

14 de Octubre 2019

## Selección Nacional

### Acuerdo parcial entre China y EE.UU. es positivo, pero solo el primer paso

- **Acuerdo parcial son buenas noticias** — Con una economía abierta al comercio mundial y muy dependiente de exportaciones mineras, Chile es uno de los países más afectados por la guerra comercial. Este acuerdo es positivo, pero es tan solo un primer paso. China parece haber cedido un poco de modo de mantener las conversaciones y evitar nuevas alzas de tarifas. El comentario oficial de China parece muy cauto con respecto al acuerdo, lo que no debería ser una sorpresa toda vez que lo que ofrece EE.UU. dista mucho de lo que pide China. Por otro lado, la reacción de China al acuerdo fue bastante menos eufórico que la de EE.UU., lo que genera dudas sobre el real progreso que se ha alcanzado en esta etapa. Noviembre será clave y este primer acuerdo debería ser firmado durante la APEC en Santiago. Esperamos una reacción positiva por parte del mercado, pero es muy pronto para anticipar un mercado alcista.
- **Acuerdo comercial debería debilitar al dólar, al menos por ahora** — Con un dólar débil, con mejores precios del cobre y con la bolsa mostrando un mejor desempeño, la confianza empresarial debería comenzar a repuntar en los meses siguientes - sobre todo si las recientes cifras de crecimiento continúan sorprendiendo - lo que debería impulsar la inversión en 2020. Lo que ocurra durante la APEC en noviembre es un requisito para que esto se cumpla.
- **Proyectamos una caída de 6% en la UPA del IPSA en 2019** — Las expectativas de utilidad del consenso para el IPSA han sido revisadas a la baja en 14% en lo que va del año y en 11% para el próximo año. El consenso espera un crecimiento de UPA de 2% y 13%, para 2019 y 2020, respectivamente. Estas cifras nos parecen un poco altas, toda vez que proyectamos una caída de la UPA del IPSA de 6% este año, para luego recuperarse 17% en 2020.
- **Estimando el P/U justo del IPSA** — En esta oportunidad estamos también presentando nuestra metodología para estimar un múltiplo P/U justo para el IPSA. Adicionalmente, hemos utilizado tres metodologías adicionales para establecer nuestro IPSA objetivo llegando a un promedio de 5.730 puntos, lo que ofrece un retorno potencial de 12%.
- **Selección Nacional** — En esta edición, estamos actualizando nuestro portafolio recomendado Selección Nacional, tomando parcialmente la utilidad acumulada en las acciones de Parque Arauco, reduciendo su ponderación desde 15% a 7,5%. Paralelamente reincorporamos las acciones de Mallplaza con un peso relativo de 7,5%.

**Germán Serrano**

german.serrano@banchile.cl

**David Castillo**

david.castillo@banchile.cl

**Tabla 1. Precios Objetivos IPSA Dic-2020**

Escenario	P.O. dic '20	Retorno	PU obj.
Optimista	6.123 pts.	19,2%	16,1x
Base	5.730 pts.	11,6%	15,1x
Pesimista	4,749 pts.	7,5%	12,5x

Fuente: Citi Banchile Research

## Cambios en el portafolio

Hoy lunes 14 de octubre estamos actualizando nuestro portafolio recomendado "Selección Nacional"

## Composición del Portafolio Recomendado

En esta edición, estamos tomando parcialmente la utilidad acumulada en las acciones de Parque Arauco, reduciendo su peso relativo desde un 15% a 7,5%. Paralelamente, estamos reincorporando las acciones de Mallplaza con una ponderación de un 7,5%.

Cabe señalar, que desde su incorporación al portafolio el pasado 26 de agosto, los títulos de Parque Arauco han rentado un 9,2%. Mientras que, Mallplaza desde su salida del portafolio el pasado 23 de septiembre han corregido un -3,3%, ofreciendo un atractivo punto de entrada.

Mallplaza, es una compañía que destaca en la industria de renta inmobiliaria por poseer un alto porcentaje de GLA destinado a uso mixto, mostrando un buen posicionamiento para enfrentar los desafíos que plantea el comercio electrónico. Por otra parte, en un contexto de bajas tasas de interés, vemos positivo la próxima colocación de bonos que planea la compañía, lo que podría ayudar a mejorar los resultados mediante un menor gasto financiero.

Cabe señalar, que hoy Parque Arauco y Mallplaza transan a niveles similares de cap rate a diciembre 2020 (~6,7% y ~6,6%, respectivamente). Lo que nos inclina a mantener la misma ponderación en ambas compañías.

**Cuadro 1. Resumen del Portafolio Recomendado: Selección Nacional**

<b>Acción</b>	<b>% Anterior</b>	<b>% Nuevo</b>	<b>Comentario</b>
Cencosud Shopping	17,5	17,5	Ubicaciones Premium con opción de crecimiento y Cap Rate muy atractivo.
Santander	10	10	Positivas perspectivas en división de consumo y líder en digitalización en la industria.
ItauCorp	10	10	Mix de activos mejorando, costo de crédito que se normaliza y ROE al alza.
CMPC	10	10	Positiva visión de largo plazo en precios de celulosa. Valoraciones castigadas.
Parque Arauco	15	7,5	Fuente de ingresos diversificada, bajos riesgos de aumento de capital y reducción de política de dividendos. Ambiente de tasas bajas por más tiempo.
Mallplaza	0	7,5	Líder en GLA destinado a uso mixto. Estabilidad de resultados. Ambiente de tasas bajas mejora el atractivo del retorno de sus activos.
Aguas Andinas	7,5	7,5	Alto retorno por dividendos, riesgos regulatorios estarían en el precio.
Enel Chile	7,5	7,5	Preferencia relativa dentro del sector. Atractivo crecimiento asociado energías renovables (Enel Green Power). Alto retorno por dividendo.
COPEC	7,5	7,5	Positiva visión de largo plazo en precios de celulosa. Valoraciones castigadas.
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100 <sup>(1)</sup></b>	

Fuente: Banchile Inversiones, Nota 1: El saldo remanente se encuentra en acciones donde el Departamento de Estudios está actualmente restringido de emitir comentarios.

## Cencosud Shopping

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Ventas (Ch\$Mn)	-	235.920	252.078
EBITDA (Ch\$Mn)	-	220.257	231.721
Utilidad Neta(Ch\$Mn)	-	292.586	147.173
UPA (Ch\$/Acc)	-	162	86
P/U (x)	-	18,1	17,7
P/L (x)	-	1,4	1,3
EV/EBITDA (x)	-	13,9	13,1
Ret. por Div.	-	-	1,5%
ROE	-	10,9%	6,0%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

**Descripción de la Compañía** - Cencosud Shopping es un operador de centros comerciales altamente eficiente, con activos en ubicaciones premium y un bajo nivel de apalancamiento. Cencosud S.A. mantiene el control de esta compañía con el ~71,7%.

**Principales Argumentos de Inversión** – Sus principales activos en Chile se localizan en zonas premium con potencial de expansión dentro de sus paños de terreno. Creemos que existe potencial para una mayor oferta de espacio arrendable en los mejores activos actualmente en operación. Nos parece atractivo el hecho que 2/3 de sus ingresos y NOI se concentren en sus cinco principales malls. Es en Costanera (25% de su NOI) donde vemos las mayores oportunidades de crecimiento en superficie arrendable con muy baja inversión. Creemos que las preocupaciones asociadas a la importancia de las tiendas anclas relacionadas en sus arrendatarios y la menor relevancia que los usos mixtos representan dentro del total de su GLA se compensan con: (i) la alta calidad de sus principales centros comerciales; (ii) la alta eficiencia, que explica parcialmente los mayores márgenes operacionales de la compañía con relación a sus pares locales; (iii) su menor apalancamiento a un costo muy bajo; y (iv) opciones de crecimiento altamente rentables en sus principales malls actualmente operativos. Creemos que un escenario de bajas tasas de interés por más tiempo favorecería el interés por esta clase de activos.

**Riesgos** – Alta penetración de centros comerciales en Chile. Alta exposición a tiendas ancla de partes relacionadas. Posible inyección de activos de su empresa matriz. Aumento de la penetración del comercio electrónico. Relativamente bajo % de su GLA centrado en el uso mixto. Dificultades crecientes para obtener permisos de construcción para proyectos

## Banco Santander

Resumen Financiero			
Indicadores	2018E	2019E	2020E
<b>Ing. Int. Neto (Ch\$Mn)</b>	3.175.945	3.343.557	3.553.357
Mg. Int. Neto	4,3%	4,1%	4,0%
Ing. Oper. (Ch\$Mn)	1.849.861	1.916.818	2.023.865
Ut. Neta (Ch\$Mn)	591.902	592.606	659.470
UPA (Ch\$/Acc)	3,14	3,14	3,50
P/U (x)	16,4	16,4	14,7
P/L (x)	3,06	2,90	2,73
Ret. por Div.	4,4%	4,0%	3,7%
ROAE	19,3%	18,2%	19,1%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

**Descripción de la Compañía** - Con sede en Santiago, Santander Chile es el mayor banco del sector privado en Chile con aproximadamente el 17% de los activos del sistema. El banco ofrece una amplia gama de servicios financieros, tanto para clientes corporativos como individuales. Santander Chile está controlado por Grupo Santander S.A. de España, que posee alrededor del 67% de la propiedad del banco.

**Principales Argumentos de Inversión** – Vemos positivo la futura consolidación de la cartera de SK Bergé, en la división de consumo y los potenciales beneficios "Superdigital" en su estrategia digital. Por otra parte, debido a que actualmente la compañía trabaja bajo los criterios de Basilea III dada su conexión con Santander España, esta estaría bien posicionada de cara a la implementación de esta normativa en la industria local.

**Riesgos** – (1) Inflación mayor o menor a la esperada podría afectar los márgenes de la compañía, ya que tiene más activos que pasivos expuestos a la inflación; (2) Crecimiento económico mayor o menor a lo esperado, lo que podría afectar el volumen de colocaciones al alza o a la baja, respectivamente. (3) Sorpresa regulatoria asociada a la implementación de Basilea III que implique requerimientos de capital en el rango máximo.

## Itaú Corpbanca

**Descripción de la Compañía** - Itaú Corpbanca es una institución financiera que se creó tras la fusión de Corpbanca e Itaú Chile el 1 de abril de 2016. El Banco es controlada por Itaú Unibanco y opera en Chile y Colombia.

**Principales Argumentos de Inversión** – Creemos que el cambio de rumbo del banco está sucediendo, y que el ROE se encamina hacia mayores niveles. Esto ha sido demostrado por los buenos resultados de 2018 en Chile, con un mix de activos que mejora, spreads que convergen y un costo de crédito que se normaliza. Vemos mejoras en las operaciones colombianas, de mantenerse la recuperación del crecimiento exhibida en esta economía. Por otro lado, sobre la reestructuración de Alto Maipo, vemos un importante progreso para el proyecto, donde Itaú era el banco más expuesto en el financiamiento, y ahora podría revertir las considerables provisiones realizadas antes de la conclusión del proyecto estimada para 2020. También notamos que Itaú posee espacio para ganar participación de mercado haciendo sus sucursales más eficientes y mejorando la entrega de créditos, o bien, podría aprovechar el gran número de sucursales para reducir costos a través del cierre de algunas, focalizándose en la rentabilidad, lo cual es consistente con la historia de Itaú Unibanco. En adición, vemos valor oculto en potenciales reestructuraciones corporativas. La administración siempre ha sido clara respecto a su posición de estar presente en mercados donde el banco pueda tener un posicionamiento fuerte.

**Riesgos** – Expansión de la economía menor a la esperada, podría traducirse en un crecimiento reducido de los ingresos de primera línea (menores colocaciones). Mayores provisiones por riesgo crediticio pueden disminuir la rentabilidad. Aumento de la competencia podría presionar el margen de interés neto del banco. La integración de las operaciones entre Corpbanca e Itaú Chile podría desenfocar a la administración y/o agregar nuevos desafíos.

**Descripción de la Compañía** - CMPC es una empresa forestal diversificada, que opera a través de tres unidades de negocio: Pulpa-forestal, Papeles y Tissue. Los productos de la compañía incluyen productos forestales, pulpa de madera blanda y dura, papel y productos de embalaje que se distribuyen en más de 50 países. CMPC también tiene una importante operación de celulosa en Brasil.

**Principales Argumentos de Inversión** – Mantenemos el optimismo en el largo plazo, ya que el déficit de oferta se haría visible en 2020-2021, en tanto que las acciones del sector transarían dentro de un rango mientras el mercado se estabiliza y la visibilidad de la demanda mejora. Las acciones de CMPC transan a múltiplos extremadamente bajos respecto a su historia. Históricamente, las acciones de productores latinoamericanos de celulosa han registrado un piso una a dos semanas antes que el precio de la celulosa (siguiendo anuncios de recortes de producción y alzas de precios por parte de los productores). En promedio, las acciones del sector han tenido un rally de 40-60% en los doce meses posteriores al piso del precio de la celulosa. Creemos que el piso del precio de la celulosa estaría cerca.

**Riesgos** – Riesgos políticos y regulatorios, mayor debilidad de la demanda de celulosa (en particular desde China) y cierta indisciplina de los productores en el actual contexto de elevados inventarios. Una apreciación significativa del real brasileño que impactaría el costo de producción de celulosa de su planta en dicho país.

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Ing. Interes (Ch\$Mn)	929.895	963.469	1.061.564
Mg. Int. Neto	3,5%	3,4%	3,5%
Ing. Oper. (Ch\$Mn)	1.117.552	1.163.317	1.273.806
Ut. Neta (Ch\$Mn)	201.525	214.663	261.041
UPA (Ch\$/Acc)	0,120	0,393	0,419
P/U (x)	13,7	12,9	10,6
P/L (x)	0,85	0,81	0,76
Ret. por Div.	0,8%	1,9%	1,9%
ROAE	6,3%	6,4%	7,4%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

## Empresas CMPC

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Venta (US\$Mn)	6.274	5.512	6.081
EBITDA (US\$Mn)	1.816	1.094	1.271
Ut. Neta (US\$Mn)	502	106	300
UPA (US\$/Acc)	0,20	0,04	0,12
P/U (x)	12,8	60,5	21,4
P/L (x)	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA (x)	5,1	8,6	7,0
Ret. por Div.	1,9%	3,1%	1,2%
ROAE	6,2%	1,3%	3,6%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

## Parque Arauco

**Descripción de la Compañía** - Parque Arauco es una empresa propietaria y operadora de bienes raíces comerciales, tiene operaciones en Chile (47%), Perú (38%) y Colombia (15%) que totalizan ~1,05 millones de m2 arrendables.

**Principales Argumentos de Inversión** – La compañía es el único operador de centros comerciales que mantiene una exposición relevante a la región andina. Sus principales activos están en los tres países en los que opera la compañía. En este sentido, Parque Arauco proporciona una fuente de ingresos más diversificada con una menor dependencia del maduro mercado chileno. Creemos que, después de un proceso activo de fusiones y adquisiciones, el riesgo de un aumento de capital y/o una reducción de su política de dividendos ha disminuido significativamente. Vemos positivo la rentabilidad que ofrece las dos fases de la expansión de Kennedy (que estarán operativas, por etapas, en 2021-2024). Con respecto a Perú, creemos que la reciente adquisición de una participación del 50% en Megaplaza, a un cap rate del 7,8%, es un factor decisivo. Finalmente, nos parece apropiado un cap rate implícito de 6,7% (2020e) no solo porque es consistente con su valoración histórica sino también porque ha habido un fuerte apetito por parte de los inversionistas institucionales chilenos en medio de un ambiente de tasas bajas por un tiempo prolongado.

**Riesgos** – (i) Alta competencia en los mercados en los que opera; (ii) Madurez del mercado chileno; (iii) Creciente penetración del comercio electrónico; (iv) Bajo crecimiento económico y su impacto en las ventas del retail y los arriendos. (v) Relativamente altos niveles de deuda en comparación a sus pares.

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Venta (Ch\$Mn)	189.618	207.455	217.129
EBITDA (Ch\$Mn)	137.717	152.595	159.368
Ut. Neta (Ch\$Mn)	117.863	100.372	105.779
UPA (Ch\$/Acc)	131	112	118
P/U (x)	15,9	18,7	17,8
P/L (x)	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (x)	20,0	18,1	17,6
Ret. por Div.	1,9%	2,0%	1,8%
ROAE	13,7%	10,3%	9,9%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

## Mallplaza

**Descripción de la Compañía** - Mallplaza es un operador de centros comerciales con sede en Chile que se fundó en 1990. La compañía ingresó a Perú en 2007 y a Colombia en 2012. En términos de GLA, Mallplaza tiene una participación de mercado de 3.5% en América Latina y 13.5% en la Región Andina. La compañía opera 22 centros comerciales y un GLA de 1,65 millones de metros cuadrados.

**Principales Argumentos de Inversión** – Creemos que la compañía ofrece una muy buena historia de crecimiento orgánico en Chile con una alta eficiencia operativa explicada por su exclusivo enfoque en los grandes centros comerciales regionales. Mallplaza se ha adelantado a sus pares al centrarse en proyectos de uso mixto y parece estar relativamente bien preparado para enfrentar los desafíos del comercio electrónico. Lo anterior permite que la empresa se beneficie de una fuente de ingresos más diversificada y reciba una mayor proporción de arriendos fijos dependiendo menos del retail. Con sólida posición financiera (DFN/EBITDA de ~ 3,5x y ~ 3x a diciembre de 2020), vemos espacio para que Mallplaza busque opciones de crecimiento en el extranjero, aparte de las que ya está ejecutando (actividad de fusiones y adquisiciones). Por otra parte, en un contexto de bajas tasas de interés, vemos positivo la próxima colocación de bonos que planea la compañía, lo que podría ayudar a mejorar los resultados mediante un menor gasto financiero.

**Riesgos** – (i) Los accionistas minoritarios pueden ofrecer acciones adicionales de Mallplaza. (ii) Penetración relativamente alta en el mercado y escasez disponibilidad de terrenos para desarrollar centros comerciales. (iii) El controlador de Mallplaza, desarrolle centros comerciales por su cuenta. (iv) La participación minoritaria de Mallplaza en las operaciones de Perú. (v) Falta de divulgación en sus resultados. (vi) Crecimiento económico

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Ventas (Ch\$Mn)	309.370	328.823	357.081
EBITDA (Ch\$Mn)	247.276	264.310	287.063
Utilidad Neta(Ch\$Mn)	125.749	127.405	134.961
UPA (Ch\$/Acc)	64	65	69
P/U (x)	28,6	28,3	26,7
P/L (x)	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA (x)	18,7	17,4	15,9
Ret. por Div.	1,2%	1,4%	1,3%
ROE	7,0%	6,8%	6,8%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

## Aguas Andinas

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Ventas (Ch\$Mn)	530.405	546.953	582.797
EBITDA (Ch\$Mn)	309.664	318.996	347.560
Utilidad Neta(Ch\$Mn)	136.057	139.506	152.925
UPA (Ch\$/Acc)	22,24	23,09	24,52
P/U (x)	17,7	17,2	15,7
P/L (x)	3,8	3,5	3,4
EV/EBITDA (x)	10,8	10,7	10,0
Ret. por Div.	6,2%	5,9%	6,1%
ROE	21,2%	21,0%	22,0%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

**Descripción de la Compañía** – Compañía de servicios de agua más grande de Chile que brinda servicios de producción y distribución de agua potable, recolección de agua y tratamiento a ~ 8,7 millones de personas en Santiago y otras regiones.

**Principales Argumentos de Inversión** – Buena parte de los riesgos estarían en el precio y vemos un atractivo retorno total esperado (~17,2%). Lo anterior, incluye supuestos conservadores sobre el retorno futuro de los activos regulados (5,75% real después de impuestos a partir del 2025) y futura trayectoria de inversión (1,7x capex/depreciación). Además, incorpora para la tarificación 2020-2025, cero alzas reales en tarifas. Hoy en día existe una atractiva brecha de rendimiento entre el retorno por dividendo sobre el BCP10 que se encuentra en máximos históricos de los últimos cinco años, alcanzando un 3,2% (5,9%-2,7%) y nuestra expectativa es que el BCCh continúe reduciendo las tasas en 25pb, durante el 4T19 y otros 25pb en 1T20. ¿Cuán sostenibles son los dividendos? - Creemos que los inversores están fundamentalmente preocupados por: (1) Aumento del endeudamiento; y (2) Riesgo regulatorio. Respecto al primero, la compañía ha estado mejorando el ROE, financiando parte de su pago de dividendos del 100% a través del aumento de la deuda. Los convenios con tenedores de bonos y bancos (pasivos totales / activos netos <2.0x) sugieren que esto solo puede continuar hasta 2022, con lo cual esperamos que la tasa de dividendos caiga al 90%. En cuanto al riesgo regulatorio, después de la crisis del suministro en Osorno, los temores han aumentado, sin embargo, creemos que tanto la industria como las autoridades están reconociendo la necesidad de una mayor inversión para calibrar con mayores expectativas de calidad del servicio.

**Riesgos** – Riesgo regulatorio y legal (tarifas y ROA). Invaldación de concesiones. Cambio Climático que afecte la disponibilidad del recurso hídrico. Eventos de contaminación que afecten la producción. Desastres naturales que afecten la infraestructura.

## Enel Chile

Resumen Financiero			
Indicadores	2018	2019E	2020E
Venta (Ch\$Mn)	2.457.162	2.910.703	2.954.556
EBITDA (Ch\$Mn)	891.355	983.954	878.801
Ut. Neta (Ch\$Mn)	361.711	240.470	368.053
UPA (Ch\$/Acc)	5,16	3,43	5,25
P/U (x)	12,7	19,0	12,4
P/L (x)	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	7,5	6,6	7,6
Ret. por Div.	5,0%	5,1%	6,1%
ROAE	6,5%	7,1%	7,4%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

**Descripción de la Compañía** - Enel Chile es una empresa eléctrica que opera tanto en el segmento de generación como la distribución de energía. La compañía controla Enel Distribución Chile (ex-Chilectra), el mayor distribuidor de electricidad en Chile con 1,9 millones de clientes. Por su parte opera en generación a través de sus subsidiarias Enel Generación Chile (participación del 93%), que es el mayor generador de energía en Chile por capacidad instalada (~6,4GW) y Enel Green Power Chile, que es el principal desarrollador de NCRE de Chile con un total de capacidad de 1,2GW.

**Principales Argumentos de Inversión** – Creemos que Enel Chile ofrece una atractiva relación riesgo retorno al actual nivel de precio. Nos gusta el portafolio de activos de generación de la compañía respecto a sus pares, el que se beneficia del crecimiento potencial en ERNC a través de Enel Green Power y que mantiene contratos a largo plazo. A lo anterior se suma un segmento de distribución que entrega estabilidad a los resultados. Su importante exposición a energías renovables (63% de la capacidad), lo posiciona positivamente, en el nuevo ambiente global de generación, donde a la fecha mantiene 1,1 GW en proyectos, lo que ofrece crecimiento al segmento de generación. Por su parte, el perfil altamente contratado de su capacidad de generación, disminuye la incertidumbre por un periodo prolongado (solo después de 2025 se ve una disminución en la posición contratada). Finalmente, destacamos su atractivo perfil de pago de dividendos.

**Riesgos** – Cambios en escenario político y regulatorio (modernización del sector distribución, 2S19), condiciones hidrológicas desfavorables, exposición al precio spot, retraso o mayor costo de los proyectos de crecimiento, fluctuación del precio de las materias primas que impacten los costos y los precios de los contratos mediante la indexación, precio de la energía en el largo plazo.

## Empresas COPEC

**Descripción de la Compañía** - Empresas Copec pertenece al grupo Angelini, y es controlada por AntarChile con un 60,8% de las acciones. Tiene exposición al sector forestal a través de Arauco que generó cerca de ~2/3 del Ebitda de la empresa en 2018. Por su parte, el segmento de combustible representa un 1/3 del Ebitda.

**Principales Argumentos de Inversión** – Mantenemos el optimismo en el largo plazo, ya que el déficit de oferta se haría visible en 2020-2021, en tanto que las acciones del sector transarían dentro de un rango mientras el mercado se estabiliza y la visibilidad de la demanda mejora. Las acciones de Copec transan a múltiplos extremadamente bajos respecto a su historia. Históricamente, las acciones de productores latinoamericanos de celulosa han registrado un piso una a dos semanas antes que el precio de la celulosa (siguiendo anuncios de recortes de producción y alzas de precios por parte de los productores). En promedio, las acciones del sector han tenido un rally de 40-60% en los doce meses posteriores al piso del precio de la celulosa. El negocio forestal de la empresa se beneficia de una mejor perspectiva en los precios de la celulosa y de la entrada en operación de nuevos proyectos (planta de paneles en Estados Unidos y planta de celulosa de grado textil). Esto posibilitará que durante el proceso de inversión del proyecto MAPA, COPEC pueda mantener niveles de endeudamiento bajos.

**Riesgos** – Riesgos políticos y regulatorios. Mayor debilidad de la demanda de celulosa (en particular desde China) y cierta indisciplina de los productores en el actual contexto de elevados inventarios.

### Resumen Financiero

Indicadores	2018	2019E	2020E
Venta (US\$Mn)	23.970	23.903	24.760
EBITDA (US\$Mn)	2.794	2.145	2.402
Ut. Neta (US\$Mn)	1.071	551	637
UPA (US\$/Acc)	0,82	0,42	0,49
P/U (x)	12,3	23,9	20,7
P/L (x)	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA (x)	6,9	10,0	9,3
Ret. por Div.	3,2%	2,9%	1,6%
ROAE	10,1%	5,1%	5,8%

Fuente: Bloomberg, Departamento de estudios Banchile Inversiones.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo cual sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

Banchile Corredores de Bolsa S.A. puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la(s) recomendación(es) aquí contenida(s).

Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de la(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa S.A. ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa S.A. no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa S.A. no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

El instructivo de carácter interno denominado "Política de Inversiones Personales" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa S.A. ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa S.A.

Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa S.A.