

## Mercado Accionario Andino

### Plan de vacunación en marcha. Es hora de comprar.

Tras un enero lento explicado por la preocupación por la segunda ola del COVID-19, los mercados de valores han retomado su tendencia positiva en febrero gracias a las sólidas cifras de actividad en China, las expectativas de un paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos y el despliegue acelerado de vacunas en todo el mundo, con Chile ubicándose entre los cinco primeros países del mundo en términos de personas vacunadas por cada 1.000 habitantes ([Reporte Plan de Vacunas](#)). Chile continúa siendo el mercado con mejor desempeño en la región andina (con un rendimiento acumulado este año de ~ 9% en USD), seguido por Perú con ~ 8%, mientras que Colombia registró un desempeño negativo de -7.4%, lo cual es consistente con nuestra reciente rebaja en la recomendación de este mercado ([ver reporte](#)). En lo que respecta a los flujos, enero fue un mes lento ya que (aunque los inversores extranjeros todavía estaban más activos que el año pasado) vimos cierta toma de ganancias. Y ahora en febrero, vemos una reanudación del apetito de compra.

Las mineras impulsaron el mercado peruano (Minsur: ~ + 53%, Volcan: ~ + 48% y Nexa: ~ + 38%, todo en moneda local), pero Buenaventura se mantuvo muy rezagada en parte debido a la corrección en el precio del oro. Las empresas constructoras de la región tuvieron un desempeño positivo (Aceros Arequipa: ~ + 29%, Unacem: ~ + 22%, Ferreycorp: ~ + 19%, Salfacorp: ~ + 28% y Besalco: ~ + 25%). También destacamos a los bancos en Chile porque continuó un fuerte impulso, mientras que los fundamentales apuntan hacia un buen 2021 impulsado por la falta de gastos de provisiones adicionales y una mayor inflación. Esto está en línea con nuestra opinión de que la segunda ola del COVID-19 no necesariamente afectará la recuperación económica porque los planes de vacunación ya comenzaron a implementarse y las restricciones gubernamentales están dirigidas a prevenir reuniones sociales, mientras se mantienen las actividades de producción en funcionamiento.

El aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro está haciendo que los inversores cuestionen el reciente modo de riesgo y explica el desempeño negativo de los mercados de valores la semana pasada. Sin embargo, al observar las perspectivas de ganancias corporativas, parece que los fundamentales siguen siendo sólidos y, por lo tanto, mantenemos una visión positiva de nuestros mercados. En cuanto a la región de Latam, aunque una sólida cartera de OPAs en Brasil puede captar la atención de los inversores extranjeros, tenemos algunas transacciones interesantes en la región andina que se realizarán este año (Ecopetrol: ~ USD 2-2.5 mil MM, sujeto a acordar un acuerdo para adquirir

#### Credicorp Capital Research

Daniel Velandia, CFA

+(571) 339 4400 Ext. 1505

[dvelandia@credicorpcapital.com](mailto:dvelandia@credicorpcapital.com)

Carolina Ratto

+(562) 2446 1768

[cratto@credicorpcapital.com](mailto:cratto@credicorpcapital.com)

Andrés Cereceda

+(562) 2446 1798

[acereceda@credicorpcapital.com](mailto:acereceda@credicorpcapital.com)

Sebastián Gallego

+(571) 339 4400 Ext. 1594

[sgallego@credicorpcapital.com](mailto:sgallego@credicorpcapital.com)

Miguel Leiva

+(511) 416 3333

[miguelleiva@credicorpcapital.com](mailto:miguelleiva@credicorpcapital.com)

Sources: Bloomberg

IMPORTANT NOTICE (US FINRA RULE 2242) This document is intended for INSTITUTIONAL INVESTORS and is not subject to all of the independence and disclosure standards applicable to debt research reports prepared for retail investors. Credicorp Capital may do or seek to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Refer to important disclosures on page 3 to 6. Analyst Certification on Page 3. Additional disclosures on page 6.

51.4% de ISA; SQM: ~ USD 1,1 mil MM; AesGener: ~ USD 300 MM, completado en feb-21; y Volcan: ~ USD 400 MM).

La segunda ola del COVID-19 implicó el endurecimiento de las restricciones, pero la movilidad comenzó a recuperarse en febrero, lo que sugiere que el revés fue de corta duración, al menos en comparación con las fases de contagio anteriores. En Chile, se han vacunado más de 2,7 MM de personas, incluidos 1,7 MM de adultos mayores de 71 años. El gobierno tiene el objetivo de vacunar a más de 5 MM de personas para fines de marzo. Será el primer país de la región en alcanzar la inmunidad colectiva. En Perú, las autoridades anunciaron que han recibido las primeras dosis de 1 MM de Sinopharm, y se espera que lleguen dosis adicionales de Pfizer y Covax Facility en marzo. El objetivo es vacunar a unos 10 MM de habitantes a mediados de año (~ 30% de la población). Sin embargo, es importante señalar que los nuevos casos diarios de COVID-19 aumentaron significativamente de 1,000 a principios de enero a casi 7,000 en los últimos días del mes. Colombia recibió las primeras 50,000 dosis de Pfizer la semana pasada, y el gobierno garantizó que ha asegurado dosis suficientes para vacunar a ~ 70% de la población (~ 35 MM de personas de una población de ~ 50 MM) para fines de este año. Los planes de vacunación ambiciosos, junto con los precios más altos de las materias primas (el cobre se encuentra actualmente cerca de un máximo de ocho años y el petróleo ronda los USD 60 /barril) respaldan nuestra visión de una fuerte recuperación este año. En Perú, para el 2021, mantenemos nuestra proyección de un repunte del PIB del 9%; en Colombia y Chile, esperamos un crecimiento del PIB de ~ 5% y ~ 4,8%, respectivamente, para 2021.

Las buenas noticias en el frente político contribuyen a nuestra visión constructiva de la región. En Chile, las calles se mantienen relativamente tranquilas y no ha habido cambios significativos en las encuestas sobre preferencias en la carrera presidencial: Daniel Jadue (Comunista) ~ 14%; Joaquín Lavín (UDI) ~ 11%; Pamela Jiles (Humanista) ~ 8%; Sebastián Sichel (Independiente) ~ 7%; y Evelyn Matthei (UDI) ~ 5%). Sin embargo, la fuerte ejecución del gobierno chileno en el plan de vacunación podría favorecer a los candidatos de derecha. Por su parte en Perú, las comisiones del Congreso han continuado proponiendo medidas populistas como un tope a las tasas de interés, la creación de un nuevo sistema de pensiones administrado por el gobierno y el retiro de los aportes realizados al Sistema Nacional de Pensiones ONP. Sin embargo, el tribunal constitucional y el poder ejecutivo han hecho algunos anuncios que han dado cierto alivio, y ahora parece poco probable que alguna de estas medidas se implemente antes de las elecciones presidenciales; de hecho, el tribunal constitucional rechazó la propuesta sobre la ONP. En cuanto a los candidatos presidenciales, George Forsyth sigue liderando las encuestas (11%), seguido de Yonhy Lescano (10%) Keiko Fujimori (8%), Verónica Mendoza (8%) y Daniel Urresti (7%). En cualquier caso, el resultado de las elecciones presidenciales en Perú es muy incierto. En Colombia, el gobierno anunció el objetivo de recaudar ~ 1,5% del PIB para evitar la pérdida de la calificación del grado de inversión de las agencias de calificación crediticia, lo que podría conducir a una expansión del impuesto al valor agregado (IVA). Las discusiones sobre el proyecto de ley están en curso; continuaremos monitoreando la situación.

Mantenemos nuestra preferencia por el mercado chileno debido a: i) sorpresas positivas en la recuperación económica basadas en un mayor consumo, mayores precios del cobre y excelente ejecución del plan de vacunación; ii) el hecho de que las valorizaciones siguen siendo atractivas al ajustar por revisiones al alza en las utilidades; iii) reducción del riesgo político; y iv) perspectiva positiva de flujos para fondos de pensiones e inversionistas internacionales. Mantenemos Santander y Cencosud como nuestros Top Picks, ya que creemos que es hora de invertir en nombres cíclicos. También mantenemos nuestra preferencia por Entel, ya que tiene grandes descuentos y los resultados recientes en la subasta 5G deberían eliminar las preocupaciones sobre los requisitos de inversión. Con respecto a los nombres relacionados con las materias primas, estamos favoreciendo a CMPC y CAP. Recientemente actualizamos nuestra opinión sobre SQM con una calificación Neutral y un nuevo TP de USD 58 (ADR) / CLP 42.000 (local). La mayoría de las buenas noticias están incorporadas en los precios.

El mercado colombiano ha tenido un desempeño inferior y nos preguntamos si los mayores precios del petróleo pueden impulsar un repunte del índice COLCAP. Sin embargo, aunque parece compatible con un enfoque “top-down”, creemos que es difícil ser muy positivo cuando se hace un análisis “bottom-up”.

El aumento de capital de Ecopetrol podría generar cierta presión en la acción, y vemos un largo camino por recorrer antes de que se llegue a una conclusión sobre el futuro de la participación del 51.4% de la nación colombiana en ISA. Como resultado, somos bastante neutrales en el sector energético en su conjunto y preferimos esperar un mejor punto de entrada para la mayoría de las compañías. GEB, ISA y Ecopetrol (juntos) representan más del 30% del Índice COLCAP. Nuestras jugadas favoritas en este mercado están ligadas al sector bancario (Grupo Aval y Banco de Bogotá). El camino para recuperar los niveles de ROAE anteriores al COVID-19 para los principales bancos colombianos puede ser materialmente más lento en comparación con los principales pares de la región andina (a excepción del Grupo Aval y Banco de Bogotá).

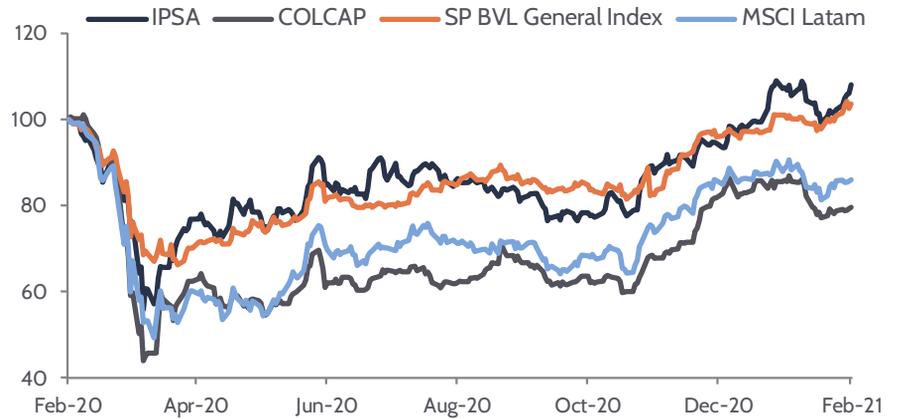
Mantenemos a Perú como nuestro mercado menos favorito, pero es una decisión difícil dada la fuerte exposición del mercado al sector minero y el claro debilitamiento del riesgo político. Con todo, mantenemos la cautela a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales de abril. Ferreycorp sigue siendo nuestra primera opción. Estamos incluyendo Cerro Verde, en lugar de Buenaventura, para beneficiarnos de los mejores precios del cobre y la mayor producción esperada, mientras que estamos obteniendo ganancias en InRetail luego de un fuerte desempeño superior, e incluyendo a Enel Dx Perú como una jugada más defensiva.

# Contents

Mercado Accionario Andino		
Chile:	Tiempo para invertir en nombres cíclicos	7
	Top Picks	14
Colombia:	Mantenemos una perspectiva neutral del mercado accionario local, pero moderadamente optimista en el mediano plazo	16
	Top Picks	23
Perú:	La recuperación continúa	24
	Top Picks	28
Valuation Summary		29
Economic Forecast		33

### Latam Andean Equities Performance LTM (in USD)

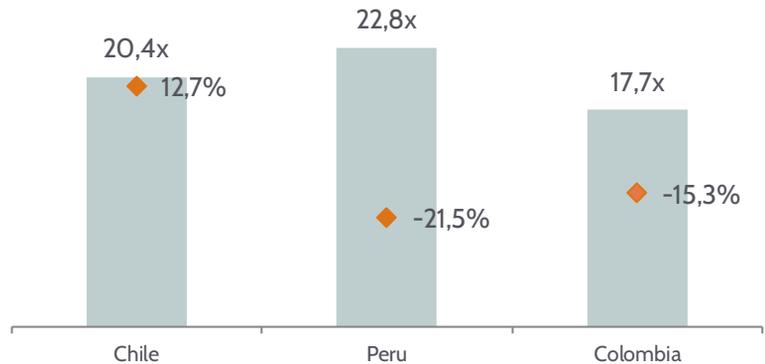
El IPSA y el mercado peruano ha tenido un desempeño superior en el LTM, lo que es consistente con el repunte observado en los precios del cobre.



Source: Credicorp Capital, & Bloomberg

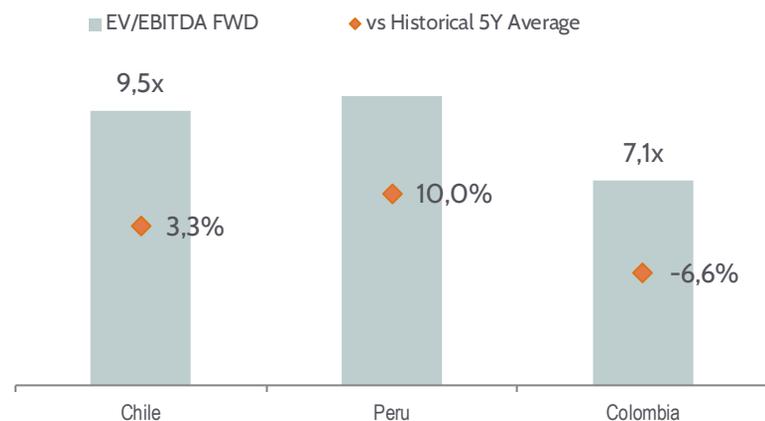
### Andean Equities Fwd P/E (12-month rolling) vs 5Y Historical Average

Después de los fuertes rendimientos registrados desde noviembre, Chile no parece tan descontado, aunque hay margen para alza en las estimaciones de 2021. El mayor descuento en valuación en Perú se explica por empresas no mineras.



\* Peru: vs 2Y historical average

### Andean Equities Fwd E/V EBITDA (12-month rolling) vs 5Y Historical Average



Source: Credicorp Capital, & Bloomberg

## Resumen de estrategia en el contexto Andino

	Largo plazo (12-a-18 meses)	Corto plazo (1-a-3 meses)
Chile	<p>Asignación: Sobreponderar</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Actualización de estimaciones en sectores cíclicos y nombres relacionados con materias primas</li> <li>(+) Espacio para revisiones al alza en 2021</li> <li>(+) Recuperación económica impulsada por mayores precios del cobre y proceso de vacunación</li> <li>(+) Los eventos de violencia han disminuido en el país</li> <li>(-) Posibles nuevas cuarentenas en Santiago que podrían comprometer la recuperación de resultados</li> <li>(-) Incertidumbre relacionada con el proceso constitucional</li> </ul> <p>Estrategia: Creemos que es hora de invertir en nombres cíclicos de los cuales estamos favoreciendo a Santander y Cencosud como Top Picks. En términos de sectores, estamos favoreciendo principalmente a los bancos. Los inversores también deberían mantener una posición en acciones relacionadas con las materias primas, de las que estamos favoreciendo a CMPC y</p> <p>Top Picks: Entel, Santander y Cencosud</p>	<p>El mercado parece anticipar una recuperación en forma de V, mientras que un paquete fiscal sólido, junto con el retiro de ahorros para pensiones, ha impactado positivamente las ganancias en bancos y minoristas. La liquidez se ha recuperado significativamente, y los inversores extranjeros han vuelto a mirar nuestros mercados. El mayor riesgo de corto plazo es volver a las cuarentenas totales. Seguimos siendo selectivos, pero aumentando la exposición a algunos nombres beta.</p>
Colombia	<p>Asignación: Neutral</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(-) Plan de vacunación contra el COVID-19 más lento en relación con el mundo.</li> <li>(-) Debates en torno a una nueva reforma fiscal.</li> <li>(-) Mercado laboral y posibles quiebras.</li> <li>(+) Nuevo objetivo del COLCAP de 1,510 puntos.</li> <li>(+) Menores restricciones a la movilidad y casos de COVID-19.</li> <li>(+) Menor volatilidad en los mercados extranjeros.</li> </ul> <p>Estrategia: Mantenemos nuestra posición neutral sobre Colombia aunque con una visión moderadamente optimista en el mediano plazo. Los precios del petróleo han llegado por encima de los 60 USD/bbl y la situación derivada del COVID-19 ha estado más controlada. No obstante, el escenario próximo podría ser desafiante considerando la incertidumbre por la nueva reforma fiscal.</p> <p>Top Picks: PFaval y Bogotá</p>	<p>Los temas más importantes a corto plazo son: i) la temporada de resultados del 4T20 y el anuncio de las políticas de dividendos; ii) la evolución de los precios del petróleo; iii) la evolución de la situación COVID-19; iv) los mercados mundiales; v) la nueva información sobre la metodología MSCI COLCAP.</p>
Peru	<p>Asignación: Sub-ponderar</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Las compañías mineras aún se benefician de los altos precios de los metales y de la recuperación de la producción</li> <li>(+) Grandes proyectos de inversión en camino a ser materializados, incluido el Programa de Reconstrucción con Cambios</li> <li>(+) La economía continúa en recuperación</li> <li>(-) Aumento significativo de nuevos casos de Covid-19, aunque el proceso de vacunación ya haya empezado</li> <li>(-) Leyes populistas aprobadas por el Congreso, pendientes de ser impugnadas por el gobierno y otras instituciones</li> <li>(-) El ruido político a medida que nos acercamos a las elecciones generales que se llevarán a cabo en abril</li> </ul> <p>Estrategia: Seguimos siendo positivos en el sector minero y en las empresas relacionadas con este sector, teniendo en cuenta los altos precios de los metales, en particular el caso del cobre. Dicho esto, también consideramos apropiado mantener una exposición selectiva en algunas empresas cíclicas, especialmente en el sector infraestructura donde esperamos una mayor inversión en los próximos meses. Finalmente, como una cobertura a un incremento en la volatilidad debido un mayor ruido político previo a las elecciones de abril, o una subida en nuevos casos de Covid-19, estamos incluyendo posiciones en empresas defensivas como las que ofrecen distribución eléctrica.</p> <p>Top Picks: Cerro Verde, Ferreycorp y Enel Dx</p>	<p>Los fundamentales de los precios de los metales siguen siendo fuertes, especialmente para el cobre, por lo que recomendamos mantener posiciones en Cerro Verde y Ferreycorp, este último también está expuesto a una potencial recuperación del sector construcción. Como cobertura de riesgo en nuestro portafolio ante posible ruido político o retrasos en el proceso de vacunación, estamos incluyendo a Enel Dx por su naturaleza defensiva.</p>

# Chile

## Tiempo para invertir en nombres cíclicos

La implementación positiva del plan de vacunación hasta el momento y los fuertes precios del cobre han impulsado el mercado local en comparación con otros mercados de la región.

El sector bancario y las empresas relacionadas con las materias primas obtuvieron mejores resultados en el índice S&P IPSA.

Los flujos se mantienen estables en comparación con el año pasado.

No hemos visto resurgir las protestas en Santiago.

En enero, la bolsa de valores local registró una rentabilidad levemente negativa en USD (-0,3%), pero positiva en CLP (+ 2,7%), superando tanto a los mercados andinos como a otros mercados latinoamericanos (en moneda local). Esta rentabilidad positiva, que se ha mantenido durante las primeras semanas de febrero, se explica principalmente por el sólido desempeño del sector bancario y las acciones relacionadas con las materias primas. Además, el desempeño superior frente a los pares regionales podría atribuirse principalmente a: i) el hecho de que Chile ha liderado el proceso de vacunación en la región, siendo uno de los países con mejores ratios de dosis de vacunación administradas por cada 100 personas en el mundo; y ii) fuerte impulso de los precios del cobre. En cuanto al desempeño de los diferentes sectores, el sector bancario mostró un sólido desempeño respaldado por sus resultados corporativos y medidas de rentabilidad. Destacamos Security (+13%), BCI (+10%) y Santander (+9%). Además, el sector de commodities continuó con el fuerte repunte observado durante 2020 y de allí destacamos: SQM-B (+7%), Copec (+7%) y CMPC (5%). Fuera del índice IPSA, destacamos el desempeño positivo del sector de la construcción (Besalco: +16%; SalfaCorp: +13%), debido a las perspectivas positivas relacionadas con la industria minera, que podrían impulsar el pipeline de proyectos de inversión. Finalmente, mención especial para las cascadas de SQM, cuyas acciones se han visto impulsadas por la reciente adquisición de Julio Ponce (el mayor accionista de Cascadas de SQM).

En cuanto a los flujos, el promedio diario mensual quedó varado en USD 143 MM, en línea con el promedio de los últimos doce meses. Los inversionistas locales fueron vendedores netos, pero empezaron a buscar nombres de pequeña capitalización. Los inversionistas extranjeros han sido compradores netos y continúan más activos que el año pasado. En cuanto a febrero, es razonable esperar menores volúmenes transados considerando la temporada de vacaciones de verano. Sin embargo, esperamos que vuelvan a subir en marzo considerando: i) exceso de liquidez global; ii) mayor interés de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), que a su vez se explican por un menor ruido relacionado con un potencial tercer retiro de ahorros previsionales; y iii) una cartera de acuerdos de aumento de capital que deberían captar la atención de los inversionistas (SQM - USD 1,100 MM; AesGener - USD 300 MM).

Santiago de Chile sigue tranquilo esperando las elecciones de abril. Si bien han continuado los hechos de violencia en el sur de Chile (principalmente en la región de la Araucanía, donde se desarrolla el conflicto mapuche), las calles de Santiago permanecen relativamente tranquilas. Además, hay que mencionar la crisis migratoria en el norte de Chile que ha sacudido la opinión pública en las últimas semanas. Sin embargo, no hemos visto el resurgimiento de protestas relacionadas con este tema.

Partidos políticos de ambos bandos, opositores y progubernamentales han comenzado a definir sus precandidatos para las elecciones presidenciales del 21-nov-21.

Daniel Jadue y Joaquin Lavín han continuado en los primeros puestos de las encuestas.

La vacunación masiva comenzó el 3-feb. Hasta ahora, se han vacunado más de 1,8 MM de personas.

Nuestro equipo macro ha actualizado recientemente la previsión de fin de año del IPC del 2,8% al 3,2%.

En el aspecto político, enero estuvo marcado por la fecha límite para la inscripción de los candidatos a la convención constitucional. Además, los partidos políticos han comenzado a definir sus precandidatos para las elecciones presidenciales del 21-nov-21. Los partidos de oposición Democracia Cristiana (DC), Partido Por la Democracia (PPD) y Partido Socialista (PS) han nominado como precandidatos a Ximena Rincón, Heraldito Muñoz (excanciller de Michelle Bachelet) y Paula Narváez, respectivamente. Por otro lado, los partidos oficialistas Renovación Nacional (RN) y Evolución Política (Evopoli) han nominado a Mario Desbordes (exministro de Defensa del segundo gobierno de Sebastián Piñera) e Ignacio Briones (exministro de Hacienda del segundo gobierno de Sebastián Piñera). Mirando las encuestas, Daniel Jadue y Joaquin Lavín continúan en las primeras posiciones. La distribución actual de votos, basada en tres encuestas diferentes (Cadem, Critería y Activa), es la siguiente: Daniel Jadue ~ 14% (Comunista), Joaquín Lavín ~ 11% (UDI), Pamela Jiles ~ 8% (Humanista), Sebastián Sichel ~ 7% (Independiente), Evelyn Matthei ~ 5% (UDI) y otros 55%.

Chile ha desarrollado un programa de vacunación desafiante y ambicioso. Las autoridades sanitarias han proporcionado detalles sobre el plan de vacunación para 2021 que tiene como objetivo vacunar a más de 15 MM de personas (de un total de ~ 19 MM en el país) durante el 1S21. La estrategia considera la llegada de ~ 36 MM de dosis en 2021: 10 MM de Sinovac, 10 MM de Pfizer - Biontech, 4 MM de J&J, 4 MM de Oxford y 8 MM de Covax. La vacunación se inició a finales de dic-20 con los trabajadores de la salud, mientras que el proceso masivo se inició el 3-feb tras la llegada de 4 MM de dosis de Sinovac. A lo largo de este mes, los grupos prioritarios considerarán a trabajadores de la salud, ancianos (> 70), trabajadores de farmacias, trabajadores estatales en puestos críticos y fuerzas del orden, entre otros. Hasta el momento, más de 2 MM de personas han sido vacunadas, lo que incluye a 1,3 MM de adultos mayores de 71 años. El presidente Piñera mencionó que este es un plan muy ambicioso, pero que se harán todos los esfuerzos posibles para lograrlo. También enfatizó que todas las vacunas que se apliquen en Chile serán gratuitas, voluntarias y provistas por el Estado. Valoramos positivamente los esfuerzos del gobierno y estimamos que aproximadamente 5 MM de personas serán vacunadas en el 1T21, incluida una proporción significativa de la población crítica. Si el programa sigue las directrices oficiales, se espera que el impacto en la actividad económica sea relevante.

Nuestro equipo macro ha actualizado recientemente sus estimaciones de fin de año para el IPC. Luego de la sorpresa positiva en enero, esperamos una variación del IPC de 0,4% m/m en feb-21 y estamos aumentando nuestra estimación de fin de año de 2,8% a 3,2% ya que proyectamos cifras más altas durante el 1S21. En materia cambiaria, recordamos que el BCCh anunció el 13-ene que aumentará el nivel de reservas internacionales a alrededor del 18% del PIB (actualmente 16%) a través de un programa gradual de compra de divisas por USD 12 mil MM. A pesar de esto, creemos que tanto los fundamentales (un dólar más débil y un fuerte repunte del precio del cobre) como los flujos conducirán a un CLP apreciado como hemos visto en las últimas semanas.

Temas clave para monitorear: i) la temporada de ganancias del 4T20; ii) la subasta de la red 5G; iii) CAP; iv) los anuncios de SQM sobre su decisión de inversión en Australia y el voto de los accionistas sobre el aumento de capital; y v) bancos.

Noticias / Actualizaciones corporativas clave que queremos destacar

- Recientemente actualizamos nuestra cobertura de SQM, mejorando las acciones de subponderar a mantener y ajustando nuestro Precio Objetivo 2021 a USD 61 (ADR) / CLP 44.000 (local), lo que implica una rentabilidad total del 10,4% incluyendo dividendos. El reciente repunte de las acciones y de todo el sector del litio ha respondido claramente a los sentimientos alcistas sobre la electromovilidad global. Aunque creemos en el crecimiento de los autos eléctricos y en los fundamentos a largo plazo del litio, creemos que la mayor parte de ese crecimiento potencial a largo plazo ya está internalizado y vemos poco espacio para las acciones. Sin embargo, considerando: i) el reciente auge de las materias primas; ii) el reciente aumento de los precios del litio (ya en nuestras cifras); iii) los contratos a más corto plazo en comparación con los principales competidores; y iv) el hecho de que las acciones se cotizan con descuento cuando en comparación con sus pares, creemos que es razonable mantener una posición en SQM.
- Finalizó la licitación del espectro relacionado con la red 5G. El monto total recaudado por el gobierno alcanzó los USD ~ 452 MM durante este proceso que incluyó ofertas económicas relacionadas con las bandas de macrofrecuencia 700 MHz, AWS y 3.5 GHz. La inversión total por operador fue la siguiente: i) Movistar Chile: USD ~ 164 MM; ii) WOM: USD ~ 149 MM; y iii) Entel: USD ~ 139 MM. En cuanto al resto de participantes en la licitación, Boreal Net no se adjudicó ningún espectro, mientras que Claro se adjudicó (junto con Entel) espectro en la banda de macrofrecuencia de 26 GHz, que no requiere oferta económica. En el caso de Entel, el monto total invertido estuvo levemente por encima de nuestras expectativas. Sin embargo, creemos que la empresa podrá afrontar este período de inversión y cumplir con todas sus obligaciones financieras con recursos propios, considerando el fuerte nivel de caja y el sano balance, principalmente por el efectivo recaudado por la venta de torres en 2019 y 2020. En la teleconferencia del 4T20, la gerencia de Entel anunció que tomando en consideración la inversión relacionada con la licitación 5G, la compañía debería incrementar su Capex en Chile este año en un 20% a/a (sin considerar el espectro). Después de esta subasta, mantenemos una posición positiva en el nombre principalmente debido a: i) valorizaciones atractivas; ii) la resistencia de las operaciones chilenas y peruanas en medio de la crisis del COVID-19; iii) la expansión del margen esperado en Perú en los próximos años; y iv) el hecho de que esperamos una competencia más normal en el negocio móvil en Chile desde que WOM alcanzó su objetivo de participación de mercado de ~ 19% -20% en el 1S20.

Temas principales a monitorear

- La temporada de resultados del 4T20 ya comenzó a fines de enero. 11 de las 35 empresas ya han publicado sus resultados. La mayoría de ellos en línea con nuestras estimaciones con la excepción de CAP y el sector bancario, que nos sorprendió al alza. Esperamos que las acciones de retailers, telecomunicaciones-TI y las empresas relacionadas con materias primas obtengan mejores resultados en el mercado chileno este trimestre. Esperamos sorpresas positivas para Andina y SMU.

Esperamos un impulso alcista para el índice IPSA en los próximos meses.

- En cuanto a CAP, destacamos que la empresa tuvo que paralizar desde principios de febrero toda su operación en el valle del Huasco (puertos Guacolda II y Las Losas, y su planta de Pellets) debido a una huelga de la empresa subcontratada Axxintus. Según la dirección, el impacto financiero total de este tema dependerá de la duración de la huelga (el sindicato n°2 ha llegado a un acuerdo, mientras que el sindicato n°1 continúa sus negociaciones), pero actualmente el impacto negativo en los ingresos netos después de impuestos asciende a USD 14 MM (~ 4% de los ingresos netos consolidados que esperamos para 2021), mientras que el total de despachos afectados es de 270.000 toneladas. Si bien la gerencia cree que la compañía podría recuperar estas pérdidas y despachos durante el año, debemos monitorear esta situación de cerca considerando el fuerte impacto de esta operación en el EBITDA consolidado.
- A pesar de los sólidos resultados recientes de la industria bancaria y las mejores perspectivas para 2021, destacamos que son factores clave a monitorear a futuro: i) la evolución del comportamiento de pago de los clientes, particularmente los primeros pagos de las cuotas de Fogape 1.0; ii) los desembolsos de los préstamos Fogape 2.0; y iii) la reactivación de la economía y el proceso de vacunación, lo que podría determinar en parte el nivel de provisiones en los próximos meses.
- Los retailers han tenido un desempeño de mercado durante el último mes. Sin embargo, esperamos que el 4T20 sea una temporada de fuertes ganancias, especialmente para Falabella y SMU, mientras que Cencosud debería continuar con las tendencias positivas observadas en el 3T20. Creemos que el sector debería reaccionar positivamente, ya que las tendencias macroeconómicas nunca han sido tan fuertes.

Seguimos esperando un impulso positivo para el índice IPSA considerando:

- i. Las valorizaciones se cotizan con un ligero descuento frente al historial.
- ii. Creemos que existe un riesgo al alza para las estimaciones en los sectores retail y bancario debido a un auge en el consumo y una mayor inflación y también para algunas acciones relacionadas con las materias primas, que en conjunto representan un peso significativo dentro del índice IPSA.
- iii. La recuperación económica ha sorprendido al mercado al alza, beneficiado en parte por el auge del consumo, pero también por los precios actuales del cobre. También cabe señalar que el proceso de vacunación ha sido bastante expedito y también debería contribuir a la recuperación de la economía si se evitan nuevas medidas restrictivas.
- iv. El riesgo político se ha suavizado recientemente.
- v. Y finalmente, los flujos se han ido normalizando mientras esperamos que esta tendencia positiva continúe debido a: i) exceso de liquidez global; ii) mayor interés de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) locales, ya que el ruido relacionado con un tercer retiro de ahorros previsionales se ha enfriado hacia abajo; y iii) todas las OPAs programadas en Brasil para los próximos meses.

## Estrategia Chile

Un beta creciente en una sólida recuperación en 2021 y sorpresas positivas en bancos y minoristas, favorecen a Santander y Cencosud, entre otros nombres cíclicos y beta.

Seguimos sobreponderando a Chile, mientras seguimos creyendo que es hora de invertir en nombres cíclicos. Estamos favoreciendo a Santander y Cencosud como Top Picks. En cuanto a sectores, estamos favoreciendo principalmente a los bancos.

- Somos positivos con Santander, que sigue siendo nuestro banco preferido en la región andina. Los comentarios recientes del banco sugirieron que el stock actual de provisiones adicionales (CLP 126 mil MM) debería ser suficiente para enfrentar el deterioro de la calidad de los activos en los próximos trimestres. En este sentido, creemos que Santander podría alcanzar una rentabilidad superior al 15% en 2021 y una utilidad neta superior a los CLP 550 mil MM, en línea con el desempeño antes de la crisis del COVID-19. Por otro lado, los resultados del 3T20 superaron nuestras expectativas y el tono de la gerencia durante la llamada de resultados continúa siendo bastante positivo. Como recordatorio, recientemente actualizamos nuestra cobertura, ascendiendo las acciones a compra y aumentando nuestro TP a CLP 43 / acción, desde CLP 37 / acción, gracias a las mejores expectativas de ROE. Aún así, seguimos siendo optimistas con los bancos chilenos en general. De hecho, estamos incluyendo a Santander, Banco de Chile y BCI en nuestras trading ideas en Chile.
- Además del impacto positivo del retiro de ahorro previsional, somos positivos respecto a Cencosud por su mayor exposición a supermercados y fuerte ejecución de iniciativas de eficiencia que han mejorado significativamente su generación de flujo de caja, especialmente en Argentina y Brasil. Además, una asignación de gasto de capital más eficiente (el cierre de las tiendas de París en Perú, la fusión de Johnson y Paris en Chile, la alianza con Cornershop y la OPA de Brasil) debería generar valor para las acciones, ya que respaldan mayores oportunidades de crecimiento y ganancias de participación de mercado en Chile, Perú y Brasil. Además, la empresa anunció un agresivo plan de inversiones de capital de USD 1.800 MM para los próximos tres años, que es coherente con la estrategia de la empresa centrada en mejorar el desarrollo del comercio electrónico al remodelar el diseño de la tienda física y fortalecer la alianza con Cornershop. Es un cambio de juego, ya que reanuda la historia de crecimiento. Además, el impulso positivo debe continuar para el 1S21, ya que el avance del plan de vacunación debería impulsar restricciones de movilidad menos restrictivas que mejoren las ventas de la empresa.

Por otro lado, las acciones relacionadas con las materias primas han estado en el centro de atención y creemos que la tendencia positiva continuará. Recomendamos tener exposición a este sector a través de CMPC y CAP.

Dado que el impulso positivo en las materias primas debería continuar, recomendamos tener exposición a este sector. Estamos favoreciendo CMPC y CAP.

Una ejecución positiva del proyecto Alto Maipo podría ser un catalizador para las acciones de AES Gener.

- En cuanto a la celulosa, ha habido un fuerte repunte de sus precios durante las semanas anteriores, llegando más rápido y con más fuerza que nuestras expectativas iniciales. Entre las acciones relacionadas con la celulosa, seguimos favoreciendo a CMPC sobre Empresas Copec, ya que tiene más exposición al negocio de celulosa, el balance general es más saludable, el riesgo a la baja para las ganancias es significativamente menor y las valorizaciones parecen más atractivas. En cuanto a CAP, aunque es posible que veamos alguna toma de ganancias por parte de los inversionistas a corto plazo debido al reciente repunte de las acciones y las noticias negativas relacionadas con el alza que afecta sus despachos de febrero, la tendencia positiva en los precios del mineral de hierro continuará siendo uno de los principales impulsores del precio de las acciones. Recientemente actualizamos nuestra cobertura de la compañía, manteniendo nuestra recomendación de COMPRA e introduciendo un nuevo TP 2021YE de CLP 11.200.

Otra historia en la que nos estamos volviendo cada vez más positivos es AES Gener. El aumento de capital por ~ USD 300 MM se completó con éxito y financiará el crecimiento de las energías renovables en Chile y Colombia. Además, seguimos confiando en las recientes señales positivas que validan la fortaleza de los PPA en Chile, especialmente después de la inversión de Toesca en Cochrane. Por otro lado, nos gusta la calidad del activo en Colombia, a pesar de los trimestres difíciles que vimos recientemente. Finalmente, creemos que durante los próximos meses podría haber noticias positivas sobre el avance del proyecto hidroeléctrico Alto Maipo y/o socios estratégicos, que a nuestro juicio, deben ser bien recibidos por el mercado y podrían funcionar como catalizador de la gestión de las acciones de AES Gener.

Además, hay pocas acciones defensivas, que podrían no tener un fuerte impulso a corto plazo, pero son buenas jugadas a medio plazo.

- En el caso de Entel, la empresa presentó sus resultados del 4T20 que superaron el consenso del mercado por tercer trimestre consecutivo. Mantenemos nuestra convicción en las acciones como una apuesta a largo plazo, considerando: i) el alto nivel de caja, que coloca a la empresa en una mejor posición que sus competidores para enfrentar los nuevos desafíos de la industria, como la próxima subasta de la red 5G; ii) la resiliencia de las operaciones chilenas y peruanas en medio de la crisis de COVID-19; iii) la expansión del margen esperada en Perú en los próximos años; iv) el hecho de que esperamos una competencia más normal en el negocio móvil en Chile desde que WOM llegó su objetivo de participación de mercado de ~ 19% -20% en el 1S20; y v) las valorizaciones atractivas, que estamos descontando sin valor para Perú e incluso sobredescontando el valor para Chile con un múltiplo EV / EBITDA por debajo de 5.0x. La principal preocupación es cuánto gasto de capital se requerirá para la nueva tecnología 5G, y creemos que eso ha impedido que algunos inversores sean más optimistas sobre el nombre. Creemos que la empresa tiene suficiente efectivo y que las inversiones totales no deben dañar el sano balance de la empresa.

Entre las acciones defensivas, estamos favoreciendo a Entel y Colbún

Las valorizaciones de SK parecen atractivas. Buen impulso de ganancias por delante.

Las entradas potenciales podrían beneficiar a acciones con grandes descuentos como CCU y Engie Chile.

El mercado cotiza a 1.3x P / BV (por debajo del promedio histórico). Este es probablemente un indicador preciso de un mercado barato.

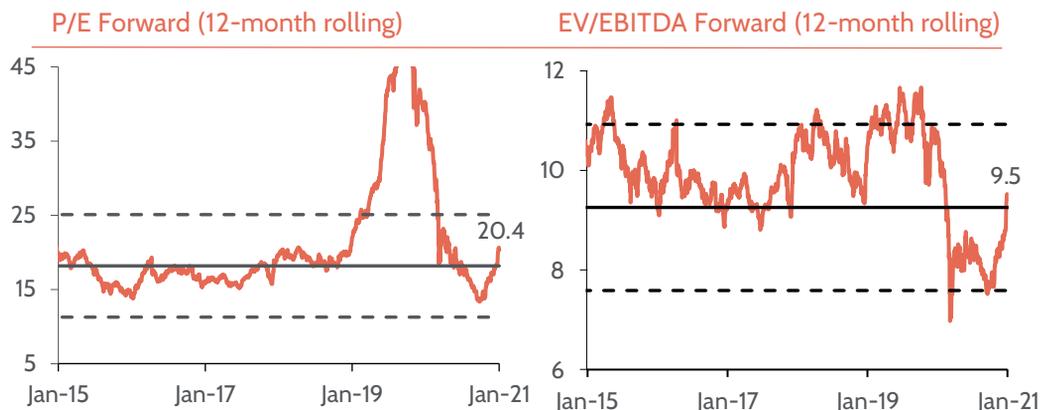
- En el caso de Colbún, los resultados del 4T20 coincidieron con nuestras estimaciones y creemos que la compañía seguirá siendo bastante resistente dada su sólida posición en el balance y la estabilidad de sus flujos de efectivo. Creemos que el anuncio sobre la evaluación de opciones estratégicas para la subsidiaria Colbún Transmisión es positivo para las acciones, ya que los inversionistas pueden anticipar una desinversión con una valuación más alta que la que actualmente le está atribuyendo el mercado a este negocio y/o una mejor perspectiva en el mercado de corto plazo para dividendos.

Aunque no es una empresa de materias primas, recomendamos SK ya que las valorizaciones actuales no reflejan el impulso alcista de los precios del cobre y el aumento esperado en la demanda de servicios mineros, lo que debería impulsar las ganancias de SK en los próximos trimestres. Sin embargo, es importante tener en cuenta que ésta es una empresa de pequeña capitalización y, por lo tanto, la liquidez puede ser una preocupación para algunos inversores.

Finalmente, considerando las valorizaciones de mercado actuales y las posibles entradas a nuestro mercado, creemos que es un buen momento para comenzar a tomar posiciones en acciones con grandes descuentos como CCU y Engie Chile. Aún así, después del reciente repunte de las acciones de CCU, creemos que la subida es más limitada.

Valorizaciones. Nuestra muestra de renta variable chilena se cotiza a ~ 20,4x P / U 12m Fwd y ~ 9,5x EV / EBITDA 12m Fwd. En comparación con los promedios históricos, estas valorizaciones implican un premio.

Sin embargo, mirar exclusivamente a múltiplos de 12m Fwd podría ser engañoso considerando la baja visibilidad. El mercado se cotiza a ~ 1.3x P / BV, que es más bajo que el promedio de 5 años de ~ 1.5x y el promedio de 10 años de 1.7x, lo que implica descuentos de aproximadamente 13% y 23%, respectivamente. Este es probablemente un indicador más preciso en el escenario actual y también sugiere un mercado barato.



Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

## Top Picks Chile

Nuestros Top Picks en Chile son: Entel, Santander y Cencosud.

Entel (COMPRA; T.P.: CLP 6.800). Mantenemos a Entel en nuestras primeras selecciones. La industria de las telecomunicaciones se ha mantenido resistente en medio de la crisis de COVID-19 y el impacto de la pandemia ha sido bajo en comparación con otras industrias. Así lo confirmaron los resultados de 2020. Mantenemos nuestra convicción en la empresa como una apuesta de largo plazo, considerando: i) el alto nivel de caja, que coloca a la empresa en una mejor posición que sus competidores para afrontar la nueva industria desafíos, como la próxima subasta de la red 5G; ii) la resistencia de las operaciones chilenas y peruanas en medio de la crisis del COVID-19; iii) la expansión del margen esperado en Perú en los próximos años; iv) el hecho de que esperamos una competencia más normal en el negocio móvil en Chile desde que WOM alcanzó su objetivo de participación de mercado de ~ 19% -20% en el 1S20; y v) la atractiva valorización.

Santander Chile (COMPRA; T.P.: CLP 43/acción). Recientemente, proporcionamos una actualización sobre el nombre en el que aumentamos nuestro TP a CLP 43/acción y mejoramos nuestra calificación a COMPRAR. Nuestra opinión positiva sobre el nombre está respaldada por: i) resultados mejores de lo que se temía inicialmente para 2020E; ii) una recuperación más rápida de lo esperado en el futuro; iii) una de las mejores estrategias de productos digitales + en los bancos andinos; iv) una valorización relativamente descontada al considerar nuestras nuevas estimaciones; y v) una sólida posición de capital con el potencial de un índice de pago del 60% en 2021E. Con respecto a nuestra estrategia de capital, reiteramos nuestra preferencia por las acciones de Santander Chile sobre las de sus pares en Chile, y el banco también se encuentra entre nuestros favoritos en toda la región andina. Recientemente, las acciones se cotizan a 2.0x P / B 2021E y, a pesar del reciente repunte, todavía vemos algo de alza dadas nuestras nuevas estimaciones. Finalmente, los resultados preliminares para el 21-ene fueron sólidos y respaldan nuestras expectativas positivas para 2021E.

Cencosud (COMPRA; T.P.: CLP 1,510). Los fundamentos nunca han sido tan sólidos debido a: i) el buen impulso de los resultados (de hecho, esperamos que el fuerte crecimiento de las ventas se vea impulsado en el 4T20 por el impacto en el consumo del segundo retiro de ahorros previsionales); y ii) nuestra visión positiva sobre la gestión y la perspectiva estratégica tras las recientes decisiones estratégicas que tienen como objetivo mejorar la generación de flujo de caja de la empresa y asignar eficientemente el Capex.

La compañía logró alcanzar una cifra de deuda bruta / EBITDA inferior a 4x por primera vez en muchos años, lo que garantiza el mantenimiento de su calificación IG y deja espacio para aumentar el gasto de capital para financiar el crecimiento futuro. La empresa anunció el plan de inversiones 2021-2023 de USD 1.8 mil MM, que se utilizará para la renovación del 100% de las tiendas (USD 740 MM), la apertura de 144 nuevas tiendas (USD 340 MM-104 Super / 40 Home) , la ampliación de cinco malls en Chile, dos proyectos greenfield en Perú y Colombia, la renovación de ocho malls (USD 420 MM) y la inversión en TI, logística y comercio electrónico (USD 300 MM). La compañía planea agregar ~ 12% más área de ventas en Super y ~ 16% en Hogar. La inversión será financiada por la propia generación de flujo de caja de la empresa. Cabe señalar que el actual plan de inversiones no incluye perspectivas de crecimiento en Brasil, ya que los fondos necesarios para aprovechar estas oportunidades provendrán de la OPA de la filial brasileña. La agresividad del plan sorprendió al mercado.

## Chile - Top Picks

	Last	Target	Upside	Total	Mkt.	P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div Yield	Sectors
	Price	Price				Return	(USD mn)	2019E	2020E	2019E	2020E	
Entel	4.850	6.800	40,2%	40,8%	2.069	54,2	20,4	5,6	5,3	1,1	0,6%	Telecom & IT
Banco Santander	43	43	0,3%	3,9%	11.412	16,5	14,3	nm	nm	2,2	3,6%	Banks
Cencosud	1.400	1.510	7,9%	10,1%	5.661	53,5	14,7	9,0	8,8	0,9	2,2%	Retail
Chilean Picks <sup>a</sup>			16,1%	18,3%	19.142	41,4	16,5	7,3	7,1	1,4	2,1%	
IPSA	4.624	4.600	-0,5%	1,5%	132.729	22,4	17,7	9,0	10,9	1,3	2,0%	

Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

<sup>a</sup> Simple average, excluding Market Capitalization

<sup>b</sup> Prices in local currencies

# Colombia

## Mantenemos una perspectiva neutral del mercado accionario local, pero moderadamente optimista en el mediano plazo.

El mercado accionario colombiano tuvo un desempeño inferior al de la región en ene-21.

En enero, la mayoría de los mercados de renta variable de la región mostraron un rendimiento negativo, mientras que Asia superó el desempeño de la mayoría de mercados. El índice COLCAP cayó un 10%, inferior al desempeño de la región Latam, en el que el índice MSCI cayó un poco menos de 7%. Así mismo, el desempeño del mercado accionario colombiano fue inferior (aún con su ligera recuperación en las dos primeras semanas de febrero) al de otros mercados andinos, considerando que Chile registró una caída de apenas un 0.3% y Perú un aumento de 0.9% (ambos en USD). A pesar del alza de los precios del petróleo, el comportamiento del mercado local fue débil, lo que pudo ser explicado por: i) las nuevas restricciones de movilidad y aislamiento en medio de la segunda ola de COVID-19 (Bogotá volvió a la fase de alerta roja en ene-21); ii) las expectativas iniciales de salidas de cerca de USD 50 MM en Bancolombia debido al rebalanceo del COLCAP a finales del mes; iii) una fuerte corrección en las acciones de Ecopetrol e ISA tras el anuncio de la oferta no vinculante de Ecopetrol por la participación gubernamental del 51.4% en ISA; y iv) una estrategia general de toma de utilidades por parte de los inversionistas tras el fuerte repunte en las acciones colombianas durante el 4T20.

Los inversionistas extranjeros fueron vendedores netos el mes pasado, después de dos meses consecutivos como compradores netos.

En cuanto a los [participantes del mercado](#), destacamos que los inversionistas extranjeros retornaron al territorio de vendedores netos con una posición de USD 34.9 MM en ene-21. Se debe recordar que durante dos meses consecutivos, los inversionistas extranjeros fueron compradores netos. Por otro lado, los fondos de pensiones registraron una posición relativamente plana en ene-21. Este comportamiento de los principales participantes del mercado explicaría la presión sobre la evolución de los precios que fue observada durante el mes.

En los últimos días, hemos visto un progreso en la situación derivada del COVID-19. Los precios del petróleo deberían ser determinantes en el mercado accionario colombiano.

En el lado positivo, los precios del petróleo han seguido avanzando, la presión por el COVID-19 ha disminuido, comenzó el proceso de vacunación y no prevemos flujos de salida importantes en los nombres clave durante las próximas semanas. El índice COLCAP creció 2.6% (~1.3% en COP) durante los primeros días de feb-21 (cuando se redactó este reporte), recuperando parte de las pérdidas registradas en lo corrido del año. Esto podría ser explicado principalmente por los siguientes factores: i) los precios del petróleo por encima de los 60 USD/barril por primera vez desde el inicio de la pandemia; ii) la cantidad de nuevos casos diarios de COVID-19 ha caído por debajo de los 7 mil contagios, mucho menos de los 20 mil registrados en ene-21 (Bogotá salió de la fase de alerta roja, y la ocupación de las UCI es ahora inferior al 90%- 72% en la actualidad); iii) el inicio del proceso de vacunación, en el que Colombia ha asegurado más de 60 MM de dosis ([ver informe](#)); y iv) el próximo rebalanceo del MSCI COLCAP no incluye flujos significativos a considerar. Bajo este escenario, esperamos que el mercado se concentre en la temporada de resultados de 4T20, los anuncios de pago de dividendos para el 2021 y las valoraciones actuales.

El gobierno planea introducir una reforma fiscal probablemente en 1S21.

Esperamos que el Banco de la República mantenga su tasa sin cambios durante el 2021.

Aunque el peso colombiano registró un desempeño sólido en el 4T20 (+10.6%), en lo corrido del año la moneda se ha depreciado en un ~3.1%, siendo uno de los resultados mas bajos de la región (solo por detrás del BRL). Con estas cifras, el COP sigue mostrando su condición de alto beta en el corto plazo, reaccionando con sensibilidad a la volatilidad de los mercados globales durante los últimos meses. Los movimientos del COP han estado estrechamente correlacionados con varios índices en USD. Esto indicaría que su rendimiento ha estado determinado por factores globales así como por las expectativas de reflación a finales de 2020, las cuáles surgieron como consecuencia de las noticias sobre vacunas y la ola azul en Estados Unidos. Aunque pensamos que la dinámica externa seguirá siendo el motor detrás de los movimientos del peso colombiano, el inicio de la discusión sobre la reforma fiscal a nivel local traería volatilidad adicional, ya que su desarrollo será muy importante para el futuro de la calificación de riesgo soberano del país que ahora es de BBB-.

Algunos comentarios recientes del Viceministro de Hacienda, Juan Alberto Londoño, podrían indicar una iniciativa cuyo objetivo sería recaudar un 1.5% del PIB (al parecer el 2.0% parecía una cifra ambiciosa) y sería presentada al Congreso durante 1S21. El enfoque principal de este nuevo proyecto de ley será: i) una mejor asignación del gasto social; ii) una ampliación de la base del IVA; y iii) evitar una mayor carga fiscal para las empresas. Estaremos atentos a la evolución de este proceso, ya que esperamos cierta resistencia inicial por parte del Congreso, teniendo en cuenta la crisis actual derivada del COVID-19. De hecho, algunas noticias sugieren que el partido de la U podría no apoyar la propuesta del gobierno si hay algún tipo de ampliación de la base del IVA. Finalmente, es importante mencionar que nuestro escenario base considera que el gobierno presentará un proyecto de ley en 1S21, con el fin de tratar de evitar la pérdida del grado de inversión por parte de las agencias calificadoras de riesgo. Por lo tanto, estaremos evaluando la versión final del proyecto de ley para ver sus componentes clave y cualquier posible dilución de las expectativas iniciales.

El Banco de la República decidió recientemente no cambiar su tasa de interés de política monetaria y mantenerla en 1.75%, mientras que el mercado laboral siguió mostrando resultados mixtos. Dos miembros del consejo votaron de nuevo a favor de un recorte de 25 pbs, considerando una inflación con niveles históricamente bajos. En este orden de ideas, esperamos que la tasa se mantenga sin cambios durante todo el año; aunque podría haber un caso de estímulo monetario adicional en un escenario con una inflación más baja/persistente o un posible retroceso de la actividad económica. En cualquier caso, vemos un entorno positivo para la renta variable local, ya que seguimos viendo una ventaja comparativa, especialmente considerando las tasas actuales.

Temas clave a monitorear desde la perspectiva del mercado: este mes queremos resaltar los siguientes eventos/aspectos:

- La temporada de resultados de 4T20 ([ver reporte](#)) y el anuncio de las políticas de dividendos.
- Evolución de los precios del petróleo.
- Evolución de los casos COVID-19 y los avances en los planes de vacunación.

Nuestra calificación neutral por Colombia, en relación con la región andina, no ha cambiado.

- Flujos de los principales agentes del mercado y cualquier anuncio relacionado con un posible rebalanceo.

Mantenemos nuestra posición neutral sobre Colombia aunque con una visión moderadamente optimista en el mediano plazo. Los precios del petróleo han llegado por encima de los 60 USD/barril y la situación derivada del COVID-19 ha estado más controlada. Estos factores y la recuperación gradual de los resultados financieros de las empresas representarían oportunidades en la economía colombiana. No obstante, es importante mencionar que la incertidumbre provocada por la expectativa de una nueva reforma fiscal puede generar algún ruido entre los inversionistas, especialmente en los extranjeros.

## Estrategia Colombia

Estamos subiendo nuestro objetivo del COLCAP a 1,510 puntos a finales del 2021.

Grupo Aval y Banco de Bogotá son nuestros Top Picks.

Revisamos al alza nuestras estimaciones sobre los bancos locales.

Mantenemos nuestra posición neutral para Colombia frente a sus pares de la región andina. No obstante, en el mediano plazo mantenemos una visión moderadamente optimista para el mercado local. De hecho, en los últimos días publicamos una actualización del sector bancario que trajo consigo una revisión a nuestro precio objetivo del índice COLCAP. Nuestra estimación subió un 11% y ahora es de 1,510 puntos (vs. los 1,425 de nuestra estimación anterior) considerando además una tasa de dividendo de ~3.0%. Sumado a lo anterior, otros factores que sustentan nuestra posición moderadamente optimista en el mercado colombiano son: i) precios del petróleo por encima de 60 USD/barril por primera vez desde el inicio de la pandemia; ii) menores restricciones a la movilidad y la disminución de nuevos casos COVID-19 tras una desafiante segunda ola; iii) tasas relativamente bajas y estables en 2021 con la expectativa de un repunte económico (esperamos un crecimiento del PIB de 4.8% para este año); y iv) una recuperación gradual de los resultados financieros de las empresas tras alcanzar el punto mínimo durante 2T20-3T20. No obstante, es importante resaltar que el mercado local también tiene por delante un escenario desafiante si pensamos en los siguientes aspectos: i) una potencial reforma fiscal; y ii) la situación de COVID-19 en curso, ya que es apresurado considerar que el país esté fuera de peligro, al menos desde las perspectivas social y económica.

Pasando a nuestros Top Picks del mes, mantenemos nuestra preferencia por Grupo Aval (COMPRAR; P.O.: 1,400/acción) dentro del mercado colombiano. Así mismo, estamos incluyendo Banco de Bogotá (COMPRAR; P.O.: COP 92,100/acción) reafirmando nuestra preferencia por el conglomerado y por el banco entre sus pares locales. Además de éstas acciones, también nos gustan nombres como Nutresa y Corficolombiana, aunque no lo suficiente para considerarlos dentro de nuestros Top Picks. Por otro lado, las recientes noticias sobre una posible adquisición de la participación del gobierno en ISA respaldó nuestra decisión de tomar utilidades en ISA y GEB y retirarlas de nuestros Top Picks (incluidas durante el periodo de sep-20 hasta principios de ene-21). Finalmente, es importante mencionar que, en términos relativos, Grupo Sura, Grupo Argos y CLH son nuestros nombres menos preferidos dentro del mercado.

Realizamos revisiones al alza en nuestras estimaciones para el sector bancario ([ver reporte](#)) con expectativas un poco más positivas. No obstante, cabe resaltar que para los principales bancos colombianos la recuperación a los niveles de ROAE previos a la pandemia puede ir a un menor ritmo que para otros pares de la región (a excepción de Aval y Bogotá). Esto podría representar un dilema, considerando que las valoraciones parecen estar cerca de 1.0x P/VL, lo cual podría ser atractivo en el mediano plazo, especialmente si consideramos las tasas de renta fija del momento. Por consiguiente, seguiremos monitoreando el comportamiento de pago de los clientes y los indicadores de cartera en general.

En el sector energético, vemos que aún falta mucho para llegar a una conclusión definitiva sobre el futuro de la participación del gobierno colombiano en ISA. Por lo tanto, preferimos mantener una posición neutral sobre el sector y esperar un mejor punto de entrada en la mayoría de nombres. En cuanto a ISA (MANTENER; P.O.: COP 25,000/acción), la atención de los inversionistas debería concentrarse cada vez más en los aspectos dependientes del negocio, teniendo en cuenta la baja probabilidad de una OPA para los accionistas minoritarios

En el largo plazo, ISA tiene una perspectiva positiva, teniendo en cuenta unos flujos de caja estables y las proyecciones de crecimiento tanto en el sector de transmisión de energía como en el de concesiones viales. Así pues, consideramos que los inversionistas preferirán esperar a entender cómo funcionará la dirección de la compañía después de definir la transacción y cómo el posible comprador financiaría la misma.

Ecopetrol (MANTENER; P.O.: COP 2,500/acción - USD 14.5/ADR) está claramente a la cabeza de la transacción para adquirir el 51.4% de ISA gracias a su acuerdo de exclusividad con el gobierno colombiano. La compañía dispondrá de varios meses para perfeccionar detalles y desarrollar su oferta de emisión antes de salir al mercado en busca de USD 2.0-2.5 mil MM, a través de una capitalización adicional. En este caso, la participación del gobierno en Ecopetrol llegaría a no menos de un 80%. De manera que, aunque los fundamentales del petróleo han mejorado, la emisión de acciones podría limitar el rendimiento de Ecopetrol por el momento. En cuanto a GEB (MANTENER; P.O.: COP 2,800/acción), la compañía continúa mostrando su interés por competir por la participación en ISA, lo cual podría preocupar a los inversionistas, al considerar un escenario en el que GEB aumente su oferta significativamente para discutir el acuerdo con el gobierno, lo que nos mantiene al margen por ahora.

El sector de cementos y construcción nos sigue mostrando señales positivas en Colombia. Importante recordar que en el 2020 la venta de viviendas nuevas alcanzó niveles máximos, los despachos de cemento cayeron sólo un 10.2% y los inventarios de viviendas que no son de interés social llegaron a niveles mínimos en los últimos 5 años. En el caso de Cementos Argos (MANTENER; P.O.: COP 5,500/acción), las condiciones climáticas no tuvieron un gran impacto en el 4T20 y la compañía comentó que espera mantener el 50% de los ahorros vistos en 2020. Esto último debería impulsar su margen EBITDA. Sin embargo, la compañía tiene una relación de deuda neta/EBITDA de ~4.3x manteniendo un pay-out ratio de dividendos de más de 100% durante los últimos años. Considerando lo anterior, esperamos algunos avances en el plan de desinversión de USD 400 MM de la compañía y, con suerte, un pay-out ratio de dividendos algo más conservador. No obstante, no estamos seguros sobre este último escenario dada la compleja situación de liquidez de Grupo Argos (SUBPONDERAR; P.O.: COP 12,900/acción) (conglomerado). De cualquier forma, cualquier avance en estos frentes mejoraría nuestras expectativas.

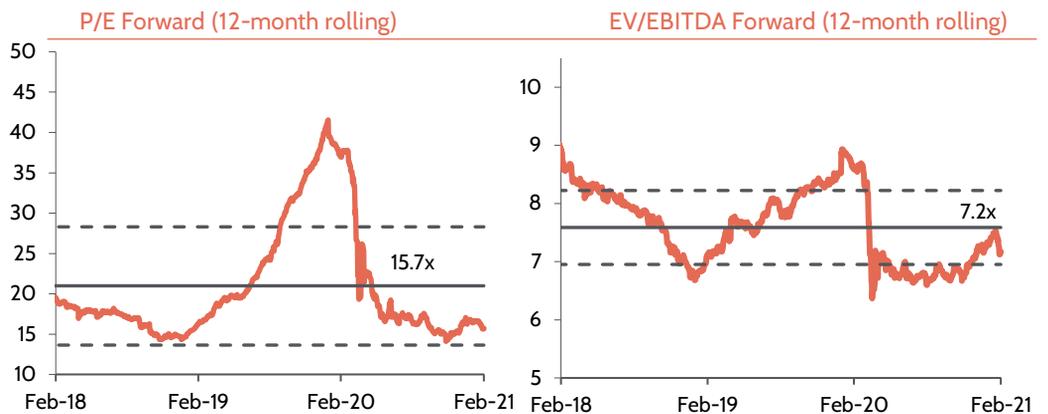
Hay mejores expectativas sobre el sector y nos hemos vuelto más positivos sobre Cemargos. Observaremos de cerca cualquier avance en el proceso de desinversión de USD 400 MM.

Nuestros Top Picks son Grupo Aval y Banco de Bogotá.

En el frente de valoración, el mercado está cotizando actualmente a 15.7x P/U forward y 7.2x EV/EBITDA forward. En este punto, nuestra muestra de Colombia (~ 99.4% del índice COLCAP) sigue cotizando por debajo de su promedio desde feb-18. Precisamente, esto es consistente con el escenario relativamente desafiante que aún vive el país y la baja velocidad de recuperación de los resultados financieros en la mayoría de compañías.

BVC y Mineros tienen las tasas potenciales de dividendo más altas dentro de nuestra muestra.

Con esto en mente, hemos decidido mantener a Grupo Aval y agregar Banco de Bogotá dentro de nuestros Top Picks.



Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

Como novedad en esta edición, ofrecemos nuestras estimaciones sobre las políticas de dividendos de las compañías bajo nuestra cobertura para 2021. Esta información debería ser particularmente relevante de cara a los resultados del 4T20 y a las asambleas de accionistas que se llevarán a cabo en las próximas semanas. En términos generales, esperamos que un 44% de nuestra muestra aumente su dividendo por acción en comparación con el 2020. En cuanto a las políticas de pago de dividendos de las compañías, esperamos que la mayoría mantenga niveles por debajo del 100%, salvo el caso particular de algunas de las empresas del GEA (Cementos Argos, Grupo Argos y Grupo Sura), BVC y Canacol. De hecho, vigilaremos de cerca la situación del GEA, considerando las respuestas no favorables del mercado a sus decisiones corporativas en este frente. Es importante aclarar que nuestra estimación de dividendos para BVC contempla un dividendo extraordinario tras la desinversión de la compañía en Sophos (servicios de consultoría en tecnología). Bajo este escenario, nuestros cálculos sugieren que BVC y Mineros tendrían las tasas de dividendo más altas dentro de nuestra muestra, mientras que empresas como GEB, Corficolombiana y Canacol podrían tener tasas de ~5% o más. Finalmente, en las compañías con la tasa más baja de dividendo figuran Bancolombia y Davivienda quienes tendrían cifras cercanas a 1.0%

#### Credicorp Capital estimate on dividend policies for 2021

Company	DPS 2021	DPS 2020	% change	Payout ratio 2021 over 2020's net income	Dividend Yield 2021
Bancolombia	288	1,638	-82.4%	39.9%	0.9%
Davivienda	246	926	-73.4%	30.0%	0.7%
Grupo Aval	55	60	-8.8%	53.1%	4.5%
Banco de Bogotá	3,317	4,032	-17.7%	50.0%	4.1%
Cementos Argos	256	251	1.9%	nm	4.5%
CLH***	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Corficolombiana	2,227	2,640	-15.6%	44.6%	6.8%
Grupo Argos	356	345	3.0%	nm	2.7%
Grupo Sura	628	634	-0.9%	124.5%	2.7%
BVC*	1,774	418	324.4%	164.2%	14.5%
Nutresa	648	550	17.8%	56.2%	2.7%
Canacol**	0.16	0.04	300.0%	152.9%	5.5%
Ecopetrol	20	180	-88.9%	40.0%	0.9%
Celsia	182	292	-37.7%	70.0%	3.8%
ISA	772	675	14.4%	45.0%	3.3%
GEB	178	140	27.1%	75.0%	6.7%
Promigas	335	397	-15.7%	41.8%	4.2%
Mineros	502	193	160.0%	50.6%	12.3%

\* Assuming the distribution of 50% of the divestment of Sophos (~COP 65,000 mn)

\*\* Dividend in USD

\*\*\* We do not expect CLH to distribute dividends

\*Dividend estimates could have been revised from official estimates in our weekly valuation summary report at specific companies to reflect new information.

Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

## Top Picks Colombia

Nuestros Top Picks en Colombia son Banco de Bogotá y Grupo Aval.

**BANCO DE BOGOTA (COMPRAR; P.O.: COP 92,100/acción):** Incorporamos a Banco de Bogotá dentro de nuestros Top Picks como resultado de nuestra reciente actualización sobre el banco. En dicha actualización cambiamos nuestra recomendación a COMPRAR y subimos nuestro precio objetivo a COP 92,100/acción. En cuanto a los factores que justifican nuestra decisión, encontramos: i) una estrategia de crecimiento de cartera relativamente conservadora antes de la pandemia de COVID -19, en particular en el segmento de consumo; ii) una sobre-ponderación en los segmentos de menor riesgo, como libranzas, junto con una sub-ponderación en segmentos de mayor riesgo, como los préstamos de libre inversión; iii) una diversificación de ingresos más robusta en relación con sus pares (el ingreso de intereses representó ~54% de los ingresos en 3T20, frente a la media de más de 75% de sus pares); iv) resultados financieros resilientes en relación con los demás bancos del país; y v) expectativas de ROAEs de doble dígito, inclusive en 2020. Por último, las acciones cotizan actualmente a ~1.1x P/VL 2021E, lo que nos parece positivo, teniendo en cuenta nuestro nuevo precio objetivo (valoración implícita de 1.3x P/VL 2021E) y el ROAE de largo plazo de la compañía de ~15.0%.

**GRUPO AVAL (COMPRAR; P.O.: COP 1,400/acción):** Mantenemos a Grupo Aval en nuestro Top Picks, y destacamos que hace unos días actualizamos nuestro precio objetivo a COP 1,400/acción. Seguimos confiando en el Grupo, principalmente por: i) sus sólidos resultados financieros en 2020 y las perspectivas positivas para 2021; ii) su desempeño positivo en el sector bancario y en el no financiero a través de Corficolombiana; iii) su menor exposición a los segmentos de mayor riesgo, en particular dentro del segmento de consumo; iv) el potencial de un fuerte dividendo en 2021 en comparación con sus principales pares locales; y v) una sólida rentabilidad en el mediano y largo plazo. Las acciones cotizan actualmente a ~1.2x P/VL 2021E, lo que consideramos positivo teniendo en cuenta nuestro nuevo precio objetivo (valoración implícita de 1.36x P/VL 2021E) y el potencial de ROAE del grupo.

### Colombia - Top Picks

	Last Price	Target Price	Upside	Total Return	Mkt. (USD mn)	P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div Yield	Sector
						2019E	2020E	2019E	2020E	LTM	2020E	
Banco de Bogotá	80.600	92.100	14,3%	18,6%	7.474	12,1	10,3	nm	nm	1,2	4,4%	Banks
Grupo Aval	1.183	1.400	18,3%	23,0%	7.310	11,5	9,7	nm	nm	1,3	4,7%	Banks
Colombian Picks <sup>a</sup>			16,3%	20,8%	14.783	11,8	10,0	nm	nm	1,2	4,5%	
COLCAP	1.353	1.510	11,6%	15,1%	85.030	31,5	15,0	7,9	6,9	1,1	3,4%	

Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

<sup>a</sup> Simple average, excluding Market Capitalization

# Peru

## La recuperación continúa

Continuó el desempeño superior a sus pares de Latam. El Índice General S&P/BVL cerró el mes de enero con una ganancia de +0.9% en USD (+1.4% en PEN). Este retorno se compara favorablemente con el desempeño de la región, considerando que el índice MSCI Latam cerró con una caída de precio del -6.8% en términos de USD.

En enero, la BVL superó a sus pares de la región.

El sector de consumo lideró el avance con una rentabilidad mensual del +10.2%, apoyado por el buen resultado de Alicorp (+ 14.1%) e InRetail (+7.1%), en medio de la publicación de indicadores que siguieron mostrando una recuperación económica. Los siguientes sectores más rentables fueron el industrial (+10.0%) y la construcción (+7.2%), con Ferreycorp (+ 17.3%) y Unacem (+12.3%) que registraron retornos de dos dígitos, seguido por Cementos Pacasmayo (+8.0%). Esperamos que este desempeño continúe, ya que hemos visto una fuerte recuperación en las inversiones mineras, en un contexto de altos precios de los metales y más dinamismo en el sector de la construcción, particularmente en la región norte de Perú, luego de los paquetes de estímulo recientemente anunciados para proyectos de reconstrucción bajo el acuerdo G2G con el Reino Unido. El otro sector que superó al índice general fue el de las eléctricas (+6.9%), liderado por Enel Gx (+14,2%) y, aunque a menor ritmo, por Luz del Sur (+6,9%) y Enel Dx (+3.6%). La confirmación de la oferta pública obligatoria de una subsidiaria de China Yangtze Power, para adquirir una participación minoritaria de las acciones de Luz del Sur, fue una noticia relevante en esta industria. Los dos sectores que registraron un desempeño inferior al índice general en enero fueron el sector minero (-1.4%) y el sector financiero (-4.9%). El desempeño negativo del sector minero se explicó principalmente por Buenaventura (-12.5%), que siguió en parte la corrección en el precio del oro durante el mes (-2.7%), mientras que otros metales continuaron subiendo, en particular el precio del estaño (+12.9%). En el sector financiero, la caída se explicó en parte por Credicorp (-8.3%), aunque dichas acciones se han recuperado durante las dos primeras semanas de febrero.

Los sectores de consumo, industrial y construcción lideraron los retornos en la BVL, mientras que el sector minero y el financiero cayeron durante el mes.

La economía continuó recuperándose en enero. Durante el mes, la mayor parte de la economía estuvo operando casi con normalidad, con algunas restricciones de capacidad en sectores que suelen tener una mayor concentración de personas, como restaurantes y centros comerciales. Sin embargo, como se observó un rápido aumento de nuevos casos de COVID-19, el gobierno implementó nuevas restricciones de movilidad a fin de mes, aunque, a diferencia del año pasado, estuvieron más enfocadas por actividad y geografía, según el nivel de riesgo. Dado el inicio del proceso de vacunación, esperamos que la economía cierre el año con un crecimiento del PIB de 9%-12%.

La economía continuó recuperándose durante enero y esperamos cerrar el año con un crecimiento del PIB del 9% - 12%.

Una rápida aceleración del proceso de vacunación es fundamental para apoyar la recuperación económica.

Hacia adelante, será importante monitorear la evolución de los nuevos casos de COVID-19 y el proceso de vacunación. Los nuevos casos diarios de COVID-19 aumentaron significativamente de 1,000 registrados a principios de mes a casi 7,000 en los últimos días de enero; luego se estabilizaron en torno a este nivel (todavía por debajo del máximo de 8,500 observado en ago-20) después de que el gobierno impusiera nuevas medidas de restricción a la movilidad. En este contexto, el proceso de vacunación ya inició con la llegada del primer lote de 1 MM de dosis de Sinopharm, y se espera que lleguen 1 MM de dosis adicionales de Pfizer y Covax Facility en marzo. De esta manera, el gobierno espera vacunar a unos 10 MM de habitantes a mediados de año (~30% de la población), por encima de los 7 MM de individuos críticos, que son quienes tienen mayor probabilidad de requerir cuidados intensivos si se infectan.

A medida que nos acerquemos a las elecciones generales de abril, el entorno político será más relevante. En enero, algunas comisiones del Congreso continuaron proponiendo medidas populistas, como la creación de un nuevo sistema de pensiones administrado por el gobierno, además de la propuesta previamente aprobada de poner un tope a las tasas de interés y el retiro de los aportes realizados al Sistema Nacional de Pensiones (ONP). Sin embargo, el Tribunal Constitucional y el Poder Ejecutivo brindaron algún alivio, ya que el primero dictaminó que la ley que afectaba a la ONP era inconstitucional y el segundo presentó una opinión negativa sobre la ley de topes a las tasas de interés. Considerando que muchas instituciones han expresado opiniones negativas, ahora parece probable que la propuesta sobre el sistema de pensiones será analizada por el próximo Congreso. En cuanto a los candidatos presidenciales, según la última encuesta de Ipsos, George Forsyth continuó liderando las preferencias (11%), seguido de Keiko Fujimori (8%), Verónica Mendoza (8%) y Daniel Urresti (7%). Sin embargo, el Jurado Electoral Especial excluyó recientemente a Forsyth del proceso porque no declaró algunas propiedades en su declaración jurada, algo que el candidato ha apelado. Como recordatorio, en las elecciones presidenciales de 2016, el JNE (jurado decisivo) negó a Julio Guzmán y César Acuña el permiso para participar en el proceso; sin embargo, en un caso similar, el JNE permitió recientemente a Martín Vizcarra, ex presidente del país, continuar en el proceso electoral como candidato al Congreso. Por tanto, las preferencias sobre los candidatos podrían cambiar en función de lo que decida el JNE en el caso Forsyth, pero, en términos generales, las encuestas apuntan a una preferencia por un presidente de centro, al menos por ahora.

Temas clave a monitorear para el mercado accionario:

- El proceso de vacunación, los nuevos casos de COVID-19 y la senda de recuperación de la economía
- Entorno político: elecciones generales y propuestas del Congreso
- Precios de las materias primas
- Resultados 4T20

## Estrategia en Perú

Mantenemos a Perú como subponderado, a pesar del fuerte impulso de los precios de los metales y la tendencia de recuperación de la economía. Los principales riesgos son la evolución de los nuevos casos diarios de COVID-19 y el entorno político, aunque nos estamos volviendo más positivos tras el inicio de la vacunación.

Estamos incluyendo Cerro Verde en lugar de Buenaventura para beneficiarnos de los mejores precios del cobre y la mayor producción esperada. Los resultados del 4T20 de Cerro Verde fueron mejores de lo esperado, principalmente explicados por un mayor precio realizado del cobre y una reducción en el costo de ventas. En lo que va de este año, los precios del cobre son ~6% más altos que el trimestre anterior y ~42% por encima del 1T20, con lo cual esperamos cifras sólidas durante el 1T21. Además, no esperamos interrupciones en la producción debido a la cuarentena recientemente declarada en la región de Arequipa, ya que el gobierno está permitiendo que las empresas mineras operen sin mayores restricciones. Dicho esto, estamos revisando nuestro P.O. y nuestra recomendación para incorporar estos mejores niveles de precio del cobre, un aumento progresivo de la producción y la mejora de los márgenes.

Seguimos prefiriendo a Ferreycorp debido a una buena perspectiva para los sectores de minería e infraestructura. En dic-20, la producción de cobre, oro, zinc y plata aumentó un 7.6%, 4.0%, 13.3% y 7.9%, respectivamente, en comparación con nov-20. Estos aumentos respaldan la tendencia de recuperación de la producción de metales, que debería continuar durante los próximos meses, ya que aún no se han alcanzado niveles prepandémicos en la mayoría de los metales. Además, las inversiones mineras alcanzaron USD 664 MM en dic-20 (+72% m/m), la cifra mensual más alta de 2020, y creemos que esta tendencia continuará a lo largo de 2021, lo que respalda nuestra convicción sobre las acciones de Ferreycorp, considerando que ~50% de los ingresos provienen del sector minero. Adicionalmente, tenemos más confianza en el sector de infraestructura a medida que la ejecución del programa "Reconstrucción con Cambios" está ganando tracción, al igual que otros proyectos privados relevantes como la ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez.

En cuanto al consumo/retail, estamos tomando ganancias en InRetail e incluyendo a Enel Dx como una estrategia más defensiva. Esperamos que el sector de utilities continúe recuperándose este año, siguiendo un camino similar al de la economía, pero de una manera más resistente. Considerando este desempeño defensivo, estamos incluyendo a Enel Dx, que debería beneficiarse de ser casi la única opción relevante en el segmento de distribución del sector eléctrico, después de la OPA sobre los accionistas minoritarios de Luz del Sur. Tener esta exposición a Enel Dx aportará un valor defensivo a nuestra cartera, tomando en cuenta los riesgos en el lado político y la evolución de nuevos casos de COVID-19.

El fuerte impulso de los precios del cobre podría capitalizarse a través de Cerro Verde.

Un aumento esperado en las inversiones en minería e infraestructura beneficiaría a Ferreycorp.

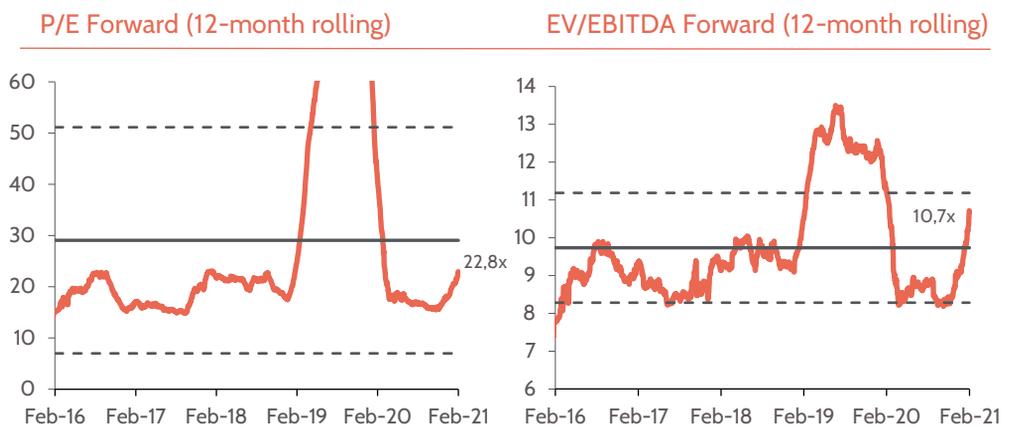
Como estrategia defensiva, incluimos a Enel Dx en nuestros Top Picks.

Algunas empresas cíclicas podrían continuar mostrando un buen rendimiento debido a la recuperación de la economía.

Nos mantenemos optimistas en ciertas empresas cíclicas, de una manera táctica. Por ello, Cementos Pacasmayo e InRetail se mantienen en nuestra Cartera de Trading en el mes de febrero. Cementos Pacasmayo se ve respaldado principalmente por un aumento significativo en despachos de cemento en los últimos meses y debido a mejores perspectivas para el sector construcción en general, particularmente en el norte del Perú donde se espera la ejecución del resto del programa “Reconstrucción con Cambios”. Con respecto a InRetail, si bien pensamos que la noticia de la adquisición de Makro ya ha sido incluida en el precio de mercado, todavía podría haber espacio para incurrir en beneficios adicionales si es que se toman en cuenta las posibles sinergias ganadas en términos de capacidades logísticas (las tiendas Makro van a servir como centros de distribución para tiendas Mass, especialmente aquellas fuera de Lima). Adicionalmente, creemos que los fundamentos de InRetail continúan sólidos debido a: i) un historial claro de crecimiento; ii) un buen ímpetu tras resultados positivos en el 4Q20 y ene-21, causados por un aumento generalizado en el consumo posterior al retiro extraordinario de los fondos de pensiones; y iii) la posible recuperación de los centros comerciales en el 2021. Asimismo, creemos que si el mercado local presenta resultados positivos, InRetail también debería ofrecer un rendimiento positivo por su importancia en el sector consumo.

La valorización esta cerca a la media de los últimos 5 años, pero existen riesgos al alza sobre nuestras proyecciones de ganancias para este año.

La muestra de Perú está cerca a su media histórica (últimos 5 años). El múltiplo 12-month forward EV/EBITDA se está negociando en 10.7x, mientras que el múltiplo 12-month forward P/E está en 22.8x, ambos cerca a su promedio de los últimos 5 años. Sin embargo, pensamos que todavía es posible incrementar nuestras proyecciones de ganancias para este año, especialmente para los sectores Minería y Construcción, ya que los precios de los metales se mantienen altos y la inversión en infraestructura se está acelerando.



Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

## Top Picks Peru

Nuestros Top Picks en Perú son Cerro Verde, Ferreycorp y Enel Distribución Perú.

Cerro Verde (UR). Como fue mencionado en nuestro más reciente reporte, el sector minero continúa con un alto prospecto de crecimiento debido a que los precios de los metales base continúan en una tendencia alcista y las nuevas medidas de confinamiento no afectarían operaciones mineras. Estamos cambiando nuestra focalización de Buenaventura a Cerro Verde para obtener una mayor exposición al cobre, que actualmente se está cotizando en niveles no vistos desde el 2012. Esperamos que el precio del cobre se mantenga en este nivel alto a causa de bajos niveles de inventario, señales crecientes de recuperación económica y la actual tendencia mundial de transición a energía limpia y autos eléctricos.

Ferreycorp (COMPRAR; P.O.: PEN 2.10). Estamos manteniendo a Ferreycorp en nuestro portafolio debido a perspectivas prometedoras con respecto a actividades mineras (~50% de ingresos) y de construcción (~25% de ingresos). En el caso del sector minero, las inversiones se han elevado constantemente por los altos precios de los commodities. Cabe notar que, en dic-20, la inversión en minería llegó a USD 664 MM (+72% m/m), la cifra mensual más alta del 2020. Con respecto a actividades de construcción, creemos que el acuerdo G2G entre el Perú y el Reino Unido va a acelerar el envío de maquinaria en el norte del país. Desde que este acuerdo fue firmado, las actividades relacionadas a la construcción han experimentado un alto nivel de dinamismo, como se puede observar en los últimos informes estadísticos. En efecto, el índice mensual del PIB de construcción se mantuvo al alza en un marco a/a en oct-20 (+8.8%) y nov-20 (+17.3%). Nosotros pensamos que esta tendencia va a seguir aumentando durante el 2021, como resultado del mandato del gobierno que busca reanudar todos los proyectos públicos y privados. Adicionalmente, cabe notar que solo ~USD 1.7 BB de todo el presupuesto de reconstrucción (~USD 7.1 BB) ha sido ejecutado desde el 2017. Esperamos que el acuerdo G2G anteriormente mencionado destrabe estas actividades.

Enel Distribución Perú (COMPRAR; P.O.: PEN 6.38) Continuamos observando una oportunidad interesante para inversionistas de largo plazo, especialmente considerando el valor estratégico de la concesión de distribución de energía en el norte de Lima y un alto Capex esperado para levantar el valor de los activos sujetos a regulación ante la siguiente revisión anual de tarifas en el 2022. Hemos observado una mejora en los resultados desde 2Q20 gracias a una mayor demanda y una mejor recolección de pagos a través de plataformas de pago virtual. El eventual reinicio de los pagos de dividendos podría ser un catalizador positivo dentro de los próximos meses. Finalmente, creemos que el precio de la acción de Enel Dx Perú se podría ver beneficiado por entradas de capital después de que accionistas de Luz del Sur reciban ingresos de la OPA realizada sobre esta empresa.

### Peru - Top Picks

	Last Price	Target Price	Upside	Total Return	Mkt. (USD mn)	P/E		FV/EBITDA		P/BV LTM	Div Yield 2020E	Sectors
						2019E	2020E	2019E	2020E			
Cerro verde	26,05	UR	nm	nm	9.119	40,7	39,8	11,8	10,4	1,7	0,0%	Mining
ferreycorp	2,07	2,10	1,4%	3,7%	553	21,9	7,7	6,6	4,8	0,9	2,3%	Materials
Enel Distribucion Peru	6,00	6,38	6,3%	9,7%	1.048	12,9	10,8	7,7	6,9	1,5	3,3%	Electric Utilities
Peruvian Picks <sup>a</sup>			3,9%	6,7%	10.720	25,2	19,4	8,7	7,4	1,4	1,9%	
S&P/BVL	22.794	22.910	0,5%	1,7%	38.517	17,7	21,9	8,4	7,3	2,3	1,1%	

Sources: Bloomberg, Company Reports and Credicorp Capital

<sup>a</sup> Simple average, excluding Market Capitalization, IFS share price in USD

# Valuation Summary

## February 2021

Chile																	
Company	Sector	Px Last	Px Target	Rating	Mkt. Cap	ADTV		P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div Yield.	ROAE			ROAA
						Local	ADR	2020E	2021E	2020E	2021E	LTM	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
AESGener	Electric Utilities	123	160	BUY	1,798	1.9		3.2	3.6	4.9	4.3	0.6	4.3%	17.2%	17.6%	5.1%	6.1%
Aguas-A	Water Utilities	216	320	BUY	1,838	4.5		12.6	12.0	8.7	8.2	2.0	7.3%	13.6%	12.0%	5.1%	5.0%
Andina-B	Food & Beverage	1,970	2,200	BUY	2,406	3.5	0.1	17.5	16.4	7.7	7.4	2.3	3.1%	10.9%	11.0%	4.4%	4.5%
Antarchile	Conglomerates	8,515	7,600	HOLD	5,488	0.4		nm	116.5	13.0	10.3	0.8	0.4%	-1.2%	0.7%	-0.3%	0.2%
Banco de Chile	Banks	81.69	77.00	HOLD	11,654	10.0	2.6	19.8	18.5	nm	nm	2.3	2.0%	11.6%	11.8%	1.0%	1.0%
Banco Santander	Banks	42.88	43.00	BUY	11,412	8.5	8.6	16.5	14.3	nm	nm	2.2	3.6%	14.0%	15.2%	0.9%	1.0%
BCI	Banks	33.499	31.800	BUY	7,038	3.5		18.2	15.6	nm	nm	1.3	1.6%	6.8%	7.8%	0.5%	0.5%
Besalco	Cement & Construction	459	540	HOLD	374	0.2		23.4	18.4	7.9	7.5	1.4	2.4%	5.9%	7.3%	1.4%	1.8%
CAP	Mining	10,302	11,200	BUY	2,174	3.6		7.2	6.7	4.3	4.1	1.1	8.3%	15.6%	17.0%	5.4%	5.8%
CCU	Food & Beverage	6,094	7,300	BUY	3,180	2.8	3.8	26.6	25.3	10.0	9.4	1.7	1.9%	6.3%	6.4%	3.5%	3.6%
Cencosud	Retail	1,400	1,510	BUY	5,661	8.9		53.5	14.7	9.0	8.8	0.9	2.2%	1.9%	6.9%	0.7%	2.6%
CMPC	Pulp & Paper	2,190	2,000	HOLD	7,732	5.2		nm	36.6	11.4	9.3	1.0	0.4%	-0.7%	2.6%	-0.4%	1.4%
Colbun	Electric Utilities	139	155	BUY	3,454	3.4		16.1	17.0	6.8	7.1	1.0	5.9%	6.1%	5.8%	3.2%	3.1%
Concha y Toro	Food & Beverage	1,161	2,000	BUY	1,224	1.9		11.1	9.7	7.2	7.0	1.5	2.7%	12.6%	13.1%	5.9%	6.3%
Copec	Pulp & Paper	8,400	6,600	UPERF	15,420	6.2		nm	176.5	16.6	13.1	1.5	0.2%	-1.2%	0.8%	-0.5%	0.4%
Embonor-B	Food & Beverage	1,034	1,800	BUY	700	0.3		15.2	9.5	6.6	5.2	1.3	4.9%	8.7%	13.2%	4.1%	6.4%
Enel Americas	Electric Utilities	112	142	HOLD	12,036	21.3	11.6	15.4	11.4	6.3	5.5	1.4	3.2%	7.8%	10.3%	2.7%	3.6%
Enel Chile	Electric Utilities	56	72	HOLD	5,443	5.9	2.1	nm	11.5	6.9	6.8	1.5	0.0%	-3.7%	10.9%	-1.6%	4.5%
Enel Generacion Chile	Electric Utilities	261	345	HOLD	3,020	0.2		nm	8.4	6.2	6.4	1.9	0.0%	-10.8%	16.0%	-5.7%	8.3%
Engie Chile	Electric Utilities	845	1,470	BUY	1,257	1.8		7.8	8.1	4.5	4.6	nm	6.7%	7.7%	7.1%	4.6%	4.3%
Entel	Telecom & IT	4,850	6,800	BUY	2,069	3.1		54.2	20.4	5.6	5.3	1.1	0.6%	1.7%	4.4%	0.5%	1.4%
Falabella	Retail	2,838	2,990	HOLD	10,056	11.5		nm	35.2	16.7	9.7	1.3	0.0%	-0.7%	3.8%	-0.2%	1.0%
Hites	Retail	120	160	BUY	64	0.1		nm	11.1	24.2	6.6	0.4	0.0%	-15.7%	3.7%	-4.4%	1.0%
ILC	Conglomerates	5,235	7,600	HOLD	739	0.4		10.5	5.7	nm	nm	0.8	3.5%	nm	nm	nm	nm
Itau Corpbanca	Banks	3	3	UPERF	1,910	2.0	0.3	nm	19.9	nm	nm	0.4	0.0%	-26.6%	2.7%	-2.2%	0.2%
Parque Arauco	Real Estate	1,206	1,540	HOLD	1,543	3.1		27.1	14.1	28.6	16.3	1.0	1.1%	3.7%	6.9%	1.5%	2.7%
Quilenco	Conglomerates	1,360	1,550	BUY	3,194	0.6		7.2	6.2	nm	nm	0.7	4.2%	nm	nm	nm	nm
Ripley	Retail	230	300	HOLD	628	0.9		nm	26.6	-34.3	11.5	0.5	0.0%	-5.5%	1.7%	-1.5%	0.5%
Salfacorp	Cement & Construction	535	530	HOLD	340	0.4		23.8	10.9	24.1	13.8	0.6	1.3%	2.7%	5.6%	1.0%	2.2%
Security	Banks	161	170	HOLD	913	0.4		16.6	10.6	nm	nm	0.8	1.7%	4.9%	7.8%	0.3%	0.5%
SK	Industrial	890	1,100	BUY	1,351	0.1		14.8	12.7	9.6	7.5	1.0	2.1%	3.5%	6.6%	1.2%	2.4%
SM SAAM	Transport	61	70	BUY	838	0.2		17.1	11.9	6.0	5.3	1.1	3.2%	6.2%	8.6%	2.9%	4.0%
SMU	Retail	106	170	BUY	864	0.9		56.1	21.4	8.5	7.7	0.8	1.4%	1.5%	3.9%	0.5%	1.4%
Sonda	Telecom & IT	444	760	HOLD	546	0.8		21.9	11.3	5.5	4.6	0.8	2.3%	3.3%	6.2%	1.6%	3.1%
SQM-B	Materials	39,835	21,000	UPERF	14,159	14.7	36.5	85.5	87.9	29.4	28.2	6.8	0.7%	8.2%	7.7%	3.7%	3.6%
Chile Sample		4,624	4,600		132,729	134.0		22.4	17.7	9.0	10.9	1.3	2.0%	3.3%	8.2%	0.7%	1.7%

Source: Company Reports, Credicorp Capital & Bloomberg

Colombia																	
Company	Sector	Px Last	Px Target	Rating	Mkt. Cap	ADTV		P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div Yield	ROAE		ROAA	
						Local	ADR	2020E	2021E	2020E	2021E	LTM	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Bancolombia	Banks	31.680	36.500	HOLD	8.446	6,8	12,0	43,9	22,5	nm	nm	1,1	0,9%	2,5%	4,8%	0,3%	0,5%
Banco de Bogotá	Banks	80.600	92.100	BUY	7.474	0,2		12,1	10,3	nm	nm	1,2	4,4%	10,3%	11,5%	1,1%	1,2%
BVC	Financial	12.480	14.000	BUY	211	0,1		11,5	17,7	6,5	6,4	1,5	5,2%	12,6%	8,0%	0,2%	0,1%
Canacol	Oil&gas	10.300	13.300	BUY	518	0,5		8,3	5,5	4,6	3,6	1,9	5,4%	24,7%	31,9%	8,2%	11,6%
Celsia	Utilities	4.700	5.000	HOLD	1.408	0,3		18,0	11,9	8,4	7,0	1,1	5,0%	6,2%	9,1%	2,4%	3,3%
Cemargos	Cement & Construction	5.740	5.500	HOLD	2.105	0,7		202,5	38,0	9,9	9,6	1,0	4,6%	0,5%	2,5%	0,2%	1,1%
CLH	Cement & Construction	4.380	3.200	UPERF	709	0,4		nm	13,4	7,3	5,8	0,4	0,0%	-0,8%	3,4%	-0,4%	1,8%
Corficolombiana	Conglomerates	32.590	33.400	BUY	3.029	0,6		6,8	5,8	nm	nm	1,1	5,8%	16,2%	16,9%	4,2%	4,6%
Davivienda	Banks	32.300	36.100	HOLD	4.083	1,0		39,3	17,7	nm	nm	1,1	0,8%	2,9%	6,2%	0,3%	0,6%
Ecopetrol	Oil&gas	2.165	2.500	HOLD	24.916	6,2	13,2	28,9	9,0	7,3	4,9	1,7	2,1%	5,8%	18,7%	2,2%	6,5%
GEB	Utilities	2.621	2.800	HOLD	6.735	1,2		9,9	9,2	8,5	8,2	1,7	7,6%	17,8%	17,8%	8,3%	8,1%
Grupo Argos	Conglomerates	12.640	12.900	UPERF	2.877	1,3		nm	20,5	8,8	7,4	0,6	3,0%	0,0%	3,1%	0,0%	1,0%
Grupo Aval	Banks	1.183	1.400	BUY	7.310	2,6	1,3	11,5	9,7	nm	nm	1,3	4,7%	11,1%	12,3%	0,8%	0,8%
Grupo Sura	Conglomerates	22.860	24.700	UPERF	3.654	1,7		62,5	13,8	nm	nm	0,5	2,8%	0,8%	3,7%	0,3%	1,4%
ISA	Utilities	23.000	25.000	HOLD	7.131	2,2		13,9	13,7	6,9	7,4	1,8	3,3%	14,0%	13,0%	9,3%	8,9%
Nutresa	Food & Beverage	23.950	30.800	BUY	3.084	0,9	0,9	15,2	13,7	8,4	7,7	1,5	2,4%	6,1%	6,5%	3,3%	3,6%
Mineros	Mining	4.105	4.550	BUY	301	0,1		4,1	2,7	1,5	1,2	nm	14,3%	25,2%	31,3%	14,7%	19,4%
Promigas	Utilities	7.705	7.700	HOLD	2.447	0,1		9,6	8,7	10,0	9,0	2,4	5,5%	23,9%	22,2%	7,5%	8,0%
Colombia Sample		1.353	1.510		85.030	26,4		31,5	15,0	7,9	6,9	1,1	3,4%	6,4%	11,3%	1,2%	2,0%

Source: Company Reports, Credicorp Capital & Bloomberg

Peru																	
Company	Sector	Px Last	Px Target	Rating	Mkt. Cap	ADTV		P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div Yield	ROAE		ROAA	
						Local	ADR	2020E	2021E	2020E	2021E	LTM	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Aceros Arequipa	Cement & Construction	1.12	0.85	HOLD	415	0.0		13.8	9.1	5.2	4.0	0.7	2.4%	5.1%	7.5%	2.7%	4.0%
Alicorp	Food & Beverage	8.11	8.60	HOLD	1,893	0.9	0.9	21.4	14.2	8.8	7.7	1.9	3.7%	9.3%	13.3%	2.9%	4.3%
Buenaventura	Mining	10.78	16.50	BUY	2,971	16.8	16.8	nm	23.0	15.7	9.8	1.1	0.0%	-1.4%	4.6%	-1.0%	3.2%
Cementos Pacasmayo	Cement & Construction	6.15	5.95	UPERF	781	0.2	0.0	nm	24.0	16.7	9.4	2.6	0.0%	-0.1%	8.8%	-0.1%	3.8%
Cerro Verde	Mining	26.05	UR	UR	9,119	0.1		40.7	39.8	11.8	10.4	1.7	0.0%	4.1%	4.0%	2.9%	2.9%
Enel Distribucion Peru	Electric Utilities	6.00	6.38	BUY	1,048	0.1		12.9	10.8	7.7	6.9	1.5	3.3%	12.2%	13.5%	6.0%	6.8%
Enel Generacion Peru	Electric Utilities	2.45	2.22	HOLD	1,903	0.1		15.6	14.1	8.4	7.5	nm	5.4%	13.8%	15.0%	9.7%	10.7%
Engie Peru	Electric Utilities	7.34	7.58	HOLD	1,208	0.1		12.5	9.7	6.7	5.7	1.0	4.8%	8.6%	10.9%	4.5%	5.6%
Ferreycorp	Materials	2.07	2.10	BUY	553	0.4		21.9	7.7	6.6	4.8	0.9	2.3%	4.3%	11.9%	1.6%	4.6%
AENZA	Cement & Construction	1.72	2.05	HOLD	410	0.2	0.1	nm	18.6	10.0	6.2	1.1	0.0%	-4.3%	5.5%	-1.0%	1.4%
IFS	Banks	34.60	29.00	HOLD	3,994	0.3		nm	19.6	nm	nm	1.9	0.0%	-4.9%	9.2%	-0.5%	0.9%
InRetail	Retail	43.00	41.45	BUY	4,421	0.9		82.8	32.0	13.9	12.2	3.5	0.4%	4.3%	10.6%	1.2%	3.0%
Luz del Sur	Electric Utilities	24.00	28.50	HOLD	3,198	0.6		24.8	21.2	15.4	13.5	3.4	2.8%	14.1%	15.8%	6.7%	7.6%
Minsur	Mining	3.05	2.00	HOLD	2,406	0.4		nm	23.3	19.7	11.7	2.1	0.0%	-1.6%	8.4%	-0.6%	2.7%
Nexa Resources	Mining	9.72	9.00	HOLD	1,287	0.4	0.4	nm	25.9	nm	4.4	nm	0.0%	-26.7%	3.0%	-10.1%	1.0%
Unacem	Cement & Construction	1.86	1.75	HOLD	925	0.2		nm	15.2	12.0	7.2	0.7	0.0%	-0.7%	4.9%	-0.3%	2.1%
Volcan	Mining	0.76	0.50	HOLD	1,983	0.3		nm	38.5	8.8	9.3	4.0	1.1%	-0.4%	8.7%	-0.1%	1.9%
Peru Sample		22.794	22.910		38.517	2.17		17.7	21.9	8.4	7.3	2.3	1.1%	3.7%	8.5%	1.2%	3.8%

Source: Company Reports, Credicorp Capital & Bloomberg

# Economic Forecast February 2021

# Economic Forecast

## CHILE

National Accounts (YoY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Current GDP (USDmm)	244.417	250.266	276.834	298.717	282.425	243.167	252.907
GDP (%)	2,3	1,7	1,2	3,9	1,1	-6,0	5,0
Domestic Demand (% var.)	2,5	1,8	2,9	4,7	1,0	-9,0	6,3
Total Consumption (% var.)	2,6	3,5	3,6	3,8	0,8	-7,6	6,2
CPI	4,4	2,7	2,3	2,6	3,0	3,0	3,2
Reference rate (end of year)	3,50	3,50	2,50	2,75	1,75	0,50	0,50
Exchange rate (end of year)	709	667	615	696	760	711	730
Exchange rate (avg.)	655	677	649	640	703	792	730
Fiscal Balance (% GDP)	-2,2	-2,7	-2,8	-1,6	-2,7	-7,4	-3,5
Foreign Reserves (USDmm)	38.643	40.494	38.983	39.861	40.657	39.166	44.006

Source: INE, BCCh, Dipres & Credicorp Capital Estimates

## COLOMBIA

National Accounts (YoY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Current GDP (USDmm)	293.321	283.148	314.458	333.423	323.698	272.204	305.339
GDP (%)	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-7,0	4,8
Domestic Demand (% var.)	2,4	1,2	1,1	3,4	4,5	-8,1	5,5
Total Consumption (% var.)	3,4	1,6	2,3	3,7	4,4	-4,8	4,3
CPI	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,6	2,5
Overnight interest rate (end of year)	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	1,75
Exchange rate (end of year)	3.175	3.002	2.984	3.249	3.297	3416	3500
Exchange rate (avg.)	2.760	3.051	2.951	2.957	3.283	3693	3570
Fiscal Balance (% GDP)	-3,0	-4,0	-2,4	-3,1	-2,0	-9,3	-6,7
Foreign Reserves (USDmm)	46.741	46.683	47.637	48.402	53.174	57.200	59.000

Source: INEI, BCR & Credicorp Capital Estimates

## PERU

National Accounts (YoY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Current GDP (USDmm)	191.387	194.630	214.352	225.308	230.809	199.003	219.550
GDP (%)	3,3	4,0	2,5	4,0	2,2	-11,3	9,0 - 12,0
Domestic Demand (% var.)	2,6	1,1	1,4	4,3	2,3	-10,5	8,2
Total Consumption (% var.)	4,9	3,0	2,3	3,6	2,9	-7,9	5,8
CPI	4,4	3,2	1,4	2,2	1,9	2,0	1,5
Overnight interest rate (end of year)	3,75	4,25	3,25	2,75	2,25	0,25	0,25
Exchange rate (end of year)	3,41	3,36	3,24	3,37	3,31	3,62	3.40-3.45
Exchange rate (avg.)	3,19	3,38	3,26	3,29	3,34	3,50	3.45-3.50
Fiscal Balance (% GDP)	-1,9	-2,3	-3,0	-2,3	-1,6	-8,6	-4,5
Foreign Reserves (USDmm)	61.485	61.686	63.621	60.121	68.316	74.707	74.500

Source: DANE, BanRep, Bloomberg & Credicorp Capital Estimates



# 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](http://www.credicorpcapital.com) for further information relating to research and conflict of interest management.

## 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
Other equity securities	Minsur		-		-
Debt securities	Cemargos, Promigas	Grupo Argos	Mallplaza		BCI, Cnecous, Colbun, Itau, ECL, Entel, CMPC, Enel America, Enel Chile, Ripley, Falabella, SMU, SQM-B, Davivienda, Bogota, Bancolombia, Corficolombiana, GEB, Ecopetrol, Grupo Aval, Grupo Sura, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Enel dx Peru, Enel Gx Peru, Engie Energia Peru, IFS, Luz del Sur, Minsur, Unacem
Derivatives on equity/debt securities	GEB	BVC,	Davivienda, Canacol, Cemargos, Grupo Argos, Grupo Sura, Nutresa	Bancolombia, Corficolombiana	Ecopetrol, Grupo Argos

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
Equity securities	ECL, Enel Generacion, CMPC, Copec, Cemargos		GEB	-	-
Debt securities	-	-	-	-	-
Derivatives on equity/debt securities	-	-	-	-	-

## C. Compensation and Investment Banking Activities

Credicorp Capital, LLC or its affiliates have managed or co-managed a public offering of securities, in the past 12 months, for the following company(ies): Security, Mallplaza, SK, SMU, Alicorp, Engie Energia Peru, Luz del Sur.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates currently have or had, within the past 12 months, the following company(ies) as investment banking client(s): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

Credicorp Capital, LLC or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for investment banking services from the following company(ies): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

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): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

## 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, BCI, Santander, Itau, Hites, ILC, Latam, SMU, Avianca, Davivienda, Bogota, Bancolombia, BVC, Canacol, Celsia, Cemargos, CLH, Corficolombiana, Ecopetrol, GEB, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo Sura, Nutresa, ISA, Promigas, Mineros.

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, BCI, Santander, Itau, Hites, ILC, Latam, SMU, Avianca, Davivienda, Bogota, Bancolombia, BVC, Canacol, Celsia, Cemargos, CLH, Corficolombiana, Ecopetrol, GEB, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo Sura, Nutresa, ISA, Promigas, Mineros.

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, BCI, Itau, Forus, SK, Bancolombia, Alicorp, Buenaventura, Aceros Arequipa, Enel Distribucion Peru, Enel Generacion Peru, Engie Energia peru, Graña y Montero, Luz del Sur, Cerro Verde, Unacem.

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, BCI, Itau, Forus, SK, Bancolombia, Alicorp, Buenaventura, Aceros Arequipa, Enel Distribucion Peru, Enel Generacion Peru, Engie Energia peru, Graña y Montero, Luz del Sur, Cerro Verde, Unacem.

#### E. Market Making

Credicorp Capital, LLC or its affiliates act as market maker in the following company(ies): Besalco, Enjoy, Security, Masisa, Quiñenco, Ripley, BVC, Canacol, GEB, Mineros, Alicorp, Bolsa de Valores de Lima, Cementos Pacasmayo, Engie Peru, Ferreycorp.

#### 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 Rating

	Buy	Hold	Underperform	Restricted / UR
Companies covered with this rating	41%	44%	16%	0%
Compensation for investment banking services in the past 12 months*	27%	46%	40%	0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

## 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.

## 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.

## 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 801 Brickell Avenue, Suite 1060, 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.

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.

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.

## CONTACT LIST

### ANDEAN RESEARCH TEAM

Daniel Velandia, CFA  
Executive Director Research – Chief Economist  
dvelandia@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1505

### EQUITY RESEARCH

Carolina Ratto Mallie  
Team Leader Equity Research  
Retail  
cratto@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1768

CHILE  
Andrés Cereceda  
Team Leader Equity Research Chile  
Food&Beverage,  
Natural Resources, Transport  
acereceda@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1798

Andrew McCarthy  
VP - Utilities  
amccarthy@credicorpcapital.com  
# (562) 24461751

Felipe Navarro  
Senior Analyst: Construction,  
Telecom & IT, Industrial, Ports  
fnavarro@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1688

Macarena Ossa  
Analyst - Utilities  
mossa@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1694

Diego Lanis  
Analyst  
dlanis@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1600

Maria Ignacia Flores  
Analyst  
mflores@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1600

Agustina Maira  
Research Coordinator  
amaira@credicorpcapital.com  
# (562) 2434 6433

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

Enrique Grau  
Analyst - Infrastructure  
emriuegrau@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333

Mauricio Fernandini  
Analyst- Mining  
mauriciofernandini@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333

COLOMBIA  
Sebastián Gallego, CFA  
Team Leader Equity Research Colombia  
Banks  
sgallego@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1594

Steffania Mosquera  
Associate - Cement & Construction,  
Non Bank financials  
smosquera@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1025

Daniel Mora  
Analyst- Banks  
dmoraa@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1609

Nicolas Erazo  
Analyst - Utilities  
nerazo@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1365

Carol Roca  
Junior Analyst - Consumer & Mining  
croca@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1507

### FIXED INCOME & ECONOMICS RESEARCH

CHILE  
Josefina Valdivia  
Team Leader Fixed Income Research  
jvaldivia@credicorpcapital.com  
# (562) 2651 9308

Alejandro Toth  
Fixed Income Analyst  
atoth@credicorpcapital.com  
# (562) 2651 9368

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

PERU  
Cynthia Huaccha  
Fixed Income Associate  
chuaccha@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 37946

COLOMBIA  
Camilo A. Durán  
Senior Economist  
cadurana@credicorpcapital.com  
# (511) 339 4400 Ext. 1383

Diego Camacho  
Senior Economist  
dcamacho@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400

Daniel Heredia  
Economist  
dheredia@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400

### SALES & TRADING

Felipe García  
Head of Sales & Trading  
fgarcia@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1132

### EQUITY SALES & TRADING

Andre Suaid  
Head of Equities  
asuaid@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1710

CHILE  
German Barousse  
Vice President Equity Sales  
gbarousse@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1637

Ursula Mitterhofer  
Senior Associate Sales & Trading  
umitterhofer@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1613

Camilo Muñoz Gortari  
Associate Equity Sales  
cmunoz@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1732

Juan Cerda Pecarevic  
Associate Equity Sales  
jcerda@credicorpcapital.com  
# (562) 24501629

Nestor Rodriguez Gallardo  
Equity Trading  
nrodriguez@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1733

Ana Maria Bauzá  
Corporate Access  
abauza@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1609

PERU  
Rodrigo Zavala  
Head of Capital Markets - Peru  
rzavala@credicorpcapital.com  
# (511) 313 2918 Ext 36044

Renzo Castillo  
Equity Sales  
renzocastillo@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 36167

Maria Fernanda Luna  
Equity Sales  
marialunav@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 36182

Alexander Castelo  
Equity Sales  
acastelo@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 36153

COLOMBIA  
Juan A. Jiménez  
Head of International Equity Sales  
jjimenez@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1701

Santiago Castro  
International Sales & Trading  
scastro@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1344

Credicorp Capital, LLC

Rafael Solis  
Institutional Equity Sales  
rsolis@credicorpcapital.com  
# (786) 999 1619

### FIXED INCOME SALES & TRADING

Andres Naniño  
Director Sales Offshore  
ananino@credicorpcapital.com  
# (371) 339-4400 Ext. 1459

CHILE  
Guido Riquelme  
Head of Capital Markets Chile  
griquelme@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1712

Manuel Olivares  
Head of Sales  
molivares@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1635

Juan Francisco Mas  
Fixed Income Sales  
jfmass@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1720

Diego Hidalgo  
Local Fixed Income Sales  
dhidalgo@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1693

Lizeth Espiritu  
Fixed Income Sales  
lespirtu@credicorpcapital.com  
# (562) 2450 1619

Stefan Ziegele  
Fixed Income Sales  
sziegele@credicorpcapital.com  
# (562) 2446 1738

Alfredo Bejar  
Head of International FI  
alfredobejar@credicorpcapital.com  
# (511) 205 9190 Ext 36148

PERU  
Evangeline Arapoglou  
Head of International FI Sales  
earapoglou@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 36099

Andres Valderrama  
Fixed Income Sales  
ivalderrama@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext 40352

Guillermo Arana  
Sales Renta Fija  
garanar@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext. 36144

Javier Curulla  
Sales Renta Fija  
javiercurulla@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333

Ana Lucia Rondon Medina  
Sales Renta Fija  
arondon@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext. 40339

Angela Zapata  
Sales Renta Fija  
angelazapata@credicorpcapital.com  
# (511) 416 3333 Ext. 40339

COLOMBIA  
Carlos Sanchez  
Head of Fixed Income  
csanchez@credicorpcapital.com  
# (571) 323 9154

Gustavo Trujillo  
Head of Sales  
gtrujillo@credicorpcapital.com  
# (571) 323 9252

Andrés Agudelo  
Fixed Income Sales  
aagudelo@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400 Ext 1180

Emilio Luna  
Fixed Income Sales  
eluna@credicorpcapital.com  
# (571) 339 4400

Credicorp Capital, LLC

Jhonnathan Rico  
Fixed Income Trader  
jricoo@credicorpcapital.com  
# 1 (786) 9991614

Michael Tafur  
Fixed Income  
mtafur@credicorpcapital.com  
# 1 (786) 9991607



# 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 Securities Inc., 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 Securities Inc. 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 Securities Inc. 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 Securities Inc., 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 Securities Inc. 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](http://www.credicorpcapital.com) for further information relating to research and conflict of interest management.

## B. Ownership and Material Conflicts of Interest

### Other significant Financial Interests

Credicorp Capital Securities Inc. 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
Other equity securities	Minsur		-		-
Debt securities	Cemargos, Promigas		AesGener, Mallplaza		Banco de Chile, BCI, Cencosud, Colbun, Itau, ECL, Entel, CMPC, Enelam, Ripley, Falabella, SQM-B, Davivienda, Banco Bogota, bancolombia, Corficolombiana, Ecopetrol, GEB, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo Sura, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Enel Distribucion Peru, Enel Generacion Peru, Engie Energia Peru, Inretail, IFS, Luz del Sur, Minsur, Unacem.
Derivatives on equity/debt securities	Luz, Davivienda		Canacol, Grupo Argos, Grupo Sura, Nutresa	Bancolombia, Cemargos	Corficolombiana, Ecopetrol

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
Equity securities	ECL, Enel Generacion, CMPC, Copec, Cemargos		GEB	-	-
Debt securities					

Credicorp Capital Securities Inc. or its affiliates have managed or co-managed a public offering of securities, in the past 12 months, for the following company(ies): Security, Mallplaza, SK, SMU, Alicorp, Engie Energia Peru, Luz del Sur.

Credicorp Capital Securities Inc. or its affiliates currently have or had, within the past 12 months, the following company(ies) as investment banking client(s): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

Credicorp Capital Securities Inc. or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for investment banking services from the following company(ies): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

Credicorp Capital Securities Inc. 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): Santander, CAP, CCU, FORUS, Security, Mallplaza, SK, SMU, GEB, Alicorp, Cementos Pacasmayo, Buenaventura, Aceros Arequipo, Engie Energia Peru, FerreyCorp, Graña y Montero, InRetail, IFS, Luz del Sur, Volcan.

### D. Other Compensations and Non-Investment Banking Activities

Credicorp Capital Securities Inc. 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, BCI, Santander, Itau, Hites, ILC, Latam, SMU, Avianca, Davivienda, Bogota, Bancolombia, BVC, Canacol, Celsia, Cemargos, CLH, Corficolombiana, Ecopetrol, GEB, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo Sura, Nutresa, ISA, Promigas, Mineros.

Credicorp Capital Securities Inc. 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, BCI, Santander, Itau, Hites, ILC, Latam, SMU, Avianca, Davivienda, Bogota, Bancolombia, BVC, Canacol, Celsia, Cemargos, CLH, Corficolombiana, Ecopetrol, GEB, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo Sura, Nutresa, ISA, Promigas, Mineros.

Credicorp Capital Securities Inc. 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, BCI, Itau, Forus, SK, Bancolombia, Alicorp, Aceros Arequipa, Enel Distribucion Peru, Enel Generacion Peru, Engie Energia peru, Graña y Montero, Luz del Sur, Cerro Verde, Unacem.

Credicorp Capital Securities Inc. or its affiliates also have received compensation, within the past 12 months, for non-securities services from the following company(ies): Banco de Chile, BCI, Itau, Forus, SK, Bancolombia, Alicorp, Aceros Arequipa, Enel Distribucion Peru, Enel Generacion Peru, Engie Energia peru, Graña y Montero, Luz del Sur, Cerro Verde, Unacem.

#### E. Market Making

Credicorp Capital Securities Inc. or its affiliates act as market maker in the following company(ies): Besalco, Enjoy, Security, Masisa, Quiñenco, Ripley, BVC, Canacol, GEB, Mineros, Alicorp, Bolsa de Valores de Lima, Cementos Pacasmayo, Engie Peru, Ferreycorp.

#### 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 Rating

	Buy	Hold	Underperform	Restricted / UR
Companies covered with this rating	41%	44%	16%	0%
Compensation for investment banking services in the past 12 months*	27%	46%	40%	0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

## 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.

## 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. Consequently it may be difficult to sell or realize such investments. The past is not necessarily a guide to future performance of 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.

## 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 Securities Inc., which enables this report to be furnished to certain U.S. recipients in reliance on Rule 15a-6 through Credicorp Capital Securities Inc., 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 Securities Inc. that provided the report.

Credicorp Capital Securities Inc. is a broker-dealer registered with the SEC, a member of FINRA and SIPC. You can reach Credicorp Capital Securities Inc. At 121 Alhambra Plaza, suite 1200, Coral Gables, Miami 33134, phone (305) 4480971 Equity trading: 786 999 1633.

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 Securities Inc., is a wholly owned subsidiary of Credicorp Capital Ltd.

Nothing herein excludes or restricts any duty or liability to a customer that Credicorp Capital Securities Inc. have under applicable law. Investment products provided by or through Credicorp Capital Securities Inc. 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 Securities Inc.

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.

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 Securities Inc. 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 Securities Inc. 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 Securities Inc. 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 Securities Inc. 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.

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.

## CONTACT LIST

### ANDEAN RESEARCH TEAM

Daniel Velandia, CFA  
Head of Research & Chief Economist  
[dvelandia@credicorpcapital.com](mailto:dvelandia@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1505

### EQUITY RESEARCH

Carolina Ratto Mallie  
Head of Equity Research Andean Region  
Retail  
[cratto@credicorpcapital.com](mailto:cratto@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1768

**CHILE**  
Andrés Cereceda  
Head of Equity Research Chile  
Food&Beverage,  
Natural Resources, Transport  
[acereceda@credicorpcapital.com](mailto:acereceda@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1798

**PERU**  
Miguel Leiva  
Head of Equity Research Peru  
Mining  
[miguelleiva@credicorpcapital.com](mailto:miguelleiva@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333

Andrew McCarthy  
VP - Utilities  
[amccarthy@credicorpcapital.com](mailto:amccarthy@credicorpcapital.com)  
# (562) 24461751

**COLOMBIA**  
Sebastián Gallego, CFA  
Head of Equity Research Colombia  
Banks  
[sgallego@credicorpcapital.com](mailto:sgallego@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1594

Felipe Navarro  
Senior Analyst Construction, Telecom & IT,  
Industrial, Ports  
[fnavarro@credicorpcapital.com](mailto:fnavarro@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1688

Macarena Ossa  
Analyst - Utilities  
[mossa@credicorpcapital.com](mailto:mossa@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1694

Mauricio Fernandini  
Analyst- Mining  
[mauriciofernandini@credicorpcapital.com](mailto:mauriciofernandini@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333

Steffania Mosquera  
Associate - Cement & Construction,  
Non Bank financials  
[smosquera@credicorpcapital.com](mailto:smosquera@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1025

Daniel Mora  
Analyst- Banks  
[dmoraa@credicorpcapital.com](mailto:dmoraa@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1609

Nicolas Erazo  
Analyst - Utilities  
[nerazo@credicorpcapital.com](mailto:nerazo@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1365

Carol Roca  
Junior Analyst - Consumer & Mining  
[croca@credicorpcapital.com](mailto:croca@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1507

Diego Lanis  
Analyst  
[dlanis@credicorpcapital.com](mailto:dlanis@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1600

Maria Ignacia Flores  
Analyst  
[miflores@credicorpcapital.com](mailto:miflores@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1600

Agustina Maira  
Research Coordinator  
[amaira@credicorpcapital.com](mailto:amaira@credicorpcapital.com)  
# (562) 2434 6433

### FIXED INCOME & ECONOMICS RESEARCH

**CHILE**  
Josefina Valdivia  
Head of Fixed Income  
[jvaldivia@credicorpcapital.com](mailto:jvaldivia@credicorpcapital.com)  
# (562) 2651 9308

**PERU**  
Cynthia Huaccha  
Fixed Income Associate  
[chuaccha@credicorpcapital.com](mailto:chuaccha@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 37946

Alejandro Toth  
Fixed Income Analyst  
[atoth@credicorpcapital.com](mailto:atoth@credicorpcapital.com)  
# (562) 2651 9368

Samuel Carrasco Madrid  
Senior Economist  
[scarrasco@credicorpcapital.com](mailto:scarrasco@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1736

**COLOMBIA**  
Camilo A. Durán  
Senior Economist  
[caduran@credicorpcapital.com](mailto:caduran@credicorpcapital.com)  
# (5511) 339 4400 Ext. 1383

Diego Camacho  
Senior Economist  
[dcamacho@credicorpcapital.com](mailto:dcamacho@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400

Daniel Heredia  
Economist  
[dheredia@credicorpcapital.com](mailto:dheredia@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400

### SALES & TRADING

Felipe García  
Head of Sales & Trading  
[fgarcia@credicorpcapital.com](mailto:fgarcia@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext. 1132

### EQUITY SALES & TRADING

Andre Suaid  
Head of Equities  
[asuaid@credicorpcapital.com](mailto:asuaid@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1710

**CHILE**  
German Barousse  
Senior Associate Equity Sales  
Vice President Equity Sales  
[gbarousse@credicorpcapital.com](mailto:gbarousse@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1637

Ursula Mitterhofer  
Senior Associate Sales & Trading  
[umitterhofer@credicorpcapital.com](mailto:umitterhofer@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1613

Camilo Muñoz Gortari  
Associate Equity Sales  
[cmunoz@credicorpcapital.com](mailto:cmunoz@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1732

Juan Cerda Pecarevic  
Associate Equity Sales  
[jcerda@credicorpcapital.com](mailto:jcerda@credicorpcapital.com)  
# (562) 24501629

Nestor Rodriguez Gallardo  
Equity Trading  
[nrodriguez@credicorpcapital.com](mailto:nrodriguez@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1733

Ana María Bauzá  
Corporate Access  
[abauza@credicorpcapital.com](mailto:abauza@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1609

**PERU**  
Rodrigo Zavala  
Head of Capital Markets - Peru  
[rzavala@credicorpcapital.com](mailto:rzavala@credicorpcapital.com)  
# (511) 313 2918 Ext 36044

Renzo Castillo  
[renzocastillo@credicorpcapital.com](mailto:renzocastillo@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 36167

Maria Fernanda Luna  
Equity Sales  
[marialunav@credicorpcapital.com](mailto:marialunav@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 36182

Alexander Castelo  
Equity Sales  
[acastelo@credicorpcapital.com](mailto:acastelo@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 36153

**COLOMBIA**  
Juan A. Jiménez  
Head of International Equity Sales  
[jjimenez@credicorpcapital.com](mailto:jjimenez@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1701

Santiago Castro  
International Sales & Trading  
[scastro@credicorpcapital.com](mailto:scastro@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1344

Credicorp Capital Securities INC  
  
Rafael Solís  
Institutional Equity Sales  
[rsolis@credicorpcapital.com](mailto:rsolis@credicorpcapital.com)  
# (786) 999 1619

### FIXED INCOME SALES & TRADING

Andres Nariño  
Director Sales Offshore  
[anarino@credicorpcapital.com](mailto:anarino@credicorpcapital.com)  
# (571) 339-4400 Ext. 1459

**CHILE**  
Guido Riguelme  
Head of Capital Markets Chile  
[griguelme@credicorpcapital.com](mailto:griguelme@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1712

Manuel Olivares  
Head of Sales  
[molivares@credicorpcapital.com](mailto:molivares@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1635

Juan Francisco Mas  
Fixed Income Sales  
[jfmas@credicorpcapital.com](mailto:jfmas@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1720

Diego Hidalgo  
Local Fixed Income Sales  
[dhidalgo@credicorpcapital.com](mailto:dhidalgo@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1693

Lizeth Espiritu  
Fixed Income Sales  
[lespiritu@credicorpcapital.com](mailto:lespiritu@credicorpcapital.com)  
# (562) 2450 1619

Stefan Ziegele  
Fixed Income Sales  
[sziegele@credicorpcapital.com](mailto:sziegele@credicorpcapital.com)  
# (562) 2446 1738

Alfredo Bejar  
Head of International FI  
[alfredobejar@credicorpcapital.com](mailto:alfredobejar@credicorpcapital.com)  
# (511) 205 9190 Ext 36148

**PERU**  
Evangeline Arapoglou  
Head of International FI Sales  
[earapoglou@credicorpcapital.com](mailto:earapoglou@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 36099

Andres Valderrama  
Fixed Income Sales  
[jvalderrama@credicorpcapital.com](mailto:jvalderrama@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext 40352

Guillermo Arana  
Sales Renta Fija  
[garana@credicorpcapital.com](mailto:garana@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext. 36144

Javier Curulla  
Sales Renta Fija  
[javiercurulla@credicorpcapital.com](mailto:javiercurulla@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333

Ana Lucia Rondon Medina  
Sales Renta Fija  
[aronondon@credicorpcapital.com](mailto:aronondon@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext. 40339

Angela Zapata  
Sales Renta Fija  
[angelazapata@credicorpcapital.com](mailto:angelazapata@credicorpcapital.com)  
# (511) 416 3333 Ext. 40339

**COLOMBIA**  
Carlos Sanchez  
Head of Fixed Income  
[csanchez@credicorpcapital.com](mailto:csanchez@credicorpcapital.com)  
# (571) 323 9154

Gustavo Trujillo  
Head of Sales  
[gtrujillo@credicorpcapital.com](mailto:gtrujillo@credicorpcapital.com)  
# (571) 323 9252

Andres Agudelo  
Fixed Income Sales  
[aagudelo@credicorpcapital.com](mailto:aagudelo@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400 Ext 1180

Emilio Luna  
Fixed Income Sales  
[eluna@credicorpcapital.com](mailto:eluna@credicorpcapital.com)  
# (571) 339 4400

Credicorp Capital Securities INC  
  
Jhonathan Rico  
Fixed Income Trader  
[jricco@credicorpcapital.com](mailto:jricco@credicorpcapital.com)  
# 1 (786) 9991614  
  
Michael Tafur  
Fixed Income  
[mtafur@credicorpcapital.com](mailto:mtafur@credicorpcapital.com)  
# 1 (786) 9991607