

Informe Mensual de Carteras Recomendadas

Research | Mayo 2025

Rodrigo Godoy & Team

rgodoy@credicorpcapital.com

Steffania Mosquera, CFA

smosquera@credicorpcapital.com

Informe Mensual de Carteras Recomendadas

En abril, el IPSA subió un 5,1% en CLP (+4,8% en USD), acumulando una ganancia de 19,8% en el año (+25% en USD). Esto se dio nuevamente en medio de un contexto alcista para las principales bolsas de la región (el MSCI LATAM subió un 4,5% liderado esta vez por México). El desempeño del IPSA es muy positivo dado el cierre casi sin variación del S&P500 y de sus pares andinos, así como también por la corrección a la baja del precio del cobre en la bolsa de Nueva York (a USD 4,6/lb) y las cifras que tanto en China como Estados Unidos ya dan cuenta del impacto de la guerra comercial. El inicio de la temporada de resultados del 1T25 en Chile que ha arrojado varias sorpresas positivas, y las buenas noticias de Argentina estarían dando sustento al buen momentum del mercado. El volumen promedio diario transado alcanzó a USD 171 millones (+47% a/a en CLP).

En el mes, las cinco acciones más rentables del IPSA fueron Ripley (+20,4%), Parque Arauco (+15,3%), ECL (+14,7%), Mallplaza (+14,5%) y Andina-B (+14,1%). Por el contrario, las mayores bajas las registraron SQM-B (-13,8%), CAP (-5,4%), CMPC (-4,8%), Concha y Toro (-3,4%) y Entel (-1,5%).

En el frente político local, y respecto de las elecciones presidenciales, cabe señalar que los partidos oficialistas inscribieron a los candidatos que participaran en las primarias a efectuarse el próximo 29 de junio. En dicha instancia, competirán por representar a dicho sector en la primera vuelta presidencial a celebrarse el 16 de noviembre, dos ex ministras del gobierno del presidente Boric (Caroliná Tohá, a quien las encuestas señalan como la más probable ganadora de las primarias, y Jeannette Jara), además de los diputados Gonzalo Winter y Jaime Mulet. Por otra parte, las cartas presidenciales de los partidos de oposición competirán directamente en la primera vuelta. Nos referimos a Evelyn Matthei (candidata apoyada por Chile Vamos, principal conglomerado de oposición), quien lidera las encuestas y aparece como el nombre con más opciones de pasar a segunda vuelta, además de José Antonio Kast (Partido Republicano) y Johannes Kaiser (fundador del recientemente formado Partido Nacional Libertario). Cabe destacar que, según una encuesta de frecuencia semanal, los candidatos de oposición suman el 45% de las preferencias espontáneas, en tanto los nombres oficialistas totalizan el 25%. El 30% de los encuestados no señalan una preferencia, no saben, no responden o indican otros nombres. Por otra parte, en cuanto a la actividad legislativa, el gobierno decidió no enviar al Congreso el proyecto de reforma al impuesto a la renta debido a la falta de apoyo de los parlamentarios, la incertidumbre global y la necesidad de priorizar otras iniciativas en materia económica. Respecto de éstas últimas, nos mantenemos particularmente atentos al avance de: i) el proyecto sobre simplificación regulatoria y promoción económica que acaba de ser aprobado en particular y en general por la sala del Senado, pasando a su tercer trámite en la Cámara de Diputados. La iniciativa introduce ajustes normativos puntuales, entre los que destaca el establecimiento de una reducción transitoria en la tasa del impuesto a la renta para empresas bajo el Régimen Pro-Pyme, desde el 25% (fijado en la Ley sobre Impuesto a la Renta) a 12,5% para 2025, 2026 y 2027 y a 15% en 2028, sujeto a la vigencia del incremento gradual de la cotización previsional, según la Reforma de Pensiones recientemente aprobada; y, ii) el proyecto de ley marco de autorizaciones sectoriales (conocido como proyecto de “permisología”). Este fue aprobado en general y en particular por la Cámara de Diputados en octubre pasado, y actualmente se encuentra en su segundo trámite legislativo en el Senado con urgencia de discusión inmediata. La Comisión de Economía aprobó en particular la iniciativa y ahora se encuentra siendo debatida en la Comisión de Hacienda. La tramitación en dicha instancia podría concluir próximamente quedando por delante la votación en la sala del Senado y la ratificación de los cambios en un tercer trámite en la Cámara de Diputados. Además, continuamos monitoreando el avance en el Congreso del proyecto de reforma constitucional que introduce cambios al sistema político y electoral con el objeto de reducir la fragmentación en el Congreso, fomentar la gobernabilidad y desincentivar el descuelgue a través de la pérdida del escaño en caso de que un parlamentario electo renuncie a su partido. En su primer trámite legislativo, éste fue aprobado en general por el pleno del Senado en enero con amplio respaldo. Desde comienzos de marzo, la iniciativa estuvo siendo debatida por la Comisión de Constitución del Senado y habiendo finalizado recientemente su estudio, ésta deberá ser votada tanto por el Senado en pleno como por la Cámara de Diputados, requiriéndose el voto favorable de 4/7 de sus miembros en cada caso. Se estima que tendría el respaldo de los senadores, pero un debate más complejo en la Cámara Baja. **y, ii) En el ámbito económico**, el Imacec de marzo registró una expansión de 3,8% a/a con un día hábil más que en igual mes de 2024, promediando un incremento de 2,1% en el 1T25. La cifra de marzo se ubicó por sobre las expectativas del mercado de ~3,0%, destacando el dinamismo de la producción de bienes (industria manufacturera, en particular) y el comercio. Nuestra proyección de crecimiento del PIB 2,4% para este año tiene un sesgo a la baja dado los vientos en contra desde el frente externo. Por otra parte, el IPC en marzo registró un aumento de 0,5% m/m, en línea con nuestras expectativas y las del mercado. Con esto, la inflación alcanzó a 4,9% en los últimos doce meses. Para este año, mantenemos nuestra proyección de inflación de 4,0%. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central mantuvo la TPM en 5,0% reiterando un tono de cautela para su conducción en medio de la elevada incertidumbre global. Nuestra expectativa de cierre para fines de año en 4,75% tiene un sesgo a la baja.

Con respecto al IPSA, éste cotiza a ~11,5x P/U 2025, muy en línea con el nivel que consideramos justo. Creemos que en el corto plazo el desempeño de la bolsa local continuará principalmente vinculado a las noticias provenientes desde el frente externo (particularmente a las eventuales negociaciones entre el gobierno de Estados Unidos y otros países, lo que debiera reducir la tensión comercial). En el ámbito local, el principal foco está puesto en la temporada de resultados del 1T25.

Con relación a nuestras carteras recomendadas, continuamos privilegiando compañías con buen momentum de resultados, además de mantener una acotada exposición a materias primas. Con respecto a la CL5, mantenemos a Banco Santander en primer lugar. LATAM Airlines ocupa ahora la segunda posición (antes Top 6) luego de reportar sólidos resultados en el 1T25 y elevar su guidance para el año. Parque Arauco sube al tercer lugar (antes Top 4), en tanto Cencosud pasa a la cuarta posición (antes Top 3). SQM-B baja a la posición #5 (antes Top 3). En cuanto al resto de las acciones que componen la CL10, Aguas-A se ubica en la sexta posición (antes Top 5), Colbún y BCI se mantienen en séptimo y octavo lugar. Estamos tomando ganancias en Salfacorp e incorporando a Falabella como Top 9 dado su buen momentum de resultados (el EBITDA del 1T25 superó con creces las estimaciones del mercado). Finalmente, Andina-B completa la cartera en la décima posición.

Informe Mensual de Carteras Recomendadas

Compañía	Sector		Peso		Ultimo Px	Mkt.Cap	Prom.Vol.Diario		Recom.	Precio		P/E		FV/EBITDA		P/BV U12M
			CL5	CL10			Local	ADR		Objetivo	Upside	2025E	2026E	2025E	2026E	
Santander	Banks	➡	23.8%	15.0%	57.2	11,467	7.8	6.2	HOLD	57.0	0%	11.5	10.9	nm	nm	2.5
LATAM Airlines	Transport	⬆	22.2%	14.0%	15.5	9,944	17.0	9.8	BUY	17.7	15%	9.8	8.7	4.5	4.4	13.7
Parque Arauco	Real Estate	⬆	20.6%	11.5%	2,030	1,958	1.8	nm	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR
Cencosud	Retail	⬇	18.3%	13.0%	3,234	9,661	8.0	nm	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR
SQM	Mining	⬇	15.1%	9.5%	31,805	9,434	18.6	42.6	HOLD	40,000	26%	12.9	9.0	7.7	5.9	1.8
Aguas Andinas	Water Utilities	⬇	-	9.0%	345	2,184	2.1	nm	BUY	380	10%	16.6	15.2	9.6	8.7	1.8
Colbun	Electric Utilities	➡	-	8.0%	147	2,737	1.7	nm	BUY	170	16%	9.4	8.0	6.6	5.9	0.9
BCI	Banks	➡	-	7.5%	37,698	8,775	3.9	nm	BUY	38,000	1%	8.9	8.0	nm	nm	1.1
Falabella	Retail	⬆	-	6.5%	4,398	11,749	12.0	nm	HOLD	3,800	-14%	19.2	15.2	9.2	8.6	1.9
Andina-B	Food & Beverage	➡	-	6.0%	3,991	3,524	2.7	0.3	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR
			Upgrading	⬆	Maintaining	➡	Downgrading	⬇	Including	⬆						

Informe Mensual de Carteras Recomendadas

Desde el último rebalanceo, observamos un rendimiento inferior de nuestra cartera CL5 (+3,05%) vs. el IPSA (+4,82%), en tanto la CL10 registró un retorno levemente superior (+5,13%).

En cuanto a la cartera CL5, su menor desempeño relativo al IPSA se atribuye principalmente a la elevada sobreexposición a SQM-B (20,6% vs 11,6% en el índice al inicio del período), cuya acción perdió un 16,1% de su valor, así como también a la nula exposición al sector eléctrico. Por otra parte, el mayor peso relativo de Parque Arauco (18,3% vs. 2,7% en el IPSA) y Aguas-A (15,1% vs. 2,0%) también afectó el retorno relativo del portafolio ya que dichas acciones registraron ganancias inferiores a las del IPSA (3,9% y 2,3%, respectivamente). Todo lo anterior, fue solo parcialmente compensado por la positiva contribución de las dos primeras posiciones, esto es Banco Santander (23,8% de ponderación en la cartera 7,3% en el IPSA) y Cencosud (22,2% vs. 7,4% de peso en el índice), puesto que dichos títulos rentaron un 10,3% y 14,0%, respectivamente.

En lo que concierne a la cartera CL10, su leve mejor desempeño relativo al IPSA se debe no solo a la positiva contribución asociada a la sobreexposición en las acciones de Banco Santander y Cencosud, equivalente a ~2x su peso en el índice en este portafolio, sino también a la rentabilidad superior al IPSA que registraron los títulos de BCI (+11,6%), Andina-B (+10,9%), Colbún (+9,6%) y LATAM Airlines (+6,8%). Lo anterior fue parcialmente compensado por el negativo impacto, aunque mucho más acotado, de la mayor exposición a SQM-B en esta cartera, además del menor retorno de la acción de Salfacorp (+3,9%) versus el IPSA.

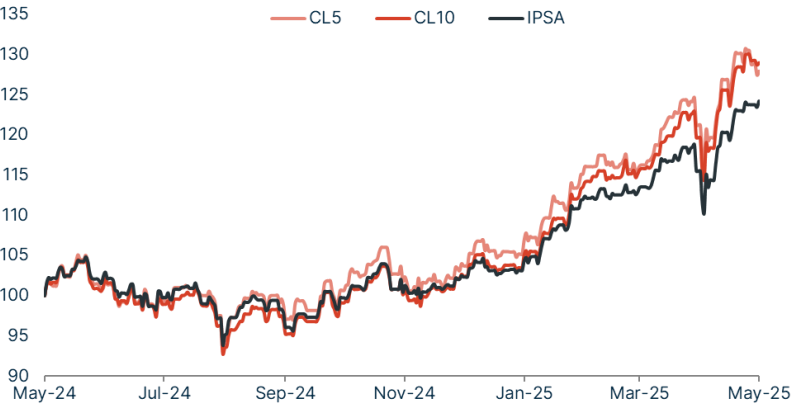
Con relación a nuestras carteras recomendadas, los cambios efectuados este mes buscan aumentar la exposición a compañías con buen momentum de resultados, en particular en aquellas que superaron con holgura las expectativas del mercado en el 1T25 y cuyas valorizaciones distan de ser exigentes. Es por esto que hemos incrementado la inversión en LATAM Airlines (que ahora es la segunda mayor posición), e incorporado a Falabella (Top 9). Con relación a esta última, esperamos revisar nuestras estimaciones y precio objetivo próximamente con un sesgo claramente al alza. Por ahora, y a la espera del resultado de esa revisión, nos parece razonable mantener una inversión en dicha acción similar a su peso relativo en el IPSA. Para dar cabida a Falabella, hemos tomado utilidades en Salfacorp. Por otra parte, mantenemos una exposición acotada a compañías ligadas a materias primas, con SQM ahora quedando en quinto lugar.

06-05-2025	Day	WTD	MTD	YTD	LTM	Since Last Change
CL5	0.4%	-2.1%	5.5%	21.3%	27.9%	3.1%
CL10	0.2%	-0.7%	7.8%	24.2%	29.0%	5.1%
IPSA	0.6%	0.1%	7.5%	20.3%	24.2%	4.8%

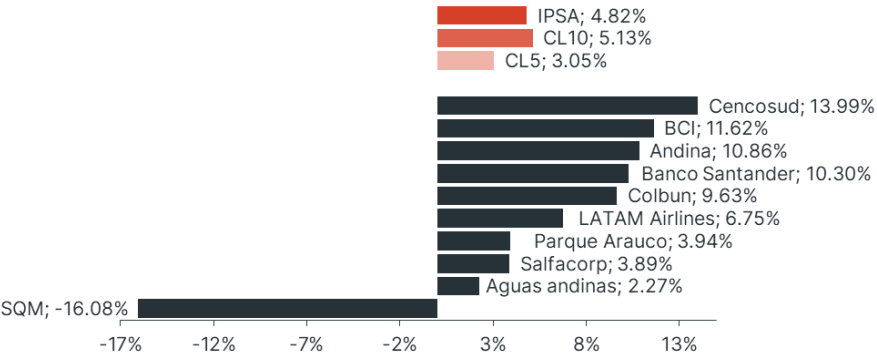
06-05-2025	Day	WTD	MTD	YTD	LTM	Since Last Change
CL5 vs. IPSA	-0.2%	-2.3%	-2.0%	1.1%	3.7%	-1.8%
CL10 vs. IPSA	-0.4%	-0.9%	0.2%	3.9%	4.8%	0.3%

WTD: Semana a la fecha, MTD: Mes a la fecha, YTD: Año a la fecha, LTM: Últimos doce meses
*Los retornos mostrados son teóricos y no incluyen el efecto de comisiones.

Retorno Cartera Recomendada U12M



Desglose rentabilidad desde última revisión



SANTANDER CHILE

CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	2,622,870	2,800,817	2,940,436
EBITDA	nm	nm	nm
Net Income	857,623	934,981	987,718
EPS	4.6	5.0	5.2
FV/EBITDA	nm	nm	nm
P/E	12.6x	11.5x	10.9x
P/BV	2.5x	2.4x	2.2x
ROE	19.8%	21.1%	20.8%
ROA	1.2%	1.4%	1.4%

BANCO SANTANDER (MANTENER; P.O.: CLP 57)

Mantenemos a Banco Santander Chile en la primera posición de nuestra cartera recomendada, respaldado por sus sólidos resultados del 1T25. El banco reportó una utilidad neta de CLP 277.8 mil MM (+0.5% t/t, +131% a/a), superando nuestras estimaciones en un 9.3% y alcanzando un ROAE de 25.7% (vs. 26.0% en 4T24 y 11.2% en 1T24). Este muy buen desempeño se explicó por la recuperación del NIM, comisiones netas sólidas, ingresos por trading por encima de lo esperado y una menor carga tributaria ([ver reporte](#)). En este contexto, el banco actualizó al alza su guidance de rentabilidad para 2025, esperando ahora un ROAE por encima de 21%, en línea con nuestra estimación de 21.1%, sustentadas en un NIM cercano al 4.0%, crecimiento en comisiones, y una eficiencia en torno al 37% ([ver reporte de actualización](#)). En términos de valorización, la acción transa a 2.4x P/BV 2025E, ligeramente por debajo de Banco de Chile (2.5x P/BV 2025E). Si bien Banco de Chile destaca por sus sólidos ratios de capital y menor morosidad, creemos que el diferencial actual también refleja un menor costo de capital, lo cual también podría empezar a aplicarse a Santander. Esto abre espacio para un potencial re-rating gradual de la acción si se mantiene el sólido desempeño financiero.

Analistas: Daniel Mora – dmoraa@credicorpcapital.com y Santiago Martínez – smartinez@credicorpcapital.com

LATAM AIRLINES

USDm	2024	2025E	2026E
Revenues	12,999	13,736	14,643
EBITDA	3,029	3,306	3,377
Net Income	977	1,010	1,138
EPS	1.5	1.6	1.8
FV/EBITDA	4.9x	4.5x	4.4x
P/E	10.5x	9.8x	8.7x
P/BV	9.4x	5.6x	3.8x
ROE	130.0%	71.3%	51.8%
ROA	6.4%	6.2%	6.5%

LATAM AIRLINES (COMPRAR; P.O.: 17.7)

Estamos no solo manteniendo a LATAM Airlines en nuestra cartera recomendada sino también aumentado su peso relativo. Tal como lo indicamos en el informe del mes pasado, reiteramos nuestra postura constructiva sobre la compañía puesto que la corrección a la baja de guidances para el 1T25 por parte de varias aerolíneas estadounidenses tenía relación con eventos más bien locales. De hecho, luego que LATAM Airlines reportara resultados por sobre lo esperado en el 1T25, la administración de la compañía elevó su guidance para el año (EBITDAR Ajustado: +4%), indicando que, según sus libros de reservas, ve una demanda saludable para el 2T25. Cabe destacar que el EBITDAR Ajustado del 1T25 superó en un 7% al consenso de mercado con costos operacionales, excluyendo combustible, 5% menores a lo que estimábamos. Otras consideraciones positivas para sostener nuestra visión favorable sobre la compañía son su mejorada estructura de costos post salida de Capítulo 11, costo de flota competitivo, menor costo de deuda y sólido balance. Por otra parte, y a pesar de cotizar en torno a los máximos registrados en febrero pasado (ajustado por dividendos), la acción sigue cotizando a valoraciones atractivas. Considerando el punto medio de EBITDAR ajustado estimado por la compañía en su nuevo guidance de ~USD 3.6bn y una deuda financiera de USD 5.2bn, la acción transa a ~4.2x EV/2025E EBITDAR, nivel que se ubica por debajo de las ~5x que consideramos justas, lo cual ofrece espacio para una apreciación adicional. Revisaremos próximamente nuestras estimaciones en función de lo reportado en el 1T25 y el nuevo guidance de la empresa.

Analistas: Rodrigo Godoy – rgodoy@credicorpcapital.com y María Ignacia Montt – mmonttq@credicorpcapital.com

PARQUE ARAUCO			
CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	312,314	324,084	340,281
EBITDA	222,311	233,432	245,767
Net Income	120,571	121,477	128,725
EPS	125.3	134.1	142.1
FV/EBITDA	15.5x	14.8x	14.0x
P/E	16.2x	15.1x	14.3x
P/BV	1.3x	1.2x	1.2x
ROE	8.9%	8.3%	8.3%
ROA	3.3%	3.1%	3.1%

PARQUE ARAUCO (UR; P.O.: UR)

Estamos aumentando levemente nuestra exposición a Parque Arauco. En un contexto donde el IPSA se encuentra en niveles históricos, creemos que el mercado seguirá buscando oportunidades en acciones que aún transan con descuento respecto a su historia, y Parque Arauco sigue siendo una de ellas. Además, podrían surgir catalizadores adicionales a mediano plazo dentro del sector, impulsados por una posible caída de las tasas largas tanto en Estados Unidos como en Chile. En términos relativos, Parque Arauco sigue siendo nuestra acción preferida dentro del sector, respaldada por un plan de crecimiento claro y de bajo riesgo de ejecución, la consolidación de activos clave para este año (Open Plaza Kennedy en Chile y Minka en Perú), activos premium con alta sensibilidad al turismo, y un management con un sólido historial en M&A y una estrategia de expansión bien definida. A pesar del fuerte rally reciente, consideramos que las valorizaciones aún presentan espacio para una apreciación adicional. El spread del Cap Rate 2025 frente al bono soberano local a 10 años se mantiene por encima de los niveles pre-pandemia, mientras que se sigue viendo atractivo en comparación con sus pares locales. Si bien no descartamos cierta volatilidad en el corto plazo, mantenemos una visión positiva sobre el desempeño de la acción en el mediano plazo. Seguimos esperando un re-rating del sector, acompañado por una recuperación de la acción, que a principios de año quedó rezagada frente a sus comparables.

Analistas: Macarena Gutierrez- mgutierrez@credicorpcapital.com y Fabrizio Lavalle -fabriziolavalle@credicorpcapital.com

CENCOSUD			
CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	16,007,122	UR	UR
EBITDA	1,576,101	UR	UR
Net Income	572,162	UR	UR
EPS	201.6	UR	UR
FV/EBITDA	9.2x	UR	UR
P/E	16.0x	UR	UR
P/BV	2.2x	UR	UR
ROE	14.1%	UR	UR
ROA	4.1%	UR	UR

CENCOSUD (UR; P.O.: UR)

Estamos reduciendo levemente nuestra posición en Cencosud tras su sólido desempeño relativo al índice en lo que va del año, y ante unos resultados de corto plazo en el 1T25 que deberían seguir presionados por Argentina. Sin embargo, mantenemos una visión positiva sobre la acción y vemos espacio para una apreciación adicional en el precio de la acción, ya que el re-rating de Argentina continúa en proceso y el mercado aún no refleja completamente el valor de sus operaciones en ese país. Además, los resultados del cuarto trimestre mostraron señales de recuperación en mercados clave: Estados Unidos tuvo un sólido desempeño, y Colombia, la unidad más desafiante, mostró una mejora significativa. Esto refuerza nuestras expectativas de una dinámica aún más favorable en 2025. Asimismo, consideramos acertadas las recientes decisiones de M&A (ver reporte aquí), en línea con el enfoque en rentabilidad que ha priorizado la compañía. Por último, iniciativas como la remodelación de tiendas, el impulso a las marcas propias y el fortalecimiento del canal online deberían seguir apoyando a Cencosud en su objetivo de mantener un margen EBITDA de doble dígito en supermercados y continuar ganando participación de mercado en países clave, particularmente en Chile.

Analistas: Macarena Gutierrez- mgutierrez@credicorpcapital.com y Fabrizio Lavalle -fabriziolavalle@credicorpcapital.com

SQM

USDm	2024	2025E	2026E
Revenues	4,529	4,627	5,650
EBITDA	1,484	1,560	2,022
Net Income	- 404	748	1,075
EPS	- 1,331.2	2,461.1	3,540.0
FV/EBITDA	8.1x	7.7x	5.9x
P/E	nm	12.9x	9.0x
P/BV	1.9x	1.7x	1.6x
ROE	-7.6%	13.8%	18.6%
ROA	-3.5%	6.4%	8.8%

SQM-B (MANTENER; P.O.: CLP 40,000 (loc) / USD 44.7 (ADR))

Mantenemos a SQM en nuestra cartera recomendada, pero reduciendo nuestra exposición en la acción puesto que la empresa enfrenta un mercado del litio presionado por un exceso de oferta temporal y una demanda global más débil de lo anticipado. En el 1T25, el precio promedio del litio fue de 10,354 USD/t (-2% respecto al promedio del trimestre anterior), reflejando un escenario de incertidumbre prolongada debido a la desaceleración en la demanda de vehículos eléctricos, exceso de inventarios y tensiones comerciales. Cabe destacar que, a los precios actuales del litio (~9,255 USD/t), alrededor del 41 % de la oferta global estaría operando con pérdidas (mayor costo en efectivo C3), por lo que no se trataría de un precio de equilibrio. A estos niveles, se esperaría que ciertos proyectos no logren una tasa de retorno adecuada. En cuanto a la firma del Acuerdo de Asociación con Codelco, nuestro análisis sugiere un impacto limitado de esta asociación considerando un precio del litio de 20,000 USD/t a partir de 2028; sin embargo, la buena noticia es que el valor final de la compañía se vuelve más sensible a los precios del litio a largo plazo y a la tasa de descuento. Por otro lado, la Comisión Chilena de Energía Nuclear ha autorizado la ampliación en la producción de carbonato de litio equivalente en 300,000 toneladas, lo que representa un avance hacia la concreción de la alianza entre SQM y Codelco. Esta nueva autorización se suma a la previamente otorgada por la Fiscalía Nacional Económica. No obstante, cabe señalar que aún existen condiciones pendientes para su implementación, incluyendo el proceso de consulta con comunidades indígenas y la firma de los contratos necesarios con CORFO para explotar el Salar de Atacama, según lo establecido en el acuerdo.

Analistas: Miguel Leiva - miguelleiva@credicorpcapital.com y Ana Paula Galvez - agalvezm@credicorpcapital.com

AGUAS ANDINAS

CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	660,545	688,024	733,796
EBITDA	327,479	339,805	374,650
Net Income	131,770	126,806	139,315
EPS	21.5	20.7	22.8
FV/EBITDA	10.0x	9.6x	8.7x
P/E	16.0x	16.6x	15.2x
P/BV	1.8x	1.7x	1.7x
ROE	12.7%	10.6%	11.2%
ROA	5.1%	4.4%	4.6%

AGUAS ANDINAS (COMPRAR; P.O.: CLP 380)

Estamos manteniendo Aguas Andinas en nuestra cartera recomendada ya que consideramos que la acción aún tiene un buen potencial de valorización a pesar de su desempeño positivo durante los últimos meses. Sin embargo, hemos disminuido marginalmente nuestra exposición. Cabe destacar que ya se implementaron los primeros aumentos de las tarifas (+3% en Marzo para Aguas Andinas), y están pendientes de aplicación desde Mayo para Aguas Manquehue, y Julio para Aguas Cordillera. De esta manera, esperamos que la compañía reporte un 1Q25 con ligero crecimiento, sin necesidad de transferencias de agua por buena hidrología y una demanda resiliente. Recientemente publicamos una nueva actualización de la compañía ([ver reporte](#)) donde aumentamos nuestro precio objetivo a CLP 380/acción desde CLP 330/acción. Destacamos que nuestra mejora en la recomendación se basa en nuestra opinión de un re-rating de Aguas Andinas, debido a: i) una tasa de rentabilidad regulatoria estable del 7% con menor incertidumbre para siguientes periodos tarifarios y ii) una mayor resiliencia operativa, minimizando los riesgos de costos por transferencias de agua en caso de sequía. Nuestro precio objetivo tiene un EV/EBITDA implícito de 10.1x para 2026, por encima de la media de 3 años de 7.9x, pero aún por debajo de los niveles pre-COVID de 10.4x EV/EBITDA.

Analistas: Steffania Mosquera - smosquera@credicorpcapital.com y Juan Felipe Becerra- jbecerra@credicorpcapital.com

COLBUN			
USDm	2024	2025E	2026E
Revenues	1,576	1,691	1,772
EBITDA	642	670	740
Net Income	252	292	340
EPS	13.5	15.6	18.2
FV/EBITDA	6.8x	6.6x	5.9x
P/E	10.8x	9.4x	8.0x
P/BV	0.9x	0.8x	0.8x
ROE	8.3%	9.2%	10.1%
ROA	3.7%	4.4%	5.3%

COLBUN (COMPRAR; P.O.: CLP 170)

Estamos manteniendo a Colbun en nuestra cartera recomendada ya que consideramos que la compañía se encuentra en una buena posición en 2025, ofreciendo el mayor upside entre las empresas generadoras luego de la reciente actualización de nuestro P.O. desde CLP 150 a CLP 170. Es nuestra empresa favorita del sector ([ver reporte](#)), en relación con: i) nuestra expectativa de expansiones en el EBITDA tras un desafiante 2024, ii) el menor apalancamiento de nuestra muestra para 2026, y iii) su posición vendedora neta al mercado spot en un año en el que esperamos mayores precios. La compañía reportó resultados para el 1Q25 ([ver reporte](#)) por encima de nuestras expectativas (+20% sorpresa positiva en utilidad neta). Colbun logró aumentos a/a para ingresos, EBITDA y utilidad neta, por la incorporación de contratos regulados en ILAP y un mejor mix de ingresos, a pesar de tener una menor generación por el mantenimiento de Santa Maria. Además, durante este año la compañía debería experimentar un aumento en las ventas a clientes libres debido a la entrada de los nuevos contratos con Aguas Pacífico (280 GWh al año) y Antofagasta Minerals – Minera Centinela (912 GWh al año) sin comprometer la exposición de Colbun en el mercado spot, ya que la compra de los activos de ILAP y la implementación del proyecto eólico Horizonte (ya en operación) le permiten tener mínima exposición a horas no solares. Por tanto, vemos a Colbun como una opción atractiva dadas sus valoraciones, mejora operacional para el nuevo año y conservadora estrategia de inversión.

Analistas: Steffania Mosquera - smosquera@credicorpcapital.com y Juan Felipe Becerra- jbecerra@credicorpcapital.com

BCI			
CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	2,736,883	2,979,463	3,251,467
EBITDA	nm	nm	nm
Net Income	801,642	926,856	1,026,591
EPS	3,667.1	4,239.9	4,696.1
FV/EBITDA	nm	nm	nm
P/E	10.3x	8.9x	8.0x
P/BV	1.2x	1.1x	1.0x
ROE	12.3%	12.7%	13.0%
ROA	1.0%	1.1%	1.2%

BCI (COMPRAR; P.O.: CLP 38,000)

Mantenemos a BCI en nuestra cartera recomendada para mayo, apoyados en el sólido inicio de año y en una visión positiva para 2025. En el 1T25 ([ver reporte](#)), el banco reportó una utilidad neta de CLP 273.4 mil MM (+60.4% t/t y +31.8% a/a), con un ROAE de 15.5% (vs. 10.0% en 4T24), lo que confirma el buen momentum operativo tanto en Chile como en CNB y respalda nuestra visión de que el guidance entregado por la administración era conservador. De hecho, esperamos un crecimiento de utilidades de 15.6% y un ROAE consolidado de 12.7% este año, apoyado por una rentabilidad de 15% en Chile y una recuperación en CNB (8.5% ROAE). En este contexto, no descartamos una revisión al alza del guidance en la próxima conferencia telefónica. La acción se encuentra cotizando a 1.1x P/BV 2025E, nivel que está en línea con nuestro precio objetivo, pero que aún deja espacio para valorización adicional considerando los resultados recientes. A pesar del sólido rendimiento de la acción en lo que va corrido del año (>40%), mantenemos una visión constructiva sobre BCI, aunque reconocemos que su exposición al ciclo económico de EE.UU. podría introducir mayor volatilidad relativa frente a sus pares locales ([ver reporte de actualización](#)).

Analistas: Daniel Mora – dmoraa@credicorpcapital.com y Santiago Martínez – smartinez@credicorpcapital.com

FALABELLA			
CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	12,111,878	12,883,609	13,514,497
EBITDA	1,407,793	1,661,335	1,768,854
Net Income	480,943	574,953	727,032
EPS	186.6	229.2	289.8
FV/EBITDA	10.8x	9.2x	8.6x
P/E	23.6x	19.2x	15.2x
P/BV	1.6x	1.6x	1.4x
ROE	7.4%	8.3%	9.8%
ROA	2.0%	2.3%	2.8%

FALABELLA (MANTENER; P.O.: CLP 3,800)

Estamos incorporando la acción de Falabella en nuestra cartera recomendada a pesar de la apreciación de ~28% que ha registrado en lo va del año. El buen desempeño se sustenta en una dinámica del consumo discrecional que sigue con un fuerte momentum, y a un impulso extra de parte del turismo que ha estado impactando favorablemente a la mayoría de sus negocios, en particular al segmento de tiendas por departamento. Las expectativas en términos de resultado operacional y ganancias para éste y el próximo año han sido revisadas al alza luego de un sólido 4Q24. Con el reporte de resultados del 1T25 conocido el día de ayer, cuyo EBITDA y ganancias superaron ampliamente las proyecciones del mercado, creemos que las revisiones de estimaciones continuarán siendo alcistas. Por lo anterior, la relación P/U 2026 a la que transa la acción (~15x) continúa siendo atractiva vs. un promedio histórico de ~18x. Con todo, creemos que la acción de la compañía se encuentra bien posicionada para ir a buscar nuevos máximos. Además, la posición de Falabella en la cartera se alinea con su ponderación en el IPSA.

Analistas: Macarena Gutierrez- mgutierrez@credicorpcapital.com y Fabrizio Lavallo -fabriziolavalle@credicorpcapital.com

ANDINA-B			
CLPm	2024	2025E	2026E
Revenues	3,100,346	UR	UR
EBITDA	578,192	UR	UR
Net Income	232,663	UR	UR
EPS	216.5	UR	UR
FV/EBITDA	7.3x	UR	UR
P/E	18.4x	UR	UR
P/BV	3.7x	UR	UR
ROE	24.5%	UR	UR
ROA	7.6%	UR	UR

ANDINA-B (UR; P.O.: UR)

Estamos manteniendo a Coca-Cola Andina en nuestra cartera recomendada del mes. Tal como esperábamos, los resultados publicados por la compañía en el 1T25 continuaron reforzando su perfil resiliente, principalmente respaldado por el crecimiento de volúmenes de venta en sus franquicias de Brasil, además de la saludable expansión de la demanda en Paraguay. Ahora se suma la recuperación en curso de la escala de negocios en Argentina y menores presiones asociadas al costo de materias primas, aunque mayor intensidad competitiva en Chile. Con un robusto portafolio de marcas y productos, la compañía mantiene un buen poder de fijación de precios en todas sus geografías. Esto último le ha permitido reportar márgenes EBITDA estables en torno al 17,5%-18% desde el año 2021 a pesar de navegar en un escenario de alta volatilidad de tipos de cambio y costos de sus principales materias primas. Si bien estamos revisando nuestras estimaciones y precio objetivo para Andina con un sesgo alcista (antes: CLP 3.550), vale la pena mencionar que las valoraciones actuales de la acción están lejos de ser exigentes, ya que aún se mantienen por debajo del promedio de 10 años (7,0x). La acción se encuentra transando a ~6,5x EV/Fwd EBITDA, implicando un descuento versus su promedio de 5 años prepandemia (2014-2019) de ~21%. Cabe señalar que CCU cotiza con un descuento algo menor que Andina respecto a sus promedios de 10 años y 5 años prepandemia en un contexto en el que esta última ha exhibido mejores métricas de rentabilidad durante el período post pandemia.

Analistas: Rodrigo Godoy - rgodoy@credicorpcapital.com y María Ignacia Montt - mmonttg@credicorpcapital.com

| Important Disclosures.

This research report was prepared by Credicorp Capital Peru S.A and/or Credicorp Capital Colombia Sociedad Comisionista de Bolsa and/or Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa, companies authorized to engage in securities activities in Peru, Colombia and Chile, respectively and indirect subsidiaries of Credicorp Capital Ltd. (jointly referred to as “Credicorp Capital”). None of the companies jointly referred to as Credicorp Capital are registered as broker-dealers in the United States and, therefore, they are not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution only to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”).

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report can do so only through Credicorp Capital, LLC, a registered broker-dealer in the United States. Under no circumstances may a U.S. recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through Credicorp Capital.

Credicorp Capital, LLC accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

Any analyst whose name appears on this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and is not a registered representative of Credicorp Capital, LLC and, therefore, is not subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

A. Analyst Disclosures

The functional job title of the person(s) responsible for the recommendations contained in this report is Equity Research Analyst unless otherwise stated on the cover.

Regulation AC - Analyst Certification: Each Equity Research Analyst listed on the front-page of this report is principally responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report and hereby certifies that with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to an issuer or security that the Equity Research Analyst covers in this research report, all of the views expressed in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each Equity Research Analyst also certifies that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that Equity Research Analyst in this research report.

Each Equity Research Analyst certifies that he or she is acting independently and impartially from the referenced company/shareholders, directors and is not affected by any current or potential conflict of interest that may arise from any of the companies’ activities.

Analyst Compensation: The research analyst(s) primarily responsible for the preparation of the content of this research report attest(s) that no part of his or her compensation was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations that he or she expressed in the research report.

The equity research analysts responsible for the preparation of this report receive compensation based upon various factors, including the quality and accuracy of research, client feedback, competitive factors, and overall firm revenues.

Registration of non-US Analysts: Unless otherwise noted, the non-US analysts listed on the front of this report are employees of one of the companies jointly referred as Credicorp Capital, which are non-US affiliates of Credicorp Capital, LLC, a SEC registered and FINRA member broker-dealer. Equity Research Analysts employed by the companies jointly referred as Credicorp Capital, are not registered/qualified as research analysts under FINRA/NYSE rules, are not registered representatives of Credicorp Capital, LLC and may not be subject to NASD Rule 2711 and NYSE Rule 472 restrictions on communications with covered companies, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. Please refer to www.credicorpcapital.com for further information relating to research and conflict of interest management.

| Important Disclosures.

B. Ownership and Material Conflicts of Interest

Other significant Financial Interests

Credicorp Capital, LLC or its affiliates ‘beneficially own’ securities issued by the companies referenced in this report according to the following table:

Type of instruments	Equal or less than USD 50,000	Equal or less than USD 100,000	Equal or less than USD 500,000	Equal or less than USD 1,000,000	More than USD 1,000,000	More than USD 2,000,000	More than USD 3,000,000
Other equity securities							
Debt securities	Aguas Andinas S.A, Antarchile S.A, Banco de Credito e Inversiones S.A, Banco Santander-Chile, Besalco S.A, CAP S.A, Cencosud Shopping S.A, Coca.Cola Embonor S.A Serie B, Compañía Cervecerías Unidas S.A, Itau Corpbanca, Embotelladora Andina S.A, serie B, Emp. Nacional de Telecomunicaciones S.A, Empresas Copec S.A, Enjoy S.A, Forus S.A, Grupo Security S.A, Inversiones La Construcción S.A, Inversiones Aguas Metropolitanas S.A, Indisa, LATAM Airlines Group S.A, Parque Arauco S.A, Plaza S.A, Quifñenco S.A, Ripley Corp S.A, S.AC.I. Falabella, Salfacorp S.A, Sigdo Koppers S.A, SMU S.A, Sociedad Matriz SAAM S.A, Sonda S.A, Viña Concha y Toro S.A, Compañía Sud Americana de Vapores S.A, Bolsa de Valores de Colombia S.A, Celsia S.A E.S.P. Antes Colinvest, Cemex Latam Holdings S.A, Corporacion Financiera Colombiana, Grupo Argos S.A, Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A, Interconexion Electrica S.A, Promigas S.A, Mineros S.A, Bolsa de Valores de Lima S.A, Cementos Pacasmayo S.A.A, Corporacion de Aceros Arequipa S.A, Ferreycorp S.A.A, Graña y Montero S.A.A, Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A, Union Andina de Cementos S.A.A, Bladex.		Canacol Energy LTD	Cementos Argos S.A, Volcan Compañía Minera S.A.	Banco de Chile, Enel Chile S.A, Soc Quimica Minera de Chile S.A. Serie B, Banco Davivienda S.A, Ecopetrol S.A, Alicorp S.A, Enel Generación Peru S.A.A, Inretail Peru Corp, Southern Copper Corporation	AES Gener S.A, Cencosud S.A, Enel Americas S.A, Enel Generacion Chile S.A, Bancolombia S.A, Grupo Aval Acciones y Valores S.A, Compañía de Minas Buenaventura S.A.A, Enel Distribucion Peru S.A.A, Engie Energia Peru S.A, Luz del Sur S.A.A, Minsur S.A.	Colbun S.A, E.CL S.A, Empresas CMPC S.A, Banco de Bogota S.A, Grupo Energia Bogota S.A ESP GEB, Intercorp Financial Services INC.
Derivatives on equity/debt securities	Enel Chile S.A, Indisa, Intercorp Financial Services INC.						

Important Disclosures.

The research analyst(s) primarily responsible for the preparation of the content of this research report or their household members 'beneficially own' securities issued by the companies referenced in this report according to the following table:

Type of instruments	Equal or less than USD 10,000	Equal or less than USD 50,000	Equal or less than USD 100,000	Equal or less than USD 500,000	Equal or less than USD 1,000,000	More than USD 1,000,000
Equity securities	InRetail Peru Corp, Union Andina de Cementos S.A.A, Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.		GEB, LATAM			
Debt securities						
Derivatives on equity/debt securities						

Important Disclosures.

C. Compensation and Investment Banking Activities

Neither Credicorp Capital LLC or any of its affiliates have managed or co-managed a public offering of securities for any of the companies referenced in this report.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates currently have or had, within the past 12 months, the following company(ies) as investment banking client(s): Bolsa de Valores de Colombia S.A, Cementos Argos S.A, Ecopetrol S.A, Alicorp S.A.A.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for investment banking services from the following company(ies): Bolsa de Valores de Colombia S.A, Cementos Argos S.A, Ecopetrol S.A, Alicorp S.A.A.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates also expect to receive or intend to seek compensation, in the next 3 months, for investment banking services from the following company (ies): Bolsa de Valores de Colombia S.A, Cementos Argos S.A, Ecopetrol S.A, Alicorp S.A.A.

D. Other Compensations and Non-Investment Banking Activities

Credicorp Capital LLC or its affiliates currently provide or have provided, within the past 12 months, non-investment-banking securities-related services to the following company(ies): Banco de Chile, Banco de Credito e Inversiones S.A, Banco Santander-Chile, Itaú Corpbanca, Forus S.A, Parque Arauco S.A, SMU S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogota S.A, Bancolombia S.A, Bolsa de Valores de Colombia S.A, Canacol Energy LTD, Celsia S.A. E.S.P Antes Colinvers, Cementos Argos S.A, Corporacion Financiera Colombiana, Ecopetrol S.A, Grupo Argos S.A, Grupo Aval Acciones y Valores S.A, Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A, Interconexion Electrica S.A, Promigas S.A.

Credicorp Capital LLC or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for non-investment-banking securities-related services from the following company(ies): Banco de Chile, Banco de Credito e Inversiones S.A, Banco Santander-Chile, Itaú Corpbanca, Forus S.A, Parque Arauco S.A, SMU S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogota S.A, Bancolombia S.A, Bolsa de Valores de Colombia S.A, Canacol Energy LTD, Celsia S.A. E.S.P Antes Colinvers, Cementos Argos S.A, Corporacion Financiera Colombiana, Ecopetrol S.A, Grupo Argos S.A, Grupo Aval Acciones y Valores S.A, Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A, Interconexion Electrica S.A, Promigas S.A.

Credicorp Capital LLC Credicorp Capital LLC or its affiliates currently provides or have provided, within the past 12 months, non-securities-related services to the following company(ies): Banco de Chile, Banco de Credito e Inversiones S.A, Banco Santander-Chile, Compañía Cervecerías Unidas S.A, E.CL S.A, Emp. Nacional de Telecomunicaciones S.A, Empresas CMPC, Empresas COPEC, ENEL Generación Chile S.A, Forus S.A, Grupo Security S.A, LATAM Airlines Group S.A, Plaza S.A, S.A.C.I. Falabella, Sigdo Koppers S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogota S.A, Bancolombia S.A, Bolsa de Valores de Colombia S.A, Celsia S.A. E.S.P. Antes Colinvers, Cementos Argos S.A, Corporacion Financiera Colombiana, Grupo Argos S.A, Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A, Promigas S.A, Mineros S.A.

Credicorp Capital LLC or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for non-securities services from the following company(ies): Banco de Chile, Banco de Credito e Inversiones S.A, Banco Santander-Chile, Compañía Cervecerías Unidas S.A, E.CL S.A, Emp. Nacional de Telecomunicaciones S.A, Empresas CMPC, Empresas COPEC, ENEL Generación Chile S.A, Forus S.A, Grupo Security S.A, LATAM Airlines Group S.A, Plaza S.A, S.A.C.I. Falabella, Sigdo Koppers S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogota S.A, Bancolombia S.A, Bolsa de Valores de Colombia S.A, Celsia S.A. E.S.P. Antes Colinvers, Cementos Argos S.A, Corporacion Financiera Colombiana, Grupo Argos S.A, Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A, Promigas S.A, Mineros S.A.

| Important Disclosures.

E. Market Making

Credicorp Capital, LLC or its affiliates act as market maker in the following company(ies): Indisa, Quiñenco S.A, Bancolombia S.A, Canacol Energy LTD, Cementos Argos S.A, Alicorp S.A.A, Cementos Pacasmayo S.A.A, Ferreycorp S.A.A.

F. Rating System

Stock ratings are based on the analyst's expectation of the stock's total return during the twelve to eighteen months following assignment of the rating. This view is based on the target price, set as described below, and on the analyst's opinion, general market conditions and economic developments.

Buy: Expected returns of 5 percentage points or more in excess over the expected return of the local index, over the next 12-18 months.

Hold: Expected returns of +/- 5% in excess/below the expected return of the local index over the next 12-18 months.

Underperform: Expected to underperform the local index by 5 percentage points or more over the next 12-18 months.

Under Review: Company coverage is under review.

The IPSA, COLCAP and SP/BVL indexes are the selective equity indexes calculated by the Bolsa de Comercio de Santiago, the Bolsa de Valores de Colombia, and the Bolsa de Valores de Lima, respectively.

In making a recommendation, the analyst compares the target price with the actual share price, and compares the resulting expected return for the IPSA, the COLCAP, and/or the SP/BVL indexes, as estimated by Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa, Credicorp Capital Colombia Sociedad Comisionista de Bolsa, and/or CredicorpCapital Peru S.A, and then makes a recommendation derived from the difference in upside potential between the shares and the respective index.

G. Distribution of Ratings

	Buy	Hold	Underperform	Restricted / UR
Companies covered with this rating	34%	56%	10%	0%
Compensation for investment banking services in the past 12 months*	43%	35%	0%	0%
*Percentage of investment banking clients in each rating category.				

| Important Disclosures.

H. Price Target

Unless otherwise stated in the text of this report, target prices in this report are based on either a discounted cash flow valuation or comparison of valuation ratios with companies seen by the analyst as comparable or a combination of the two methods. The result of this fundamental valuation is adjusted to reflect the analyst's views on the likely course of investor sentiment. Whichever valuation method is used there is a significant risk that the target price will not be achieved within the expected timeframe. Risk factors include unforeseen changes in competitive pressures or in the level of demand for the company's products. Such demand variations may result from changes in technology, in the overall level of economic activity or, in some cases, in fashion. Valuations may also be affected by changes in taxation, in exchange rates and, in certain industries, in regulations. Investment in overseas markets and instruments such as ADRs can result in increased risk from factors such as exchange rates, exchange controls, taxation, and political and social conditions. This discussion of valuation methods and risk factors is not comprehensive – further information is available upon request.

| Important Disclosures.

II. ADDITIONAL DISCLOSURES

This product is not for retail clients or private individuals.

The information contained in this publication was obtained from various publicly available sources believed to be reliable, but has not been independently verified by the companies jointly referred as Credicorp Capital, therefore they do not warrant the completeness or accuracy of such information and does not accept any liability with respect to the accuracy or completeness of such information, except to the extent required by applicable law.

This publication is a brief summary and does not purport to contain all available information on the subjects covered. Further information may be available on request. This report may not be reproduced for further publication unless the source is quoted. This publication is for information purposes only and shall not be construed as an offer or solicitation for the subscription or purchase or sale of any securities, or as an invitation, inducement or intermediation for the sale, subscription or purchase of any securities, or for engaging in any other transaction. This publication is not for private individuals.

Any opinions, projections, forecasts or estimates in this report are those of the author only, who has acted with a high degree of expertise. They reflect only the current views of the author at the date of this report and are subject to change without notice. The companies jointly referred to as Credicorp Capital have no obligation to update, modify or amend this publication or to otherwise notify a reader or recipient of this publication in the event that any matter, opinion, projection, forecast or estimate contained herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn. The analysis, opinions, projections, forecasts and estimates expressed in this report were in no way affected or influenced by the issuer. The author of this publication benefits financially from the overall success of Credicorp Capital.

The investments referred to in this publication may not be suitable for all recipients. Recipients are urged to base their investment decisions upon their own appropriate investigations that they deem necessary. Any loss or other consequence arising from the use of the material contained in this publication shall be the sole and exclusive responsibility of the investor and Credicorp Capital accepts no liability for any such loss or consequence. In the event of any doubt about any investment, recipients should contact their own investment, legal and/or tax advisers to seek advice regarding the appropriateness of investing. Some of the investments mentioned in this publication may not be readily liquid investments. Of Consequently it may be difficult to sell or realize such investments. The past is not necessarily a guide to future performance an investment. The value of investments and the income derived from them may fall as well as rise and investors may not get back the amount invested. Some investments discussed in this publication may have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value which may cause losses. International investing includes risks related to political and economic uncertainties of foreign countries, as well as currency risk.

To the extent permitted by applicable law, no liability whatsoever is accepted for any direct or consequential loss, damages, costs or prejudices whatsoever arising from the use of this publication or its contents.

Credicorp Capital (and its affiliates) has implemented written procedures designed to identify and manage potential conflicts of interest that arise in connection with its research business, which are available upon request. The Credicorp Capital research analysts and other staff involved in issuing and disseminating research reports operate independently of Credicorp Capital's Investment Banking business. Information barriers and procedures are in place between the research analysts and staff involved in securities trading for the account of Credicorp Capital or clients to ensure that price sensitive information is handled according to applicable laws and regulations.

| Important Disclosures.

Country and region disclosures

United Kingdom: This document is for persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients only and is exempt from the general restriction in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 on the communication of invitations or inducements to engage in investment activity on the grounds that it is being distributed in the United Kingdom only to persons of a kind described in Articles 19(5) (Investment professionals) and 49(2) (High net worth companies, unincorporated associations, etc.) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended). It is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons. Any investment to which this document relates is available only to such persons and other classes of person should not rely on this document.

United States: This communication is only intended for, and will only be distributed to, persons residing in any jurisdictions where such distribution or availability would not be contrary to local law or regulation. This communication must not be acted upon or relied on by persons in any jurisdiction other than in accordance with local law or regulation and where such person is an investment professional with the requisite sophistication to understand an investment in such securities of the type communicated and assume the risks associated therewith.

This communication is confidential and is intended solely for the addressee. It is not to be forwarded to any other person or copied without the permission of the sender. This communication is provided for information only. It is not a personal recommendation or an offer to sell or a solicitation to buy the securities mentioned. Investors should obtain independent professional advice before making an investment.

Notice to U.S. Investors: This material is not for distribution in the United States, except to "major US institutional investors" as defined in SEC Rule 15a-6 ("Rule 15a-6") and related guidance. Credicorp Capital and its affiliates has entered into arrangements with Credicorp Capital, LLC, which enables this report to be furnished to certain U.S. recipients in reliance on Rule 15a-6 through Credicorp Capital, LLC, which is registered under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended.

Each U.S. recipient of this report represents and agrees, by virtue of its acceptance thereof, that it is a "major U.S. institutional investor" (as such term is defined in Rule 15a-6) and that it understands the risks involved in executing transactions in such securities. Any U.S. recipient of this report that wishes to discuss or receive additional information regarding any security or issuer mentioned herein, or engages in any transaction to purchase or sell or solicit or offer the purchase or sale of such securities, should contact a registered representative of the Credicorp Capital, LLC that provided the report.

Credicorp Capital, LLC is a broker-dealer registered with the SEC, a member of FINRA and SIPC. You can reach Credicorp Capital, LLC. At 1111 Brickell Avenue, Suite 2825, Miami, FL 33131, phone (305) 4550970.

You may obtain information about SIPC, including the SIPC brochure, by contacting SIPC directly at 202-371-8300; website: <http://www.sipc.org>

Credicorp Capital, LLC, is a wholly owned subsidiary of Credicorp Capital Ltd.

Nothing herein excludes or restricts any duty or liability to a customer that Credicorp Capital, LLC have under applicable law. Investment products provided by or through Credicorp Capital, LLC are not insured by the Federal Deposit Insurance Corporation and are not deposits or other obligations of any insured depository institution, may lose value and are not guaranteed by the entity that published the research as disclosed on the front page and are not guaranteed by Credicorp Capital, LLC

Investing in non-U.S. Securities may entail certain risks. The securities referred to in this report and non-U.S. issuers may not be registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and the issuer of such securities may not be subject to U.S. reporting and/or other requirements. Rule 144A securities may be offered or sold only to persons in the U.S. who are Qualified Institutional Buyers within the meaning of Rule 144A under the Securities Act. The information available about non-U.S. companies may be limited, and non-U.S. companies are generally not subject to the same uniform auditing and reporting standards as U.S. companies. Securities of some non-U.S. companies may not be as liquid as securities of comparable U.S. companies. Securities discussed herein may be rated below investment grade and should therefore only be considered for inclusion in accounts qualified for speculative investment.

| Important Disclosures.

Analysts employed by one of the companies jointly referred to as Credicorp Capital, all of which are non-U.S. broker-dealers, are not required to take the FINRA analyst exam. The information contained in this report is intended solely for certain "major U.S. institutional investors" and may not be used or relied upon by any other person for any purpose. Such information is provided for informational purposes only and does not constitute a solicitation to buy or an offer to sell any securities under the Securities Act of 1933, as amended, or under any other U.S. federal or state securities laws, rules or regulations. The investment opportunities discussed in this report may be unsuitable for certain investors depending on their specific investment objectives, risk tolerance and financial position.

In jurisdictions where Credicorp Capital, LLC is not registered or licensed to trade in securities, or other financial products, transactions may be executed only in accordance with applicable law and legislation, which may vary from jurisdiction to jurisdiction and which may require that a transaction be made in accordance with applicable exemptions from registration or licensing requirements.

The information in this publication is based on sources believed to be reliable, but Credicorp Capital, LLC does not make any representation with respect to its completeness or accuracy. All opinions expressed herein reflect the author's judgment at the original time of publication, without regard to the date on which you may receive such information and are subject to change without notice.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. These publications reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is provided in relation to future performance.

Credicorp Capital, LLC and any company affiliated with it may, with respect to any securities discussed herein: (a) take a long or short position and buy or sell such securities; (b) act as investment and/or commercial bankers for issuers of such securities; (c) act as market makers for such securities; (d) serve on the board of any issuer of such securities; and (e) act as paid consultant or advisor to any issuer. The information contained herein may include forward-looking statements within the meaning of U.S. federal securities laws that are subject to risks and uncertainties. Factors that could cause a company's actual results and financial condition to differ from expectations include, without limitation: political uncertainty, changes in general economic conditions that adversely affect the level of demand for the company's products or services, changes in foreign exchange markets, changes in international and domestic financial markets and in the competitive environment, and other factors relating to the foregoing. All forward-looking statements contained in this report are qualified in their entirety by this cautionary statement.

Colombia: For clients of Credicorp Capital Colombia S.A. or Credicorp Capital Fiduciaria S.A., the content of this communication or message does not constitute a professional recommendation to make investments under the terms of article 2.40.1.1.2 of Decree 2555 of 2010 or the regulations that modify, replace or complement it.

Other countries: Laws and regulations of other countries may also restrict the distribution of this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly.

ANDEAN RESEARCH TEAM

Daniel Velandia, CFA

Managing Director Research – Chief Economist
dvelandia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1505

EQUITY RESEARCH

Steffania Mosquera, CFA

Team Leader Equities Research
 Utilities - Oil&Gas
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

CHILE

Rodrigo Godoy

Team Leader Equity Research Chile
 Food & Beverage, Natural Resources, Transport
rgodoy@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798 Ext. 1798

Macarena Gutierrez Alvarez

Senior Analyst
 Retail & Real Estate
mgutierrez@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Maria Ignacia Montt

Analyst
 Food & Beverage, Natural Resources, Transport
mmontt@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Katherine Lavin

Research Coordinator
klavinz@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Victor Loyola

Research Coordinator
vloyolav@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

PERU

Miguel Leiva

Team Leader Equity Research Peru
 Mining
miguellleiva@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Ana Paula Galvez

Senior Analyst
 Utilities, Mining
agalvezm@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Fabrizio Lavallo

Analyst
 Retail & Real Estate
fabriziolavallo@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Mariane Goñi Tadeo

Analyst
 Cement & Construction
marianegoni@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Sebastian Ore Alvarez

Analyst
 Index & ETF
sebastianore@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

COLOMBIA

Steffania Mosquera, CFA

Team Leader Equities Research
 Utilities - Oil&Gas
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

Daniel Mora

Associate
 Andean Banks
dmoraa@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1609

Gabriel Pérez Flórez

Associate
 Cement & Construction
gfperez@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Santiago Martinez Mejia

Analyst
 Andean Banks
smartinez@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Juan Felipe Becerra

Junior Analyst
 Utilities
jbecerra@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Andrés Venegas

Head of Sales & Trading
avenegas@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext. 1317

FIXED INCOME & ECONOMICS RESEARCH

CHILE

Josefina Valdivia

Head of Fixed Income
jvaldivia@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9308

Samuel Carrasco Madrid

Senior Economist
scarrasco@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1736

PERU

Sandra Loyola

Fixed Income Associate
sloyola@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Orlando Barriga Almiron

Fixed Income Analyst
orlandobarriga@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

COLOMBIA

Diego Camacho

Senior Economist
dcamachoa@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Valentina Hurtado

Economist
vhurtadoc@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Miguel Ortiz

Junior Data Management Analyst
maortiz@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Tatiana Mejía

Economist
mtmejia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

