecimiento y expansiones, mientras continúa diversificándose hacia segmentos de negocio complementarios. (2) Atractivas valorizaciones y alto retorno por dividendos. Según nuestras estimaciones, CAP transaría con un 20% de descuento respecto a su promedio de los últimos 3 años (4,5x EV/EBITDA), aun cuando se encontraría alineada a sus pares globales.

Riesgos: Como principales riesgos a la baja, destacamos (1) una evolución menor a la esperada de la economía de China (aprox. 2/3 de las importaciones mundiales de mineral de hierro), lo que podría generar un menor dinamismo en los productores de acero, afectando al mineral de hierro. Por otro lado, una recuperación mayor a la esperada en la oferta de productores mundiales (Australia, Brasil), lo que podría generar un superávit de oferta mayor al esperado en el corto plazo, afectando los precios. (2) Una posible operación anormal de los puertos o cualquier problema que pueda afectar la capacidad de la empresa para producir y despachar los volúmenes esperados.

9. FALABELLA (MANTENER; P.O. CL\$ 3.456)

Descripción: SACI Falabella es un holding Chileno de Retail con presencia en siete países en Latinoamérica, destacando principalmente Chile (83% del EBITDA), Perú (16% del EBITDA), seguidos por Colombia, Brasil, Argentina, y Uruguay, además de participaciones en México. Los principales segmentos de negocios de la compañía son Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros, Centros comerciales, y su Marketplace Linio. Falabella es controlada a través de un pacto de accionistas ligado principalmente a distintas ramas de las familias Solari y Del Rio con ~ 70.58% de la propiedad.

Tesis de Inversión: (1) Retail líder de mercado en la región Andina y pionero en inversiones para complementar su ecosistema digital. Falabella ha enfocado su estrategia y plan de inversión en desarrollar un ecosistema digital apalancado en su vasta red de tiendas físicas y del negocio financiero. Su mayor proyecto el 2021 fue el de unificar la plataforma Falabella.com en Chile, el cual esperan replicar en Perú y Colombia en 2022 y 2023 respectivamente. (2) Foco en potenciar el formato mejoramiento del hogar en toda la región. El formato de mejoramiento del hogar de Falabella es líder en Chile, Perú y Colombia, y ha resultado ser un formato muy resiliente y con alta rentabilidad. Por lo mismo, la compañía pondrá especial foco en desarrollar este formato en países como Brasil, México, y Colombia donde ha tenido una buena performance y esperan siga creciendo. Además, durante 2022 ya fue abierta una tienda IKEA en Chile, y se espera que luego de este hito continúe su expansión por la región Andina. (3) Atractiva valorización en múltiplos por debajo de su historia. Según nuestras estimaciones, Falabella presenta un ~50% de descuento en el múltiplo P/U con respecto a su historia de 5 años (18x), y se encuentra transando por debajo de sus pares brasileras, pero por sobre sus pares mexicanas.

Riesgos: Como potenciales riesgos a la baja, destacamos (1) un deterioro en la situación pandémica que obligue al cierre de tiendas. (2) Una desaceleración de la economía mayor a la esperada. (3) Un aumento de la incertidumbre regulatoria en la región. Cualquier situación relacionada con temas regulatorios, como los impuestos, reformas laborales, etc.

10. QUIÑENCO (MANTENER; P.O. CL\$ 2.613)

Descripción: Quiñenco es un holding chileno fundado en 1957 como vehículo de inversión del Grupo Luksic en los sectores Financiero e Industrial. La compañía actualmente administra activos por más de US\$ 97 mil millones, tiene ingresos anuales agregados de sus compañías operativas por más de US\$ 31 mil millones y tiene operaciones en más de 129 países. El principal activo de la empresa es el Banco de Chile en el sector financiero, donde posee ~26% de participación, siendo sus accionistas controladores a través de un JV con el grupo Citi. Las otras industrias donde participa la empresa son Bebidas (CCU), Manufactura (Invexans, Techpack), Energía (Enex), Transporte y Contenedores (CSAV que posee el 30% de la alemana Hapag-Lloyd) y Puertos (SM SAAM). La empresa está controlada por la familia Luksic con un 83% de propiedad.

Tesis de Inversión: Quiñenco provee una exposición diversificada a varias industrias en Chile con un importante descuento holding y una atractiva rentabilidad por dividendos. Destacamos: (1) Tras la mejora del *guidance* entregado por Hapag-Lloyd, Quiñenco entregaría actualmente una rentabilidad por dividendo de ~ 26% en 2023, suponiendo una política de dividendos de 40% de las utilidades. (2) Alto descuento NAV a pesar de su aumento en liquidez e ingreso al IPSA. Según nuestras estimaciones, Quiñenco transa con un descuento holding sobre 40%, lo que creemos sigue siendo alto considerando que la empresa ha aumentado significativamente sus volúmenes transados (2.4x en lo que va del año) lo que le permitió ser incluida en el IPSA en la revisión del 21 de marzo. Además, desde principios de 2011, el descuento holding promedio durante los períodos en los que Quiñenco formó parte del índice fue de ~ 31%.

ANEXO 1. RESUMEN VALORIZACIÓN — ESTIMACIONES BICE

	Peso IPSA	Mkt. Cap	VPTD* US\$ M	Rec.	Precio Actual	Precio Objetivo	Upside	Div. Yield	Retorno Total	Desempeño**		
										1M	6M	1Y
Bebidas y Viñas	5%	4.667	4,1				47,3%	6,7%	54,0%	0%	4%	-8%
Andina-B	2%	1.709	1,3	COMPRAR	1.781	2.172	21,9%	13,5%	35,4%	12%	25%	17%
CCU	2%	2.064	2,2	MANTENER	5.000	7.950	59,0%	4,0%	63,0%	0%	-9%	-28%
Concha y Toro	2%	894	0,7	COMPRAR	1.071	1.724	61,0%	2,7%	63,6%	-10%	-3%	-15%
Centros Comerciales	3%	3.059	2,4				22,7%	1,8%	24,5%	29%	30%	11%
Parque Arauco	2%	992	1,7	COMPRAR	980	1.190	21,4%	2,0%	23,5%	34%	31%	9%
Mallplaza	1%	2.067	0,7	COMPRAR	944	1.283	35,9%	0,9%	36,9%	27%	10%	-3%
Cencoshopp	2%	2.363	0,9	COMPRAR	1.240	1.373	10,7%	2,4%	13,1%	27%	49%	26%
Eléctrico	11%	17.163	15,2				34,2%	0,9%	35,0%	19%	31%	-5%
Enel Américas	6%	12.095	9,0	COMPRAR	101	129	28,2%	1,6%	29,8%	7%	9%	-3%
Enel Chile	2%	2.635	4,2	E.R.	34,1	-		1,1%		19%	55%	-11%
Engie Chile	1%	630	0,8	COMPRAR	535	750	40,2%	0,0%	40,2%	30%	28%	-1%
Salmón	0%	572	0,4				38,5%			1%	72%	27%
Multi X	0%	572	0,4	COMPRAR	363	503	38,5%	34,3%	72,8%	1%	72%	27%
Materias Primas	18%	28.549	44,1				55,1%	9,9%	73,5%	3%	21%	66%
CAP	2%	1.242	2,3	MANTENER	7.435	11.531	55,1%	18,5%	73,5%	-5%	-20%	-6%
SQM-B	17%	27.308	41,8	E.R.	93.100	-		1,4%		10%	62%	138%
Retail	11%	10.937	20,6				45,4%	5,0%	50,4%	20%	10%	8%
Cencosud	5%	4.312	8,7	COMPRAR	1.348	1.961	45,5%	9,4%	54,9%	9%	3%	24%
Falabella	5%	6.237	8,7	MANTENER	2.225	3.456	55,3%	2,9%	58,2%	14%	-9%	-22%
Ripley	1%	387	3,2	COMPRAR	179	242	35,3%	2,8%	38,1%	36%	37%	23%
Sanitario	2%	1.882	2,2							17%	27%	21%
Aguas-A	2%	1.350	1,6	COMPRAR	200	250	25,0%	5,0%	30,0%	14%	29%	27%
IAM	1%	532	0,7	COMPRAR	476	643	35,1%	4,3%	39,4%	20%	25%	14%
Conglomerados	2%	4.757	3,3				25,6%	14,8%	40,5%	14%	24%	62%
ILC	0%	402	0,2	COMPRAR	3.598	5.029	39,8%	9,7%	49,5%	33%	16%	20%
Quiñenco	2%	4.355	3,1	MANTENER	2.344	2.613	11,5%	20,0%	31,4%	-4%	32%	104%
Telecom & TI	1%	366	0,8				11,6%	2,7%	14,3%	25%	38%	5%
Sonda	1%	366	0,8	COMPRAR	376	420	11,6%	2,7%	14,3%	25%	38%	5%
Bancos	26%	25.450	28,6				19,2%	5,3%	24,4%	8%	17%	12%
Banco De Chile	11%	9.876	15,7	MANTENER	87,5	100,5	14,9%	6,1%	21,0%	5%	7%	22%
Santander	7%	7.789	7,1	MANTENER	37,0	43,3	17,1%	6,7%	23,7%	2%	-4%	-3%
BCI	5%	4.909	2,6	COMPRAR	28.185	38.870	37,9%	3,6%	41,5%	12%	13%	3%
Itau Corpbanca	2%	2.198	2,8	COMPRAR	2,0	2,5	22,0%	4,2%	26,2%	7%	36%	14%
Grupo Security	1%	677	0,4	MANTENER	150	156	4,1%	5,7%	9,7%	14%	34%	24%
IPSA		9.312	135,5		5.608	5.570			-0,7%	7,6%	21,4%	26,5%

* VPTD: Volumen promedio transado diario en US\$ millones

** Desempeño: retorno total incluyendo dividendos en CL\$

Fuente: Bolsa de Santiago, BICE Inversiones

ANEXO 2. RESUMEN VALORIZACIÓN — ESTIMACIONES BICE

	EV/EBITDA			P/U			B/L		ROE			DFN/EBITDA		
	U5A	22YE	23YE	U5A	22YE	23YE	U5A	LTM	U5A	22YE	23YE	U5A	22YE	23YE
Bebidas y Viñas	9,8	5,6	5,0	16,8	10,3	8,9	2,2	1,4	12%	12%	13%	1,5	1,1	0,8
Andina-B	8,4	5,5	4,9	13,7	11,6	9,9	2,5	1,6	15%	12%	14%	1,7	1,4	1,2
CCU	9,2	5,0	4,3	21,3	10,9	8,9	2,4	1,3	11%	11%	12%	0,3	0,2	-0,1
Concha y Toro	11,9	6,4	5,9	15,4	8,3	8,0	1,6	1,1	11%	13%	12%	2,5	1,8	1,4
Centros Comerciales	18,4	11,5	10,3	26,6	17,2	13,6	1,3	0,8	3%	5%	6%	5,5	3,3	2,9
Parque Arauco	21,0	12,3	11,2	-	17,3	13,2	1,6	0,7	3%	5%	6%	7,6	5,2	4,6
Mallplaza	20,4	10,2	8,8	-	17,4	13,2	1,5	1,0	3%	6%	7%	5,0	2,9	2,3
Cencoshoop	13,9	12,0	10,9	26,6	16,8	14,4	0,9	0,8	4%	5%	5%	3,8	1,9	1,8
Eléctrico	6,7	5,0	3,9	13,4	9,6	6,7	1,1	0,7	10%	6%	8%	2,0	2,4	1,6
Enel Américas	5,6	4,5	4,3	14,4	9,8	9,5	1,5	0,9	13%	9%	8%	1,2	1,3	1,3
Enel Chile	7,4	-	-	12,9	-	-	1,2	0,8	10%	-	-	2,8	-	-
Engie Chile	7,2	5,4	3,4	13,0	9,3	3,9	0,8	0,3	8%	3%	7%	2,2	3,5	2,0
Salmón	-	4,6	4,8	-	7,5	8,6	-	1,3	-	18%	15%	0,0	0,4	0,2
Multi X	-	4,6	4,8	-	7,5	8,6	-	1,3	-	18%	15%	-	0,4	0,2
Materias Primas	11,1	3,1	3,4	28,8	4,8	5,7	2,7	4,5	12%	14%	11%	0,9	0,0	-0,2
CAP	7,6	3,1	3,4	27,5	4,8	5,7	0,8	0,5	10%	14%	11%	1,0	0,0	-0,2
SQM-B	14,7	-	-	30,1	-	-	4,7	8,4	14%	-	-	0,8	-	-
Retail	15,0	6,3	5,8	26,9	9,6	9,5	1,4	0,7	6%	8%	7%	5,2	2,7	2,3
Cencosud	10,1	5,5	5,2	15,3	7,7	8,2	1,0	0,9	6%	12%	10%	3,5	1,9	1,6
Falabella	14,7	7,5	6,5	51,3	12,8	11,8	2,3	0,9	9%	7%	7%	3,8	2,7	1,9
Ripley	20,1	5,7	5,6	14,1	8,3	8,5	0,9	0,3	3%	4%	4%	8,3	3,4	3,4
Sanitario	8,9	7,0	6,1	14,6	10,3	7,8	2,1	1,1	14%	9%	12%	3,3	3,1	2,7
Aguas-A	10,2	7,4	6,5	15,4	11,5	8,7	2,8	1,5	18%	11%	14%	3,3	3,1	2,7
IAM	7,6	6,5	5,7	13,8	9,0	6,9	1,4	0,7	10%	7%	9%	3,3	3,1	2,7
Conglomerados	-	-	-	12,3	2,7	3,7	1,5	0,5	12%	26%	25%	-	-	-
ILC	-	-	-	10,3	3,8	3,4	2,2	0,4	19%	17%	19%	-	-	-
Quiñenco	-	-	-	14,3	1,7	3,9	0,8	0,5	6%	35%	31%	-	-	-
Telecom & TI	9,6	3,5	3,3	35,5	8,4	8,3	1,5	0,6	7%	7%	7%	1,2	0,7	0,6
Sonda	9,6	3,5	3,3	35,5	8,4	8,3	1,5	0,6	7%	7%	7%	1,2	0,7	0,6
Bancos	-	-	-	13,9	8,0	8,4	1,7	1,3	12%	15%	13%	-	-	-
Banco De Chile	-	-	-	14,8	8,8	10,3	2,6	2,0	17%	22%	18%	-	-	-
Santander	-	-	-	14,1	8,4	10,3	2,5	1,9	18%	22%	17%	-	-	-
BCI	-	-	-	12,9	6,5	7,4	1,5	1,0	11%	14%	11%	-	-	-
Itau Corpbanca	-	-	-	17,2	7,8	7,7	0,7	0,6	1%	7%	7%	-	-	-
Grupo Security	-	-	-	10,6	8,2	6,5	1,1	0,7	10%	8%	10%	-	-	-
IPSA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Bolsa de Santiago, BICE Inversiones

GLOSARIO

Market Cap (Mkt Cap): es el stock de patrimonio de una compañía a valor de mercado. Se le conoce también como patrimonio bursátil o patrimonio a valor económico. Se calcula como el precio de la acción por el número de acciones suscritas y pagadas. El market cap es usado entre otras variables para determinar qué empresas pertenecen al índice IPSA.

Enterprise Value (EV): es el valor económico o valor de mercado de los activos de una compañía. Se le conoce también como valor empresa (VE) o valor de la firma (VF). Se calcula como la suma del patrimonio económico (*market cap*), más la deuda financiera neta de caja (DFN), más el interés minoritario. El EV es comúnmente utilizado para obtener una estimación del valor de mercado de una compañía en su totalidad para procesos de fusiones y adquisiciones.

EBITDA: Es una medición del flujo de caja operacional de los activos de una compañía. Se calcula como la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El EBITDA es usado para monitorear el desempeño operacional de una compañía, indiferente de su nivel de endeudamiento, estructura o posición financiera.

Precio/utilidad (P/U): ratio de valorización que mide las veces que el mercado está dispuesto a pagar por cada peso de utilidad generada por una compañía. Se calcula dividiendo el patrimonio económico (*market cap*) por la utilidad anual de una compañía.

EV/EBITDA: ratio de valorización que mide las veces que el mercado está dispuesto a pagar por cada peso de EBITDA o flujo de caja operacional de los activos de una compañía. Se calcula dividiendo el valor empresa (EV) por la medición de flujo de caja operacional (EBITDA) de una compañía.

Bolsa/Libro (B/L): ratio de valorización que mide la relación entre el valor de mercado (*market cap*) y el valor contable (valor libro) del patrimonio de una compañía.

Dividend Yield: medida de retorno nominal que las acciones de una compañía otorgan por medio de dividendos. Se calcula dividiendo el total de dividendos entregados por acción por el precio de la acción.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS
RENTA VARIABLE LOCAL

Aldo Morales E.
Subgerente de Estudios Renta Variable
 aldo.morales@bice.cl
 +(562) 2692 3481

Rodrigo Sanhueza V.
Analista de Inversiones Senior
 rodrigo.sanhueza@bice.cl
 +(562) 2692 3486

Ewald Stark B.
Analista de Inversiones
 ewald.stark@bice.cl
 +(562) 2692 2527

ECONOMÍA & RENTA FIJA

Sebastián Senzacqua B.
Gerente de Economía y Estrategia
 sebastian.senzacqua@bice.cl
 +(562) 2692 7954

Marco Correa S.
Economista Jefe
 marco.correa@bice.cl
 +(562) 2692 2976

ESTRATEGIA

Mariela Bastías I.
Jefe de Estrategia
 mariela.bastias@bice.cl
 +(562) 2692 7943

Jose Pablo Gonzalez B.
Analista de Estrategia
 jose.gonzalezb@bice.cl
 +(562) 2692 2576

DISTRIBUCIÓN
RENTA VARIABLE

Felipe Figueroa E.
Gerente de Renta Variable
 ffigueroa@bice.cl
 +(562) 2692 2810

Carlos Hornauer M.
Jefe de Renta Variable
 carlos.hornauer@bice.cl
 +(562) 2692 2811

Claudio Zelada A.
Renta Variable local
 claudio.zelada@bice.cl
 +(562) 2520 7949

Diego Guillones R.
Renta Variable local
 dguillones@bice.cl
 +(562) 2692 2417

Pablo Mendoza V.
Renta Variable local
 pablo.mendoza@bice.cl
 +(562) 2692 2827

RENTA FIJA LOCAL

Andrés de la Cerda G.
Gerente Renta Fija e Internacional
 adelacer@bice.cl
 +(562) 2692 2576

Javiera Escudero M.
Operador Renta Fija Nacional
 javiera.escudero@bice.cl
 +(562) 2692 2946

Paulina González T.
Operador Renta Fija Nacional
 paulina.gonzalez@bice.cl
 +(562) 2692 2812

Sergio Lizama C.
Operador Renta Fija Nacional
 slizama@bice.cl
 +(562) 2520 7912

Daniel Colodro E.
Operador Renta Fija Nacional
 daniel.colodro@bice.cl
 +(562) 2692 2573

MERCADO INTERNACIONAL

Jason Barratt
Subgerente Mercado Internacional
 jbaratt@bice.cl
 +(562) 2692 2672

José Miguel Alcalde
Jefe Mercado Internacional
 jalcalde@bice.cl
 +(562) 2520 7905

Katherine Fainé
Mercado Internacional
 katherine.faine@bice.cl
 +(562) 2692 2524

Andrea Gómez
Mercado Internacional
 andrea.gomez@bice.cl
 +(562) 2692 2117

Manuel Ureta
Mercado Internacional
 manuel.ureta@bice.cl
 +(562) 2692 2873

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas con información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe, pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso. BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y cualquiera sociedad o persona relacionada con ella y sus accionistas controladores pueden en todo momento tener inversiones a corto o largo plazo en cualquiera de los instrumentos mencionados en este informe o relacionados con la o las empresas o el mercado que en él se mencionan y pueden comprar o vender esos mismos instrumentos.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. puede recomendar eventualmente compras y/o ventas de acciones para posiciones de trading. Dichas acciones podrían estar incorporadas en otras carteras recomendadas. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe, y que se no encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Comisión para el Mercado Financiero de nuestro país, no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional, en consecuencia es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

A la fecha de publicación del presente informe, el Sr. Ewald Stark posee acciones de Banco de Chile, BCI, Habitat, AAISA, Itaucorp, Mallplaza y Quiñenco. A la fecha de publicación del presente informe, ninguno de los integrantes del Departamento de Estudios posee, directa o indirectamente, vínculos con personas relacionadas al emisor analizado en el mismo. Los integrantes del Departamento de Estudios declaran expresamente que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en el presente informe.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. informa que tiene un contrato de market maker con el emisor. BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y/o cualquier sociedad o persona relacionada con ésta, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en estos informes y puede comprar o vender esos mismos instrumentos, en cuyo caso deberán regirse por el "Manual para transacciones de acciones y otros valores por parte del personal e BICECORP S.A. y sus filiales", y que se encuentra disponible en www.biceinversiones.cl.