

FYNOSA INVERSIONES



Renta Variable Internacional

Tesis de inversión

Estrategia RVI Tesis de Inversión

- **En las últimas semanas, varios grupos de acciones de IA han tenido un desempeño desafiante.** Desde el máximo del mes pasado, Corea ha caído un 30%, SOX un 20%, y acciones como Samsung, Micron y otras entre un 20% y un 50%. El precio relativo de Mag-7 se está estabilizando últimamente, pero aún está por debajo del mercado en lo que va del año.
- La corrección en las acciones tecnológicas probablemente se debió a varios factores, **pero principalmente por la preocupación del gasto de capital futuro de los hiperescaladores y el momento en que podría materializarse una mayor demanda de chips y memoria para IA.** Si bien también influyó algún cambio en los fundamentos, creemos que **la mayor parte de la caída probablemente se debió a factores técnicos.** Hasta hace unas semanas, **el repunte de las acciones de semiconductores había llevado los indicadores de posicionamiento a su nivel más alto desde 1999-2000**
- **Para el sector de semiconductores varios bancos de inversión mantienen su perspectiva alcista sobre el sector, impulsada por** (1) el papel crucial que desempeñan los semiconductores en la cadena de valor tecnológica, (2) las crecientes oportunidades de crecimiento en el ámbito del contenido en todas las aplicaciones y (3) las mejoras estructurales en la rentabilidad y el flujo de caja libre, factores que se mantienen intactos.
- **Para el caso del mercado de memorias se prevé que la escasez de oferta y demanda se traduzca en un crecimiento saludable de los ingresos** por DRAM y NAND durante los próximos 3 años
- **Incluso con el aumento de la incertidumbre geopolítica en el segundo trimestre, es positivo que las previsiones de utilidades para 2026 estén al alza en todas las regiones.** Las estimaciones de utilidad por acción para 2026 del S&P 500 han aumentado aproximadamente un 7 % desde principios de año
- **También es importante destacar que la amplitud de las revisiones al alza de las utilidades esperadas es bastante notable.** En el MSCI Europa, aproximadamente el 70% de los sectores han experimentado revisiones netas positivas de utilidades por acción en lo que va del año, en comparación con alrededor del 70% en EE. UU. y el 60% en Jap
- **Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.** De las empresas que han presentado sus informes hasta el momento, la tasa de cumplimiento de las expectativas se sitúa en torno al 97%, por encima del promedio a largo plazo del 76%.
- **En particular, destacamos los resultados de los grandes bancos en EE. UU, que han superado ampliamente las expectativas para el segundo semestre.** Trading récord o casi récord, liderado por acciones; banca de inversión se recupera con claridad. Ingresos por intereses en general en línea o levemente por sobre lo previsto. BAC y WFC liberaron provisiones, ambos destacan un consumidor estadounidense aún resiliente. Los bancos siguieron ganando eficiencia respecto a sus ingresos (ej. BAC hizo crecer sus ingresos muy por encima de sus gastos).
- Y mirando más allá del trimestre en curso, **las nuevas previsiones de utilidades para el periodo 2026-2028 han aumentado considerablemente y las expectativas de aumento de la productividad son sustanciales.**

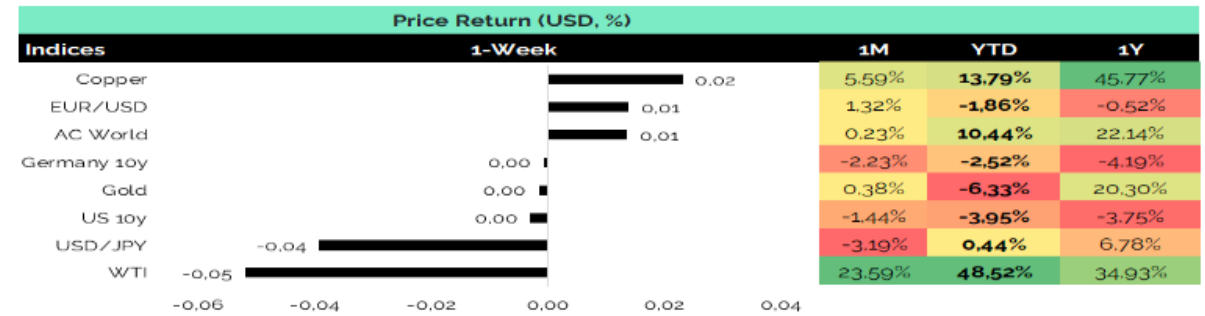
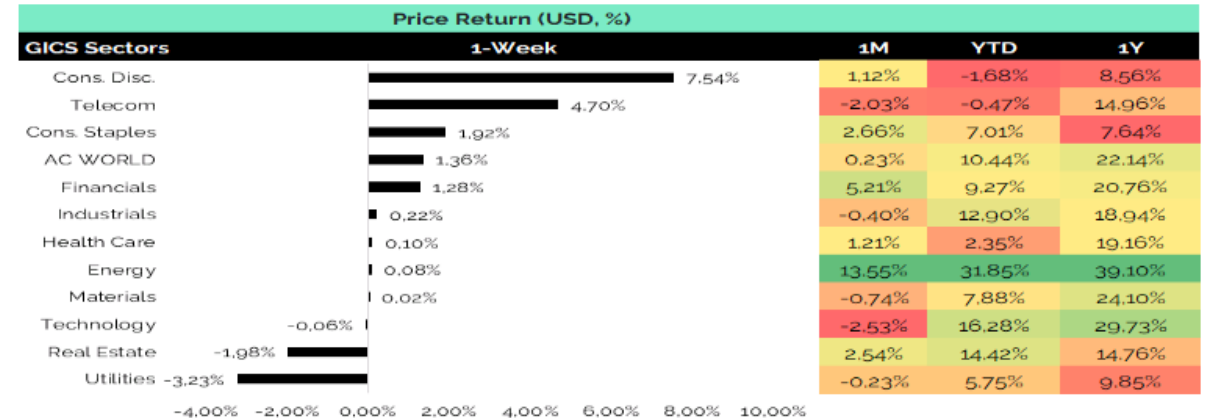
Estrategia RVI Tesis de Inversión

- Esperamos que la renta variable se mantenga al alza, **impulsada principalmente por crecimiento de utilidades y no por expansión de múltiplos, aunque los ajustes recientes dejaron las valorizaciones en niveles más atractivos en algunos sectores ligados gran tecnología.**
- **Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones tecnológicas y de algunas regiones respecto de sus utilidades esperadas.**
- **Vemos oportunidades en mercados emergentes** dados los recientes ajustes, **principalmente en mercados como Corea.**
- En el caso de EE. UU, nos parece razonable que la tesis de inversión en IA pase gradualmente desde infraestructura (GPUs y semiconductores) hacia monetización, productividad y adopción empresarial, **por eso preferimos hiperescaladores sobre semiconductores en términos relativos.**
- La corrección reciente en Tecnología US (principalmente Mag 7) **mejoró sus valorizaciones relativas.**
- Sectores favoritos: Bancos, industriales, salud y Tecnología (más enfocado en hiperescaladores)

Mercados

Más diversificación regional, más diversificación sectorial

RESUMEN					
	Actual	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable					
Mdos. Desarrollados (URTH)	203.4	1.24%	0.64%	9.47%	20.37%
Mdos. Emergentes (EEM)	64.1	1.20%	-3.60%	17.14%	32.97%
Rusell 1000 value (IWD)	251.8	1.44%	3.26%	19.72%	30.64%
Rusell 1000 growth (IWF)	118.3	0.57%	-3.82%	0.00%	9.58%
Rusell 2000 (RTY)	2,931.3	0.05%	-2.70%	18.11%	35.29%
S&P 500 (SPY)	747.0	1.10%	0.17%	9.55%	20.16%
Nasdaq (QQQ)	688.0	0.55%	-5.13%	11.99%	24.21%
Eurozona (EZU)	69.6	2.41%	1.78%	8.53%	20.99%
Japon (EWJ)	92.4	1.29%	-0.71%	14.43%	24.73%
China (MCHI)	55.8	4.63%	8.30%	-7.11%	-1.27%
Latam (ILF)	35.4	2.11%	5.46%	16.16%	42.79%
Chile (ECH)	39.3	1.86%	-0.15%	-2.65%	31.19%
Commodities					
WTI	90.5	-5.20%	23.59%	48.52%	34.93%
Copper	628.5	2.30%	5.59%	13.79%	45.77%
Gold	4,328.5	-0.16%	0.38%	-6.33%	20.30%
Iron Ore 62%	102.0	-0.43%	-0.37%	-8.52%	-1.58%
China Lithium Carbonate 99.5%	24,011.9	-1.72%	-10.63%	20.68%	100.42%
China Lithium Hydroxide 56.5%	22,096.8	-2.06%	-11.36%	18.54%	99.10%
Renta Fija Internacional					
Bloomberg Barclays Global	497.5	0.63%	-0.73%	-1.10%	-0.75%
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1,396.5	-0.04%	-1.41%	-0.22%	0.70%
US Corporate Investment Grade	3,515.7	-0.06%	-2.10%	-2.10%	-0.83%
US Corporate High Yield	2,964.2	0.18%	-0.18%	0.37%	1.71%
Monedas					
Dólar Index (DXY)	100.1	-1.53%	-1.46%	1.62%	0.78%
Euro (EUR)	1.2	1.38%	1.32%	-1.86%	-0.52%
Peso Chileno (CLP)	913.6	1.82%	-0.58%	-3.36%	3.97%
Yen Japonés (JPY)	160.3	3.92%	3.19%	-0.44%	-6.78%



Mercados

Más diversificación sectorial

- Los sectores mas value cíclicos lideran, sigue habiendo mucho potencial en tecnología

		Valor Actual	Up Side	Blg P.O.	Variacion %						Precio/Utilidad				Div yield fwd	Operating Margin	Profit Margin
					7D	30D	3M	6M	YTD	1Y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y			
Índices																	
S&P 500	⬆️	7.608,21	19,0%	9.053	2,6%	1,7%	4,8%	10,0%	11,1%	20,2%	27,9	19,8	19,8	17,3	1,13	15,71	12,57
S&P Mid Cap	⬇️	3.801,65	17,7%	4.474	0,2%	0,0%	3,8%	9,4%	15,0%	21,0%	23,1	20,9	16,7	17,0	1,52	9,46	6,15
S&P Small Cap	⬇️	1.768,56	17,3%	2.074	0,0%	-0,7%	5,2%	13,0%	20,5%	31,6%	22,5	23,2	15,6	17,2	2,12	6,09	3,11
Growth	⬇️	5.453,28	26,6%	6.903	2,2%	-0,3%	2,9%	10,6%	9,7%	18,7%	34,0	23,4	20,7	19,8	0,58	28,07	24,45
Value	⬆️	2.282,36	14,1%	2.605	-0,3%	0,5%	3,5%	5,7%	9,0%	17,9%	22,6	17,1	18,3	15,5	1,80	11,63	8,65
Sectores																	
Materials	⬇️	634,08	18,3%	750	-0,9%	-3,0%	-1,4%	-1,1%	10,4%	13,9%	22,3	18,8	17,2	17,0	1,62	12,90	7,85
Industrials	⬇️	1.548,17	14,0%	1.765	-0,1%	-0,6%	6,1%	8,2%	17,9%	21,1%	33,4	19,4	25,1	17,2	1,20	13,20	10,41
Cons. Discre.	⬆️	1.978,04	14,1%	2.257	10,6%	3,7%	0,7%	1,1%	2,6%	13,2%	32,3	23,4	23,3	20,2	0,64	10,16	8,43
Technology	⬆️	6.671,22	28,1%	8.549	2,7%	1,6%	7,0%	21,5%	17,4%	27,7%	38,3	22,9	21,1	18,4	0,51	31,49	27,68
Communication	⬆️	476,86	19,1%	568	8,5%	3,1%	-3,9%	0,7%	5,4%	22,2%	25,0	14,9	17,8	25,5	0,70	24,13	25,89
Bank	⬆️	475,21	10,0%	208	0,4%	2,7%	13,2%	11,3%	16,7%	37,0%	13,6	12,1	12,5	11,7	1,69	22,82	17,51
Energy	⬆️	900,07	11,8%	1.006	0,5%	10,7%	-0,8%	13,1%	30,9%	38,0%	22,6	16,1	14,0	14,5	2,70	10,72	7,88
Cons. Staples	⬇️	938,40	12,7%	1.057	-0,7%	-0,4%	-1,2%	-2,3%	8,5%	6,3%	23,6	20,6	21,8	19,6	2,53	7,81	5,72
Healthcare	⬇️	1.891,69	11,6%	2.111	-0,6%	-1,1%	11,7%	5,4%	4,8%	22,1%	22,0	20,4	18,5	16,2	1,66	7,20	5,03
Utilities	⬇️	449,35	16,7%	524	-3,1%	-3,4%	-4,6%	2,3%	3,6%	1,4%	19,7	17,8	17,3	17,1	2,86	21,42	13,87
Real Estate	⬆️	287,24	11,7%	321	0,8%	1,7%	3,6%	7,7%	7,2%	8,0%	45,4	44,7	37,2	38,9	3,21	22,03	18,20

Retorno móvil 3 meses

	Fecha	sept-25	oct-25	nov-25	dic-25	ene-26	ene-26	mar-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26	ago-26
Cyclicals ↑ Near ↓ Defensives	S&P 500	8,4%	6,9%	5,2%	5,0%	2,4%	1,9%	-1,7%	-4,8%	5,5%	11,0%	13,7%	5,7%
	Growth	10,0%	9,4%	6,1%	5,9%	1,8%	0,2%	-4,9%	-7,5%	9,4%	16,7%	18,3%	3,8%
	Value	6,5%	4,2%	4,1%	4,0%	3,2%	3,9%	2,1%	-1,7%	1,2%	4,8%	8,7%	4,3%
	Materials	4,8%	-1,1%	-4,5%	-5,1%	3,3%	17,4%	12,7%	5,1%	-1,5%	0,7%	2,9%	0,3%
	Industrials	4,4%	3,2%	1,3%	2,1%	3,1%	7,0%	9,7%	1,6%	1,8%	2,3%	12,3%	7,0%
	Cons. Discre.	10,9%	7,5%	7,3%	0,1%	1,1%	0,0%	-4,9%	-10,7%	1,6%	3,3%	9,7%	1,0%
	Technology	12,8%	12,8%	7,4%	10,6%	-0,3%	-5,0%	-7,1%	-7,6%	15,7%	29,4%	25,0%	8,8%
	Communication	15,0%	11,8%	8,5%	6,3%	7,8%	11,5%	-2,7%	-5,0%	6,6%	7,3%	8,4%	-3,6%
	Financials	16,5%	3,7%	6,7%	7,2%	14,3%	12,7%	-2,6%	-7,9%	-2,5%	12,2%	18,4%	14,4%
	Energy	6,9%	1,3%	3,9%	4,4%	5,4%	15,4%	23,5%	31,1%	11,5%	3,4%	-10,7%	-0,6%
	Cons. Staples	-1,6%	-4,5%	-6,8%	-3,0%	0,2%	8,1%	9,4%	8,3%	-2,2%	-3,8%	1,7%	-0,7%
	Healthcare	2,3%	5,6%	12,2%	8,2%	7,6%	6,7%	-0,7%	-7,5%	-6,8%	-1,3%	11,7%	12,1%
	Utilities	3,2%	7,4%	2,7%	2,8%	-4,8%	-2,6%	7,0%	7,6%	7,7%	-6,2%	-1,3%	-4,6%

Escenario económico internacional

Estrategia Renta Variable Internacional

Perspectivas de crecimiento se mantienen positivas. La inflación todavía sigue sobre las metas de los principales bancos centrales

Crecimiento del PIB, % interanual: GS frente a consenso

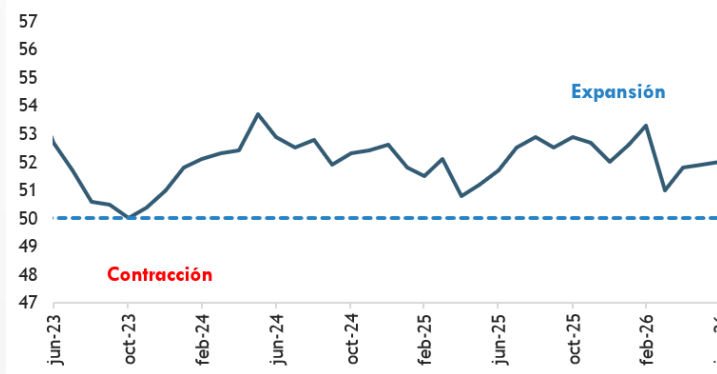
Percent Change yoy	Real GDP Growth				
	2025	2026		2027	
	GS	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
Japan	1.1	0.5	0.6	1.0	0.8
Euro area	1.3	0.7	0.6	1.2	1.2
Germany	0.3	0.7	0.6	1.1	1.1
France	0.9	0.6	0.6	0.7	0.9
Italy	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
Spain	2.8	2.3	2.3	1.6	1.8
UK	1.3	1.1	1.0	1.3	1.1
China	5.0	4.6	4.6	4.7	4.4
Developed Markets	1.8	1.6	1.9	1.7	1.5
Emerging Markets	4.2	3.7	4.0	4.1	3.9
World	2.8	2.5	2.8	2.8	2.5

* Bloomberg country and GS aggregate consensus

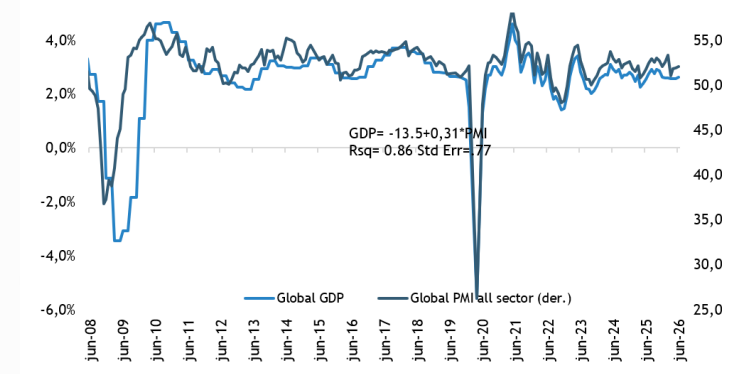
Inflación esperada al cierre de 2026

	CPI 2026 consensus
US	3,6%
Japan	3,8%
Euro area	3,0%
UK	3,0%
China	0,7%
Brazil	4,8%
Chile	3,7%
Colombia	6,1%
Mexico	4,1%

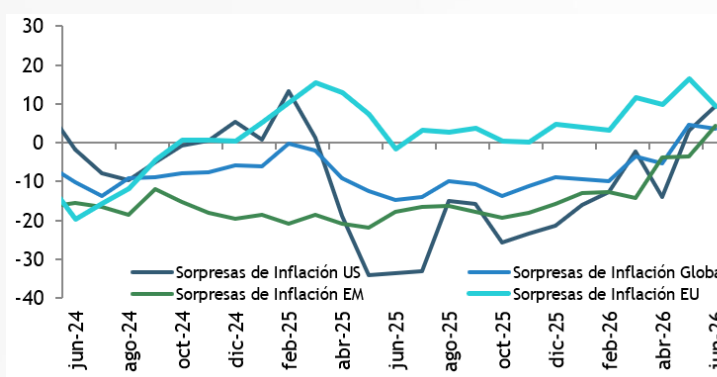
PMI Compuesto Global



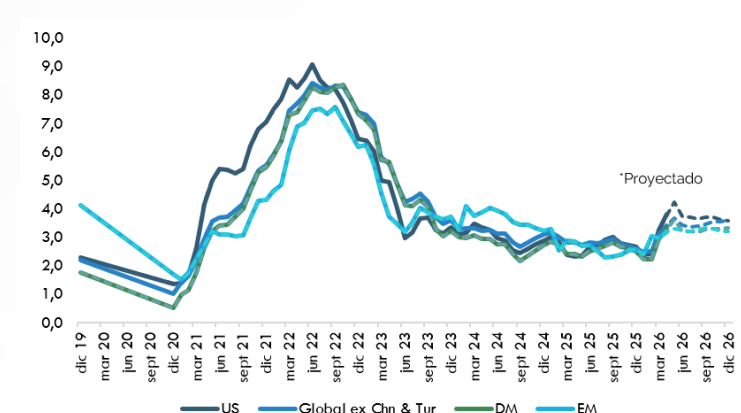
PMI Compuesto Global vs PIB Global



Sorpresas de Inflación por Región



Inflación por Región



Estrategia Renta Variable Internacional

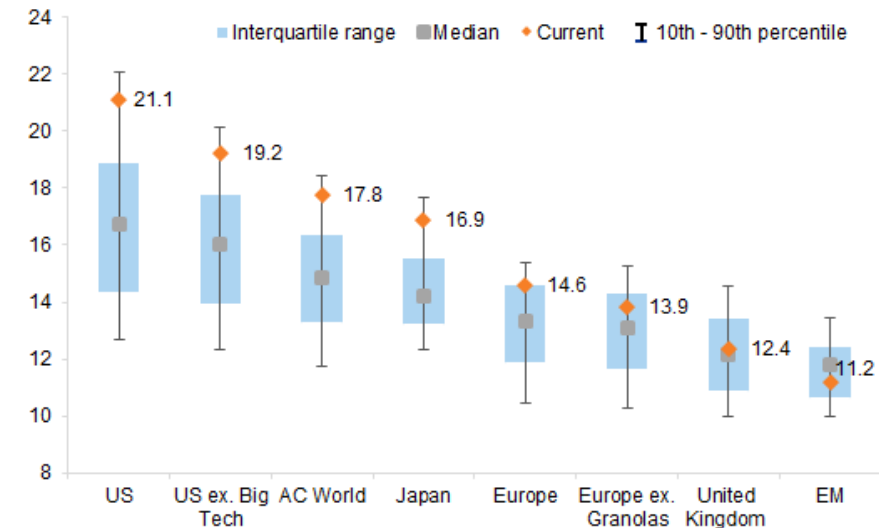
Buena visibilidad corporativa

- Esto debería seguir retroalimentando una mayor visibilidad corporativa, **con utilidades que se siguen revisando al alza con más potencial en mercados emergentes**

Sales growth, EPS growth and net margins. Consensus estimates

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
S&P 500	10.4	7.7	24.0	16.9	15.4	16.6
STOXX 600	5.8	3.4	15.9	9.9	11.1	11.6
TOPIX (FY basis)	4.4	3.7	13.4	11.7	7.3	7.8
MSCI AP ex Japan	19.8	12.8	64.6	24.7	16.5	18.3
MSCI EM	20.2	12.4	64.9	24.0	16.3	18.1
MSCI AC World	10.1	7.4	27.2	16.4	14.2	15.3
Energy	13.3	-4.0	53.4	-7.0	10.1	9.5
Materials	11.9	3.3	50.7	10.9	11.4	12.2
Industrials	7.0	7.1	15.3	14.8	9.9	10.5
Cons. Discretionary	6.8	7.0	18.3	18.1	7.7	8.4
Cons. Staples	5.0	4.2	6.4	8.1	6.8	7.0
Health Care	5.2	5.3	2.3	18.8	9.2	10.4
Financials	4.6	5.5	11.4	9.7	22.1	22.6
IT	35.3	23.5	75.4	33.7	28.1	30.5
Communication Svs	10.1	8.9	18.5	6.8	19.1	18.7
Utilities	4.7	4.1	8.4	8.8	11.2	11.9
Real Estate	5.0	5.6	6.8	7.4	18.2	18.9

Rangos de valoración de los índices MSCI World. P/U fwd a 12 meses relativo a los últimos 20 años



Revisiones de utilidades por region 3 meses móviles

	ago-25	sept-25	oct-25	nov-25	dic-25	ene-26	feb-26	mar-26	abr-26	may-26	may-26	jun-26	jul-26
Emergente	1,9%	0,7%	3,3%	7,0%	7,4%	9,9%	15,0%	17,8%	14,8%	18,9%	19,4%	20,7%	13,1%
Europa	0,3%	1,4%	2,9%	3,3%	2,8%	2,7%	2,5%	3,2%	4,5%	5,4%	5,3%	3,8%	3,4%
Latam	2,2%	2,9%	4,5%	4,7%	0,3%	3,3%	7,2%	9,2%	13,5%	14,6%	12,7%	5,4%	0,0%
USA	4,6%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,4%	5,0%	5,0%	7,5%	9,4%	10,1%	8,6%	7,5%
Japon	2,6%	5,2%	6,0%	4,9%	6,3%	4,8%	4,6%	3,5%	5,6%	5,1%	7,3%	10,6%	11,3%
Asía Emergente	1,4%	-0,3%	2,9%	7,4%	8,8%	11,6%	17,0%	20,2%	16,1%	22,4%	23,2%	26,1%	17,0%
China	1,8%	-1,5%	-0,4%	0,7%	2,3%	3,4%	3,3%	3,3%	0,1%	-0,4%	0,0%	0,5%	0,3%
China A	1,8%	3,2%	3,2%	4,7%	3,9%	5,2%	4,9%	3,6%	2,4%	2,8%	4,5%	3,3%	2,6%

Fuente: Fynsa Inversiones; Bloomberg GS. Datos a Julio de 2026

Estrategia Renta Variable Internacional

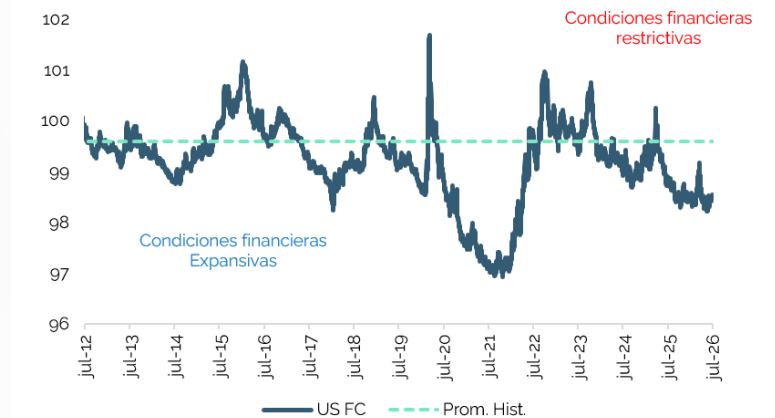
Tasas altas por más tiempo

- Las condiciones financieras se mantendrían acomodaticias. Más allá de que el mercado incorpora alzas de tasas, nosotros creemos que La FED mantendría las tasas estables el resto del año

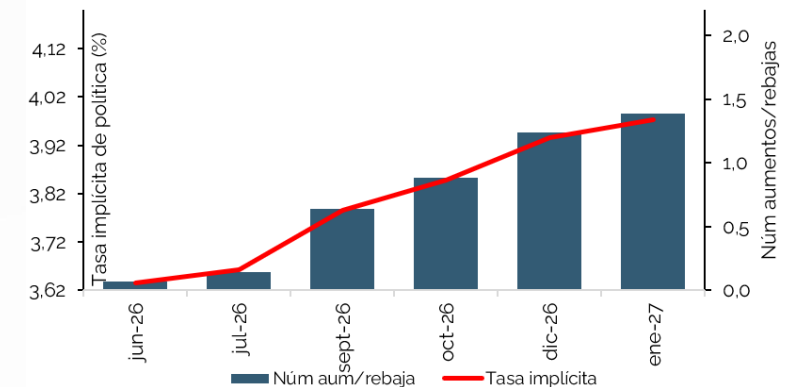
Federal Reserve. Summary of Economic Projections

Variable	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP				
FOMC June 26 SEP	2.2	2.3	2.2	2.0
FOMC March 26 SEP	2.4	2.3	2.1	2.0
Difference	-0.2	0.0	0.1	
Unemployment rate				
FOMC June 26 SEP	4.3	4.3	4.2	4.2
FOMC March 26 SEP	4.4	4.3	4.2	4.2
Difference	-0.1	0.0	0.0	
PCE inflation				
FOMC June 26 SEP	3.6	2.3	2.0	2.0
FOMC March 26 SEP	2.7	2.2	2.0	2.0
Difference	0.9	0.1	0.0	
Core PCE inflation				
FOMC June 26 SEP	3.3	2.5	2.1	
FOMC March 26 SEP	2.7	2.2	2.0	
Difference	0.6	0.3	0.1	
Federal funds rate				
FOMC June 26 SEP	3.8	3.6	3.4	3.1
FOMC March 26 SEP	3.4	3.1	3.1	3.1
Difference	0.4	0.5	0.3	

GS US Financial Conditions Index



Expectativa para la tasa de fondos federales



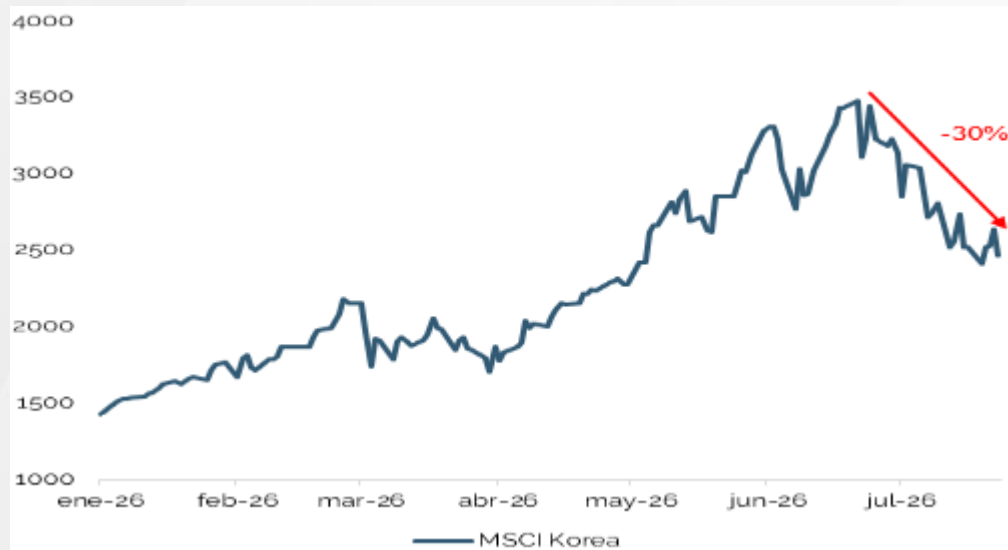
Estrategia Renta Variable Internacional

Estrategia Renta Variable Internacional

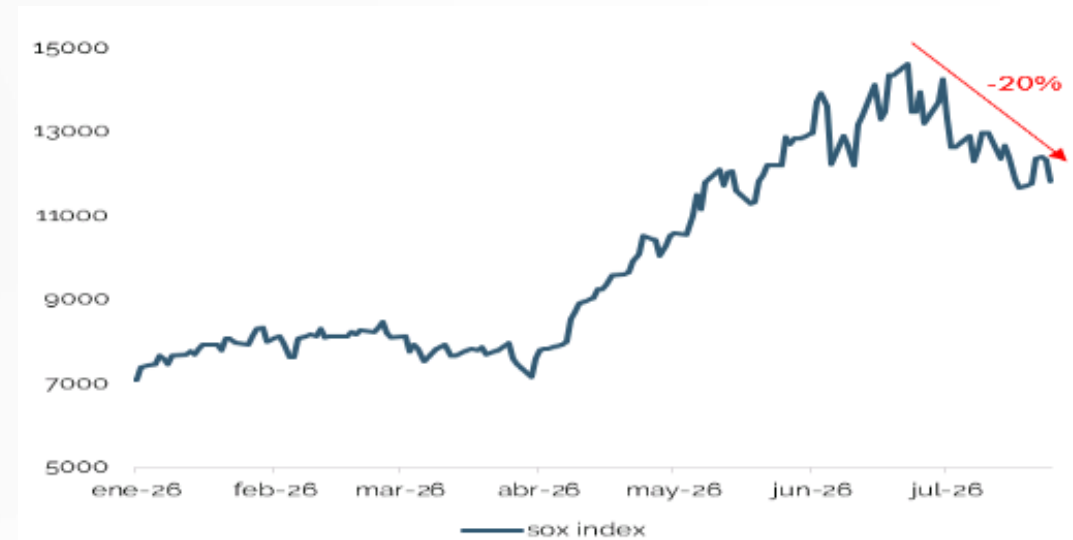
Las acciones vinculadas a la IA han tenido dificultades en las últimas semanas...

- **Diversas acciones vinculadas a la IA han sufrido un fuerte retroceso en las últimas semanas.** En emergentes, el índice Kospi, impulsado principalmente por las principales empresas de memoria, ha caído un 25% desde sus máximos recientes. (-30% en el caso del MSCI de Corea).
- Otras acciones de empresas de memoria en EE.UU, como Micron, también llegaron a caer un 30%, mientras que el índice de semiconductores (SOX) se ha ajustado un 20% desde sus máximos recientes.

Índice MSCI Korea desempeño acumulado Ytd



Índice SOX desempeño acumulado Ytd

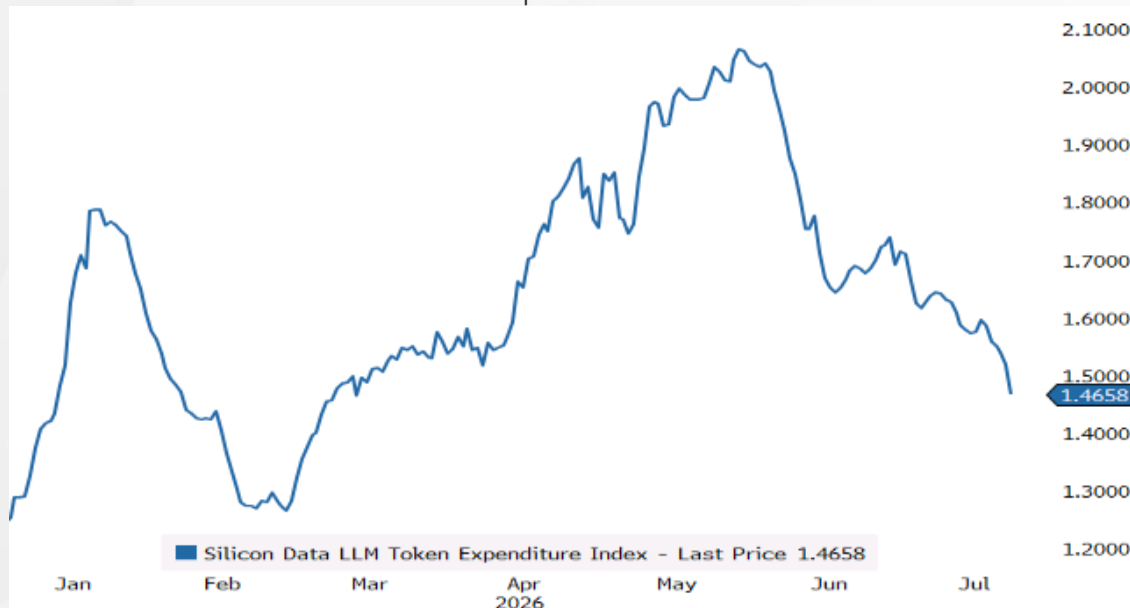


Estrategia Renta Variable Internacional

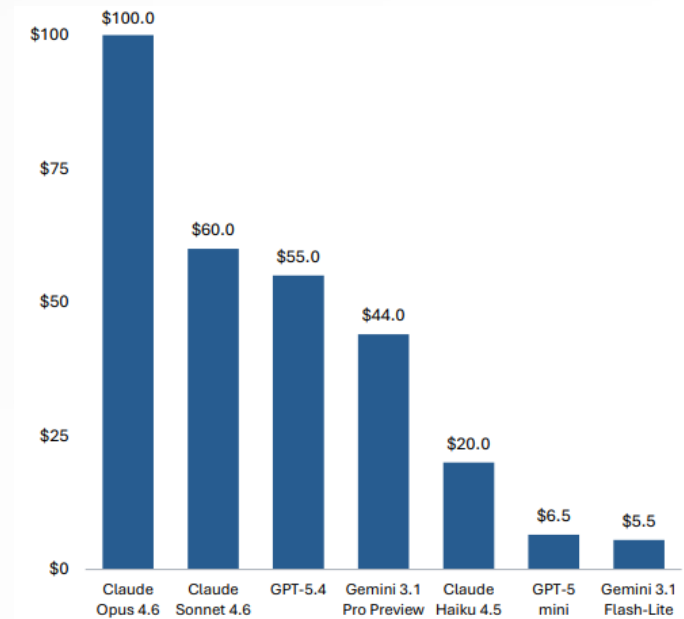
La narrativa sobre la implementación de la IA esta cambiando

- **La corrección en las acciones tecnológicas probablemente se debió a varios factores.** La noticia de que Meta podría estar buscando vender el acceso a sus recursos y modelos informáticos se interpretó como una señal de la intención de la compañía de monetizar su infraestructura y preservar la flexibilidad en su utilización. **Esto generó preocupación por el riesgo de sobredimensionamiento, cuestionando el gasto de capital futuro de los hiperescaladores y el momento en que podría materializarse una mayor demanda de chips y memoria para IA.** Además, los informes de que Apple ha estado evaluando la posibilidad de comprar memoria a proveedores chinos aumentaron los temores sobre la posible amenaza al poder de fijación de precios y los márgenes de los actores coreanos establecidos si la capacidad china se incrementa.
- **Es probable que la preocupación por un mayor enfoque en la eficiencia de los tokens también haya influido en estas empresas,** así como las noticias sobre laboratorios de IA chinos como Moonshot, que están reduciendo la brecha tecnológica con Estados Unidos.

Silicon data LLM Token Expenditure
Index Cost per Million Tokens



Cost per 10M-input +2M-Output Token workload

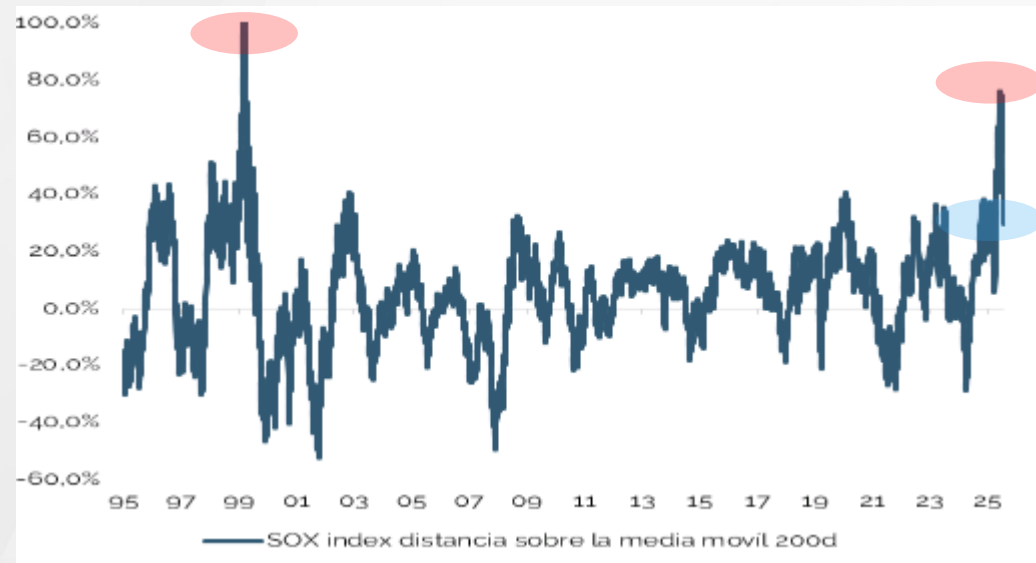


Oportunidades Renta Variable Internacional

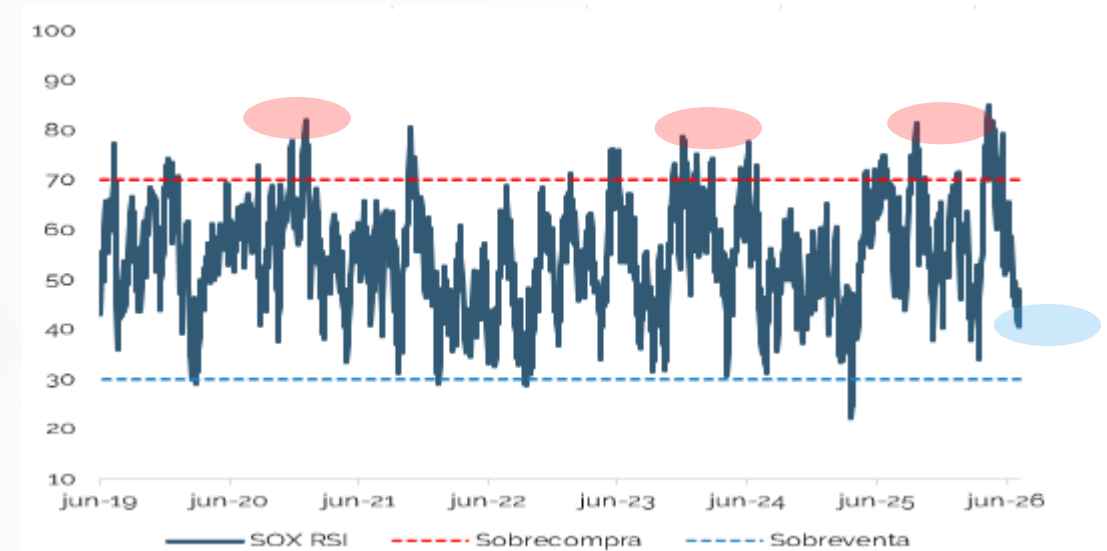
La Factores técnicos

- Si bien también influyó algún cambio en los fundamentos, **la mayor parte de la caída probablemente se debió a factores técnicos**. Hasta hace unas semanas, el repunte de las acciones de semiconductores había llevado los indicadores de posicionamiento a su nivel más alto desde 1999-2000.

Índice de semiconductores de Filadelfia: Distancia respecto a la media móvil de 200 días.



Índice SOX RSI

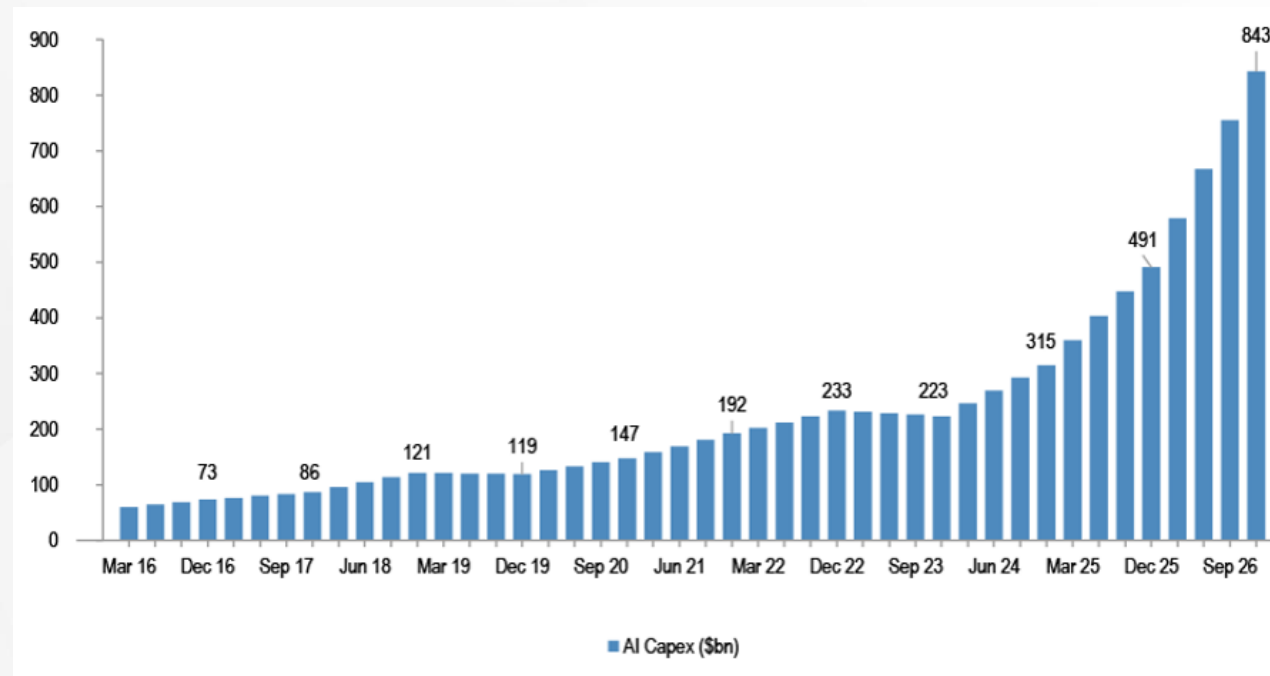


Estrategia Renta Variable Internacional

... pero muchos de los factores fundamentales clave siguen en juego.

- **Varios bancos de inversión mantienen su perspectiva alcista sobre el sector, impulsada por** (1) el papel crucial que desempeñan los semiconductores en la cadena de valor tecnológica, (2) las crecientes oportunidades de crecimiento en el ámbito del contenido en todas las aplicaciones y (3) las mejoras estructurales en la rentabilidad y el flujo de caja libre, factores que se mantienen intactos. **Es importante destacar que el crecimiento sostenido de los ingresos de la industria de semiconductores se ve amplificado por el fuerte impulso derivado del crecimiento acelerado de la inversión en centros de datos. Se prevé que esta ola de gasto se mantendrá más allá de 2026, beneficiando a toda la cadena de valor de los semiconductores.**

Gastos de capital en IA - LTM

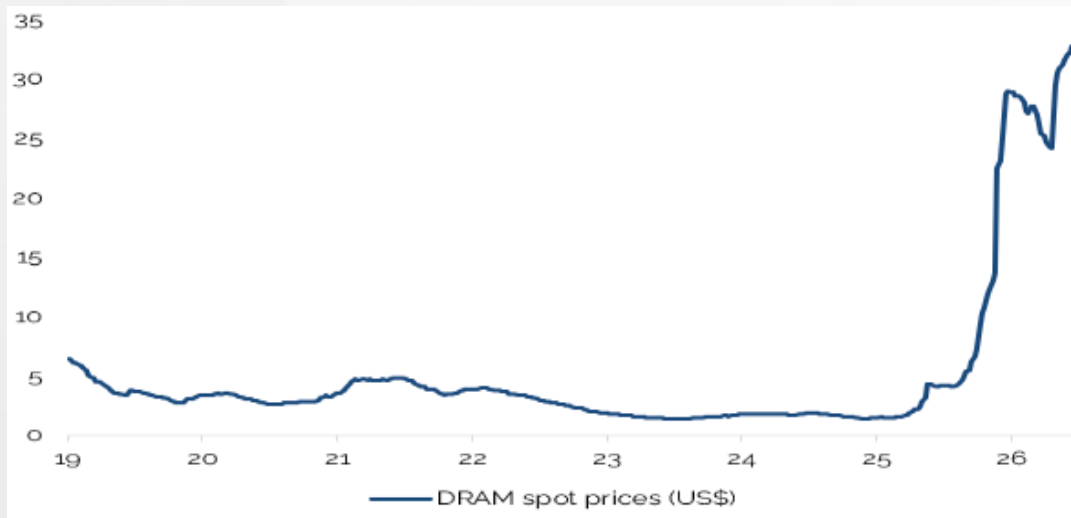


Estrategia Renta Variable Internacional

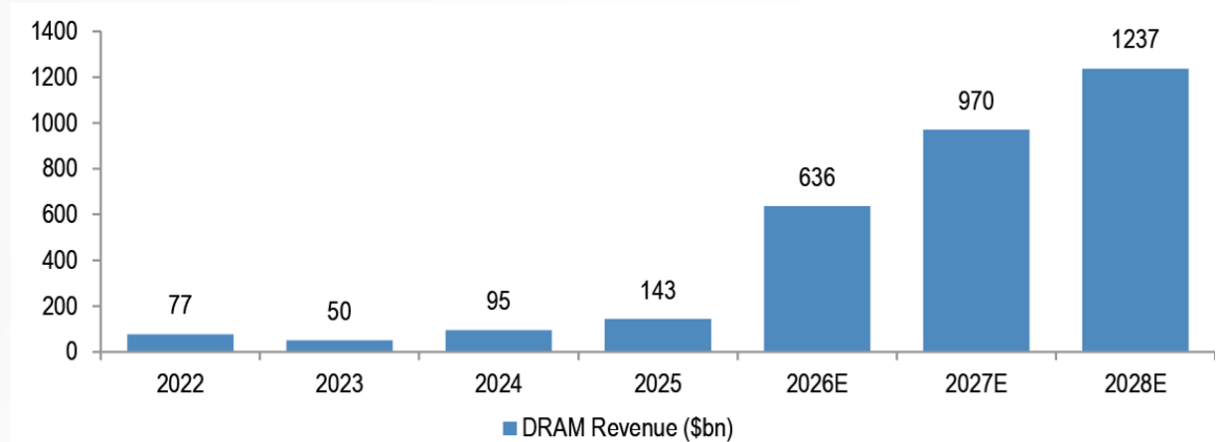
... pero muchos de los factores fundamentales clave siguen en juego.

- A pesar de la reciente disminución de la confianza en las marcas de memoria, **observamos que los precios de la DRAM se han mantenido elevados. Esto apunta a una escasez estructural de oferta y demanda de DRAM/NAND que se extiende hasta 2028**, en consonancia con la previsión recientemente revisada de Micron de una escasez de oferta y demanda más allá de 2027, ya que la creciente demanda impulsada por la IA y los servidores, junto con la priorización de HBM, mantiene la oferta convencional de DRAM y NAND ajustada
- JPM prevé que esta escasez de oferta y demanda se traduzca en un crecimiento saludable de los ingresos por DRAM y NAND durante los próximos 3 años.

Precios de memoria DRAM



Ingresos por DRAM

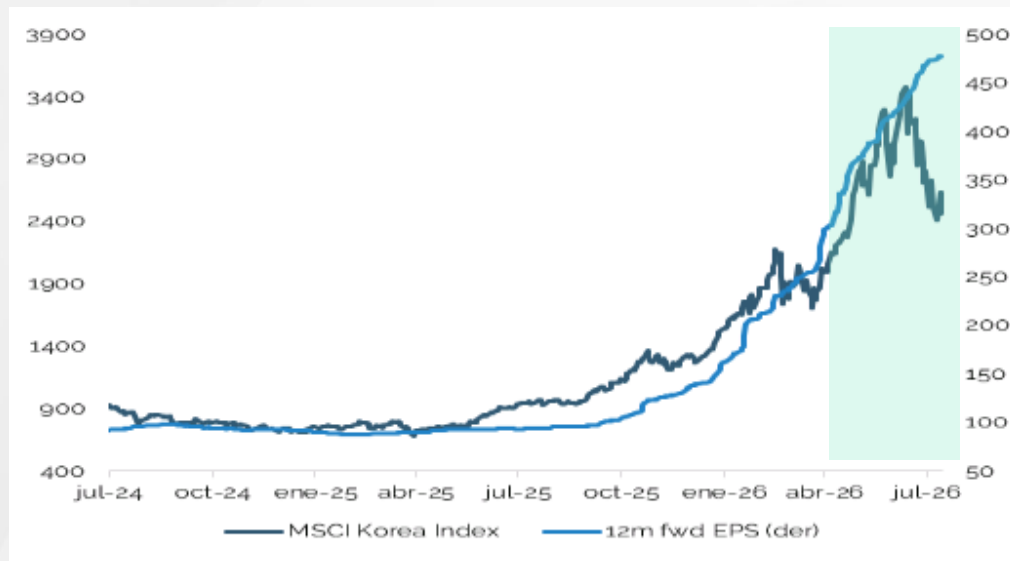


Estrategia Renta Variable Internacional

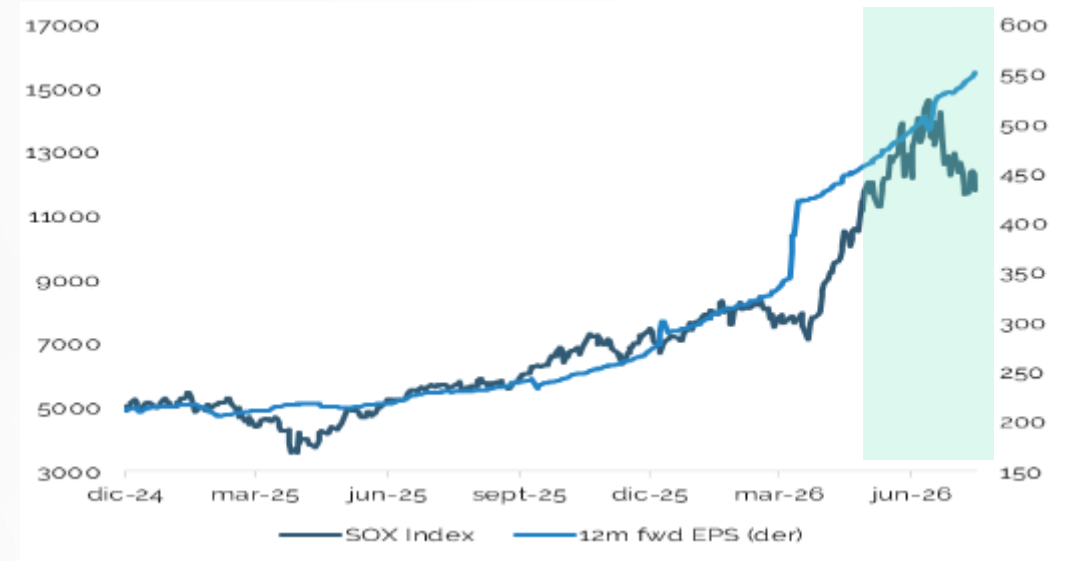
... Y esto ha abierto una brecha entre precios y fundamentos

- Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones de semiconductores (y otros mercados fuertemente indexados al mercado de memoria como Korea y EM) y sus ganancias relativas, ya **que estas acciones han retrocedido a pesar de la continua solidez de las utilidades. Dado que los fundamentos se mantienen sólidos, creemos que los inversionistas deberían aumentar su participación en este sector durante el 3T26**

MSCI Korea vs estimación de utilidades fwd



Índice Semiconductores vs estimación de utilidades fwd



Estrategia Renta Variable Internacional

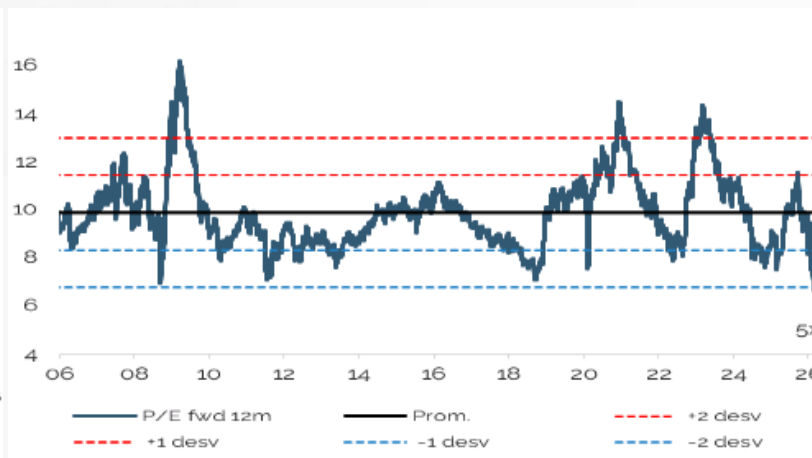
... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- El sector de semiconductores se ha ajustado -9x en el último mes, pasando cotizar a 30x P/U fwd 12m a 21x, cerca de sus promedios de largos plazo. **Esto significa, que la prima respecto al S&P 500 disminuyó del 45% al 10% , tras el reciente ajuste.**
- El mercado coreano en tanto se ha ajustado -3x en el último mes, pasando cotizar a 8x P/U fwd 12m a 5x, un descuento histórico. **Esto significa, que el descuento respecto a la renta variable global medida por el MSCI ACWI es el 70%, un nuevo mínimo histórico.**
- Finalmente, los mercados emergentes a nivel agregado cotizan en la parte baja del rango de valorización de los últimos 10 años a tanto solo 10,5x P/U fwd 12m. **Esto significa, que el descuento respecto al S&P 5000 es del 55%, un nuevo mínimo histórico.**

SOX index P/E fwd 12m



MSCI Corea P/E fwd 12m



MSCI EM P/E fwd 12m



Estrategia Renta Variable Internacional

... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- En el mercado americano en tanto, el NASDAQ coriza a 23,5x P/U fwd 12m, muy cercano a sus promedios de largo plazo y lejos de las 30x que cotizaba a fines de 2025.
- El sector tecnológico en EE.UU en tanto que ha caído un 13% desde sus máximos recientes se ha ajustado -5x desde comiendo de año, pasando cotizar a 27x P/U fwd 12m a 21x, y cercanos a sus promedios de largo plazo. **Esto significa, que la prima respecto al S&P 500 disminuyo del 30% desde mediano de 2025 y de 20% a inicios de 2026 a solo 10% (en tono a su media histórica)**
- Y el grupo de acciones de Mag 7, muchas de ella hiperescaladores (principalmente Alphabet, Amazon, Microsoft y Meta) en este ciclo de inversión IA, se ha ajustado -7x desde comiendo de año, pasando cotizar a 22x P/U fwd 12m a 30x, y cercanos a sus mínimos de valorización en los últimos 10 años. **Esto significa, que la prima respecto al S&P 500 disminuyo del 40% desde fines del 2025 a solo 15% la menor prima en los últimos 10 años un desde que comenzó el auge de la IA.**

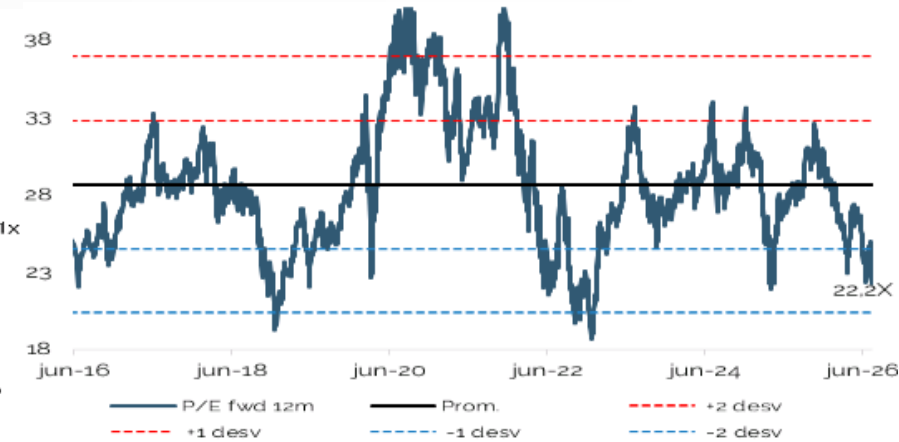
Nasdaq P/E fwd 12m



Tech Sector US P/E fwd 12m



Mag 7 US P/E fwd 12m

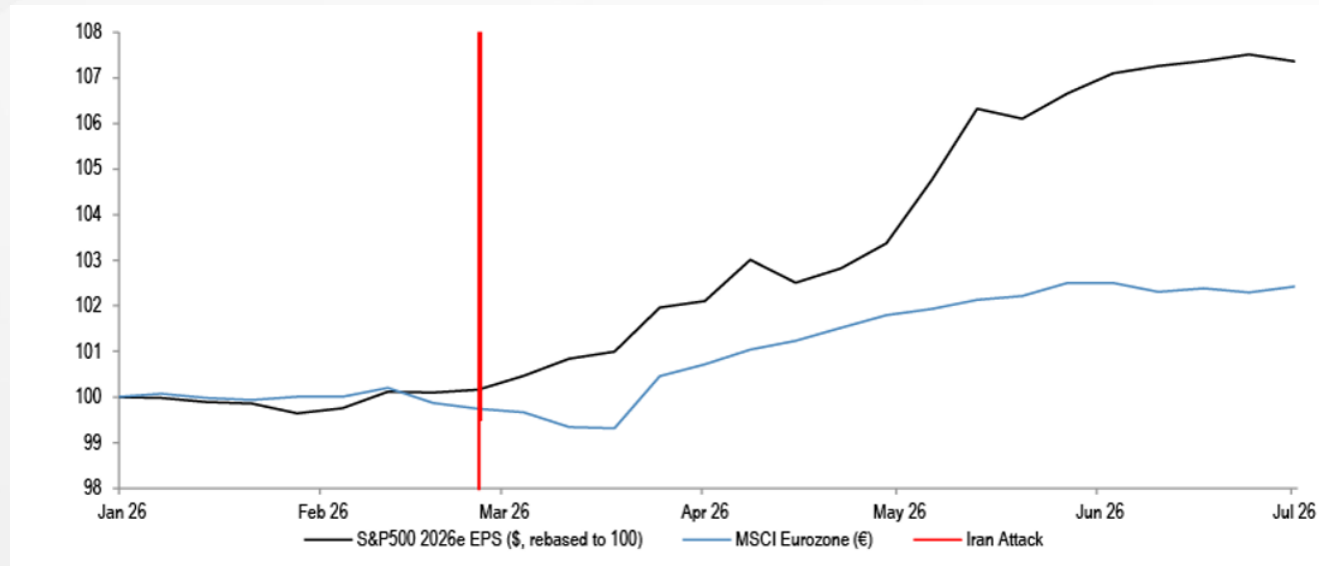


Estrategia Renta Variable Internacional

... Previsión de resultados del segundo trimestre: los sólidos beneficios empresariales ofrecerán apoyo al mercado.

- Incluso con el aumento de la incertidumbre geopolítica en el segundo trimestre, es positivo que las previsiones de utilidades para 2026 estén al alza en todas las regiones. Las estimaciones de utilidad por acción para 2026 del S&P 500 han aumentado aproximadamente un 7 % desde principios de año, mientras que las estimaciones europeas han subido alrededor de un 2,5 %.

Niveles de EPS estimados para 2026 del S&P 500 y el MSCI Eurozone



Estrategia Renta Variable Internacional

... Previsión de resultados del segundo trimestre: los sólidos beneficios empresariales ofrecerán apoyo al mercado.

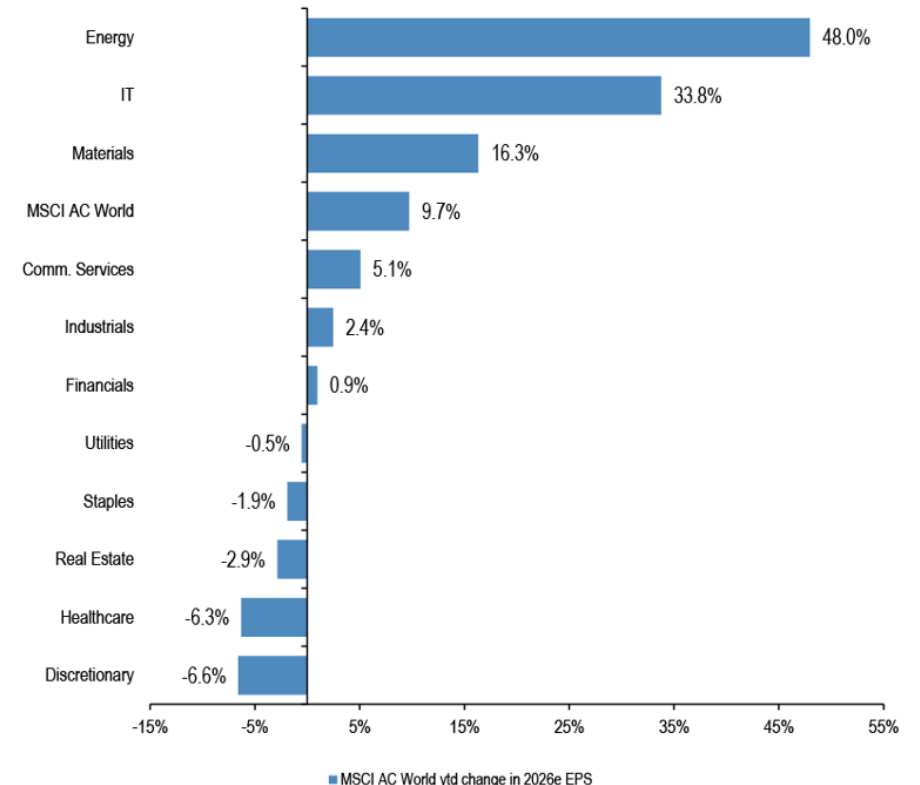
- También es importante destacar que la amplitud de las revisiones al alza de las utilidades esperadas es bastante notable. En el MSCI Europa, aproximadamente el 70% de los sectores han experimentado revisiones netas positivas de utilidades por acción en lo que va del año, en comparación con alrededor del 70% en EE. UU. y el 60% en Japón.

Cambios en las revisiones de utilidades por acción de los sectores MSCI Europe desde enero de 2026.

EPS Revisions	Current	Jan '26	Change
MSCI Europe	11%	-4%	15%
Energy	15%	-27%	43%
Materials	33%	-24%	57%
Industrials	21%	-1%	22%
Discretionary	-29%	-33%	4%
Staples	11%	-47%	59%
Healthcare	-14%	-16%	2%
Financials	28%	39%	-12%
IT	18%	25%	-7%
Telecoms	-14%	-9%	-5%
Utilities	12%	8%	4%
Real Estate	10%	-18%	28%

Source: IBES

Cambios en las revisiones de utilidades por acción de los sectores MSCI ACWI desde enero de 2026.

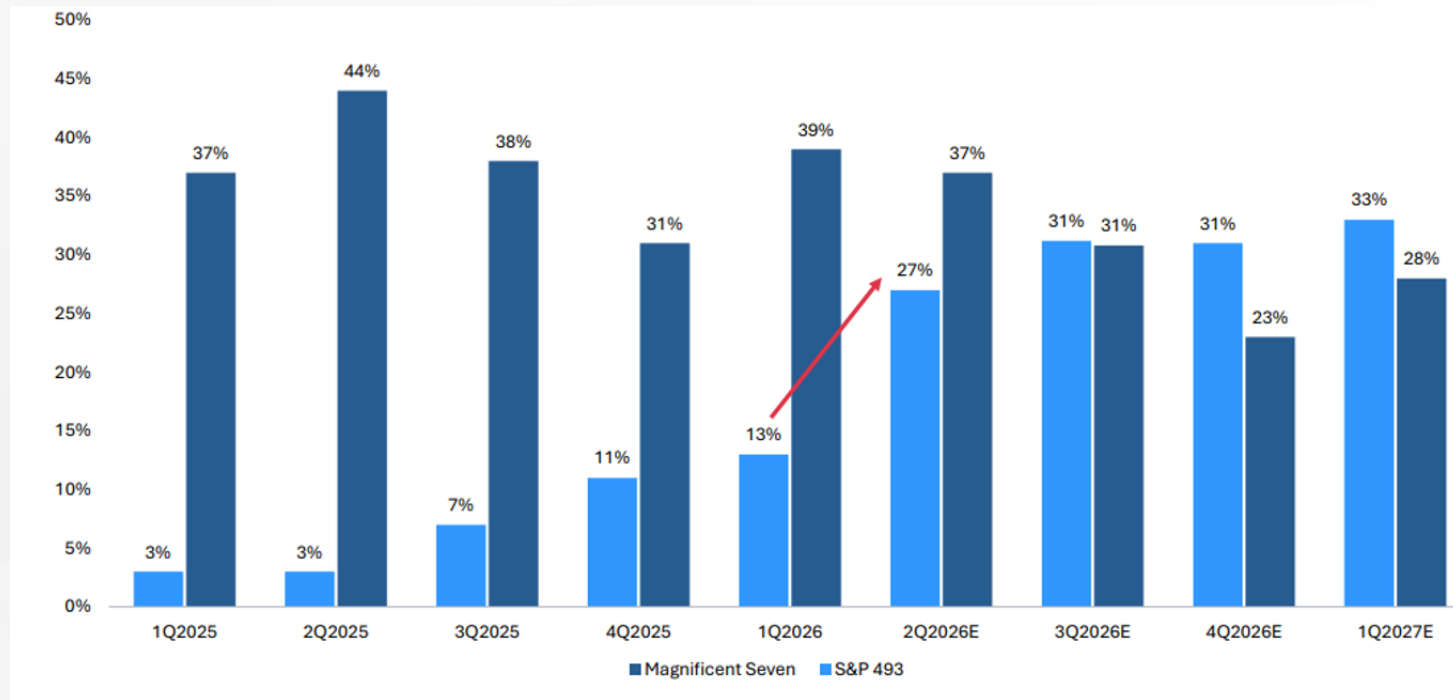


Estrategia Renta Variable Internacional

... **Previsión de resultados del segundo trimestre: los sólidos beneficios empresariales ofrecerán apoyo al mercado.**

- **Y la amplitud de las ganancias corporativas también viene mejorando, lo que es positivo para la sostenibilidad de la tendencia alcista del mercado americano.** Ya no es solo el aporte considerable del sector tecnológico en el crecimiento de utilidades de EE.UU, sino también, que sectores mas cíclicos - value que venían con crecimiento de utilidades de un dígito, es probable que puedan incluso igualar el crecimiento de gran tecnología en los próximos trimestres. **De ahí se entiende también la performance superior durante este año del índice Russell 2000 que ha doblado la rentabilidad del S&P 500.**

Magnificent Seven and S&P 500 Year over Year Growth

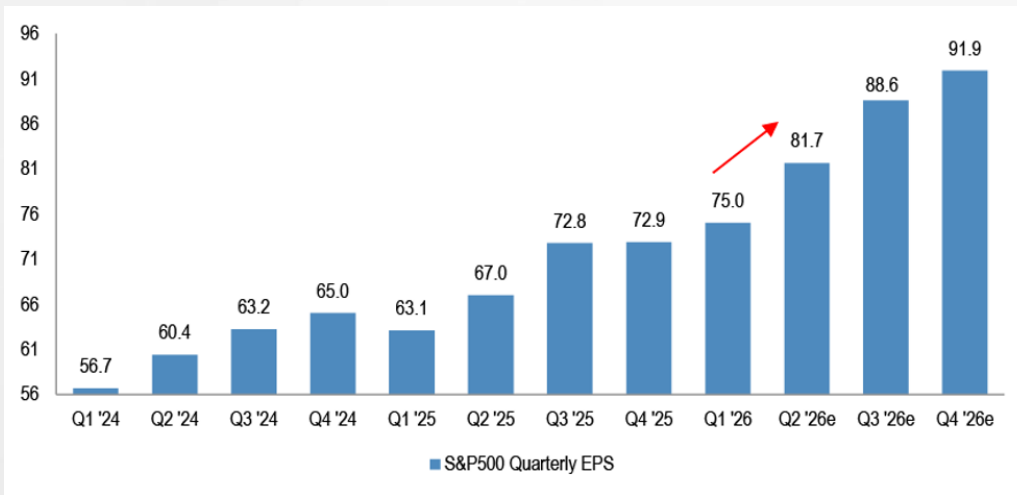


Estrategia Renta Variable Internacional

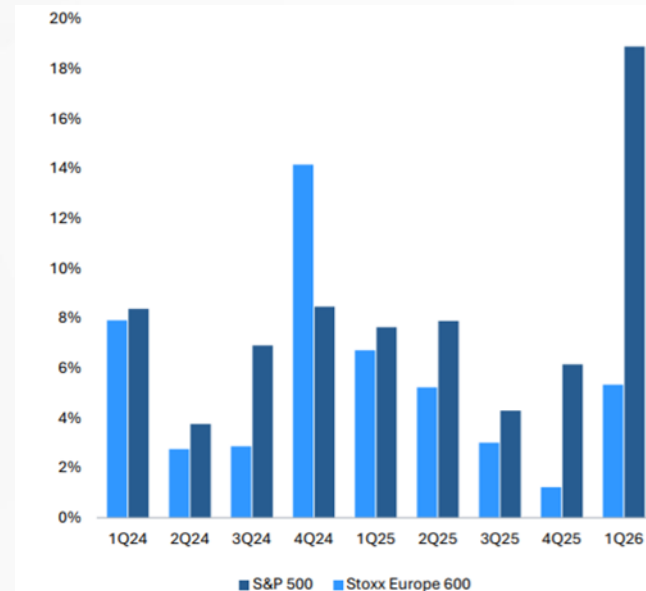
... **Previsión de resultados del segundo trimestre: los sólidos beneficios empresariales ofrecerán apoyo al mercado.**

- **Y este debería ser otro buen trimestre en términos de resultados para las principales regiones.** Los trimestres previos vienen precedidos de amplias sorpresas positivas en términos de resultados corporativos y esperamos que siga siendo el caso para el 2T26. **De ser así, las utilidades esperadas para los trimestres siguientes se seguirían revisando alza, aunque la amplitud de las revisiones de utilidades para el caso del S&P 500 ya es bastante notable.**

Utilidades por acción trimestrales del S&P 500 desde el primer trimestre de 2024



Sorpresas de utilidades S&P 500 y Ero Stoxx 600



Amplitud de las revisiones de utilidades del S&P 500

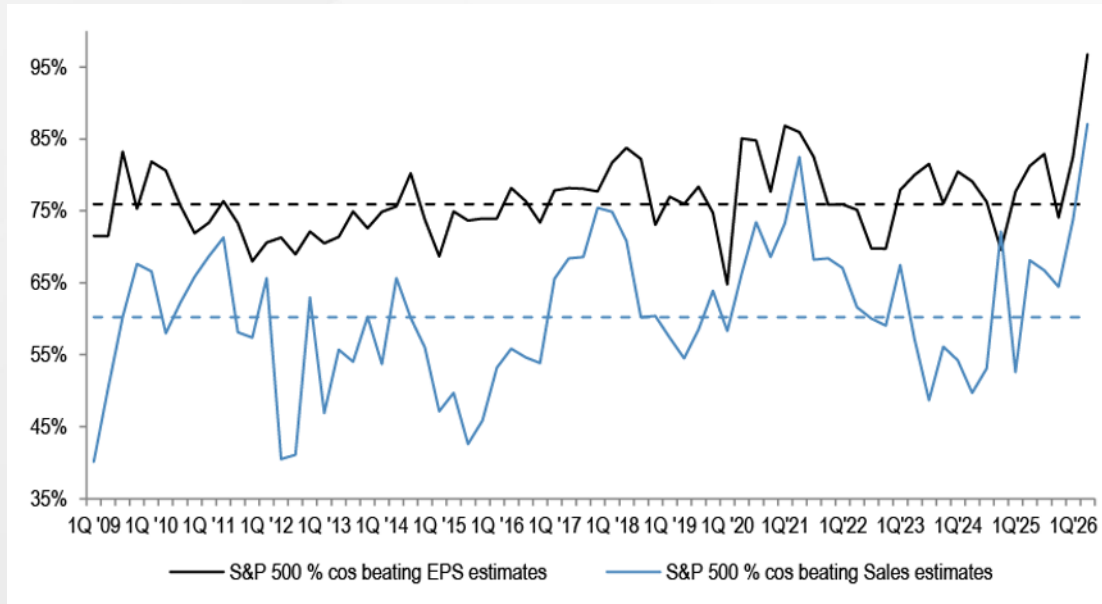


Oportunidades Renta Variable Internacional

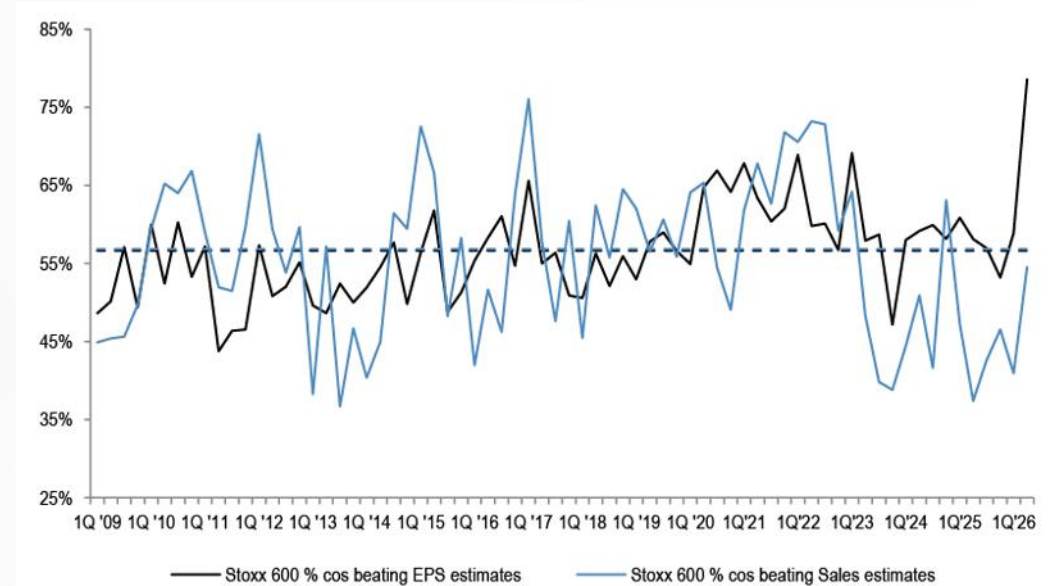
... y Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.

- **Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.** De las empresas que han presentado sus informes hasta el momento, la tasa de cumplimiento de las expectativas se sitúa en torno al 97%, por encima del promedio a largo plazo del 76%

Empresas del S&P 500 que superan las estimaciones de EPS y ventas.



Empresas del índice Stoxx600 que superan las estimaciones de EPS y ventas.



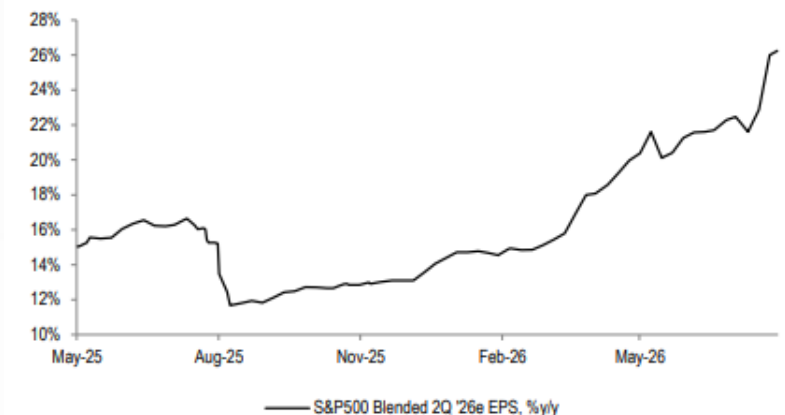
Oportunidades Renta Variable Internacional

Resultados del 2T26 siguen superando las expectativas del mercado.

- **Batiendo estimaciones.** Con un **57% de las compañías del S&P 500** habiendo reportado sus resultados del segundo trimestre, la temporada continúa mostrando un desempeño superior a lo esperado. Hasta ahora, el **86%** de las empresas ha superado las estimaciones de utilidades, por encima de su mediana histórica, mientras que el **70%** ha superado las estimaciones de ingresos. En Europa, con un **52%** de las compañías del **Stoxx 600** reportando, el **59%** ha superado las estimaciones de utilidades y el **62%** las de ingresos.
- **Sorpresas/crecimiento.** En Estados Unidos, las compañías del S&P 500 han registrado un crecimiento de utilidades de **20% anual**, superando las expectativas del mercado en **8 puntos porcentuales**, mientras que los ingresos crecen **12% anual**, con una sorpresa positiva de **3 puntos porcentuales**. Ocho de los once sectores reportan crecimiento de utilidades de dos dígitos, liderados por **financieras** y **tecnología**. En Europa, el crecimiento de utilidades alcanza **22% anual**, con una sorpresa positiva de **4 puntos porcentuales**, impulsado principalmente por el sector **energía**, aunque excluyéndolo las utilidades igualmente avanzan **10% anual**. Los ingresos crecen **10% anual**, también por encima de las expectativas.
- **Revisiones de EPS.** Desde el inicio de la temporada de resultados, las estimaciones de utilidades han continuado mejorando. En Estados Unidos, el **EPS blended del segundo trimestre** ha seguido revisándose al alza conforme avanzan los reportes y la proporción de compañías que **eleva su guía de utilidades** es la más alta desde **2021**, reflejando una mejora en las perspectivas corporativas. A nivel de consenso, el mercado continúa proyectando un sólido crecimiento de utilidades para 2026 y 2027, especialmente en Estados Unidos, donde las expectativas de crecimiento del EPS se mantienen por encima de las de otras regiones desarrolladas.
- **Resultados destacados.** En Estados Unidos, el **sector financiero** ha sido el principal contribuyente al crecimiento de utilidades del trimestre, seguido por **tecnología**, mientras que ocho de los once sectores reportan crecimiento de utilidades de dos dígitos. En Europa, el **sector energía** lidera el crecimiento gracias al alza de los precios energéticos, aunque la expansión de utilidades también se observa en la mayoría de los sectores, lo que confirma que la fortaleza de la temporada de resultados ha sido ampliamente generalizada.

	No. of cos reported / Total		% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
S&P500	250	/ 440	57%	86%	11%	8%	20%	70%	15%	3%	12%
Energy	7	/ 21	33%	86%	14%	19%	77%	100%	0%	10%	23%
Materials	15	/ 26	58%	80%	20%	6%	44%	73%	13%	2%	11%
Industrials	55	/ 74	74%	85%	11%	6%	11%	69%	16%	3%	9%
Discretionary	21	/ 34	62%	71%	24%	3%	8%	57%	19%	2%	5%
Staples	8	/ 21	38%	100%	0%	5%	9%	75%	13%	2%	16%
Healthcare	24	/ 54	44%	96%	4%	14%	19%	92%	0%	3%	7%
Financials	51	/ 75	68%	90%	8%	11%	27%	69%	16%	5%	16%
IT	27	/ 53	51%	85%	7%	11%	32%	78%	11%	3%	17%
Com. Services	9	/ 20	45%	78%	22%	-3%	9%	44%	33%	1%	15%
Utilities	13	/ 31	42%	77%	15%	4%	12%	38%	46%	-2%	5%
Real Estate	20	/ 31	65%	90%	10%	2%	12%	70%	5%	2%	14%
Ex-Financials & Real Estate	179	/ 334	54%	84%	12%	7%	18%	70%	16%	2%	11%
Ex-Energy	243	/ 419	58%	86%	11%	8%	19%	69%	15%	3%	11%
Cyclicals	118	/ 187	63%	82%	14%	8%	23%	69%	15%	3%	10%
Defensives	54	/ 126	43%	89%	9%	5%	12%	69%	19%	2%	10%

S&P500 Blended Q2 '26e EPS %y/y



Estrategia Renta Variable Internacional

... y Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.

- En particular, destacamos los resultados de los grandes bancos en EE.UU, que han superado ampliamente las expectativas para el segundo semestre.
- Trading récord o casi récord, liderado por acciones; banca de inversión se recupera con claridad. Ingresos por intereses en general en línea o levemente por sobre lo previsto. BAC y WFC liberaron provisiones, ambos destacan un consumidor estadounidense aún resiliente. Los bancos siguieron ganando eficiencia respecto a sus ingresos (ej. BAC hizo crecer sus ingresos muy por encima de sus gastos).

Resultados corporativos principales bancos. Amplias sorpresas positivas en EPS y ventas en el 2T26

Banco	Utilidad/acción reportada (US\$)	Utilidad/acción esperada (US\$)	Sorpresa utilidad	Ventas reportadas (US\$ bn)	Ventas esperadas (US\$ bn)	Sorpresa ventas
Goldman Sachs (GS)	US\$20,98	US\$14,38	+45,9%	US\$20,34	US\$16,12	+26,2%
J.P. Morgan (JPM) ¹	US\$7,70	US\$5,55	+38,7%	US\$57,35	US\$50,61	+13,3%
Morgan Stanley (MS)	US\$3,46	US\$2,93	+18,1%	US\$21,30	US\$19,62	+8,6%
Citigroup (C)	US\$3,15	US\$2,73	+15,4%	US\$24,77	US\$23,66	+4,7%
Wells Fargo (WFC)	US\$2,00	US\$1,72	+16,3%	US\$22,62	US\$21,87	+3,4%
Bank of America (BAC)	US\$1,21	US\$1,12	+8,0%	US\$31,60	US\$30,67	+3,0%

Estrategia Renta Variable Internacional

... y Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.

- En particular, destacamos los resultados de los grandes bancos en EE.UU, **que han superado ampliamente las expectativas para el segundo semestre.**

Ratios de capital mixto, rentabilidad como punto más fuerte y eficiencia batiendo expectativas en todos los bancos

Capital (CET1)		
Goldman Sachs	12.9%	+40pb
Citigroup	12.8%	+10pb
Morgan Stanley	14.8%	-30pb
J.P. Morgan	14.1%	-20pb
Bank of America	11.2%	estable
Wells Fargo	10.3%	estable

QoQ en JPM y MS baja por mayor actividad y recompras, no por debilidad.

Rentabilidad (ROE)	
Morgan Stanley	27.1%
J.P. Morgan	23.5%
Goldman Sachs	23.5%
Bank of America	17.7%
Citigroup	11.4%

Mayoría por sobre sus metas de mediano plazo; Citi en línea con su objetivo de 10%-11%.

Eficiencia (vs. consenso)		
Morgan Stanley	65.1%	~295pb mejor
Citigroup	57.1%	~220pb mejor
J.P. Morgan	48.0%	~170pb mejor
Wells Fargo	61.6%	~130pb mejor
Bank of America	58.6%	~120pb mejor
Goldman Sachs*	58.8%	vs. 62.0% hace 1 año

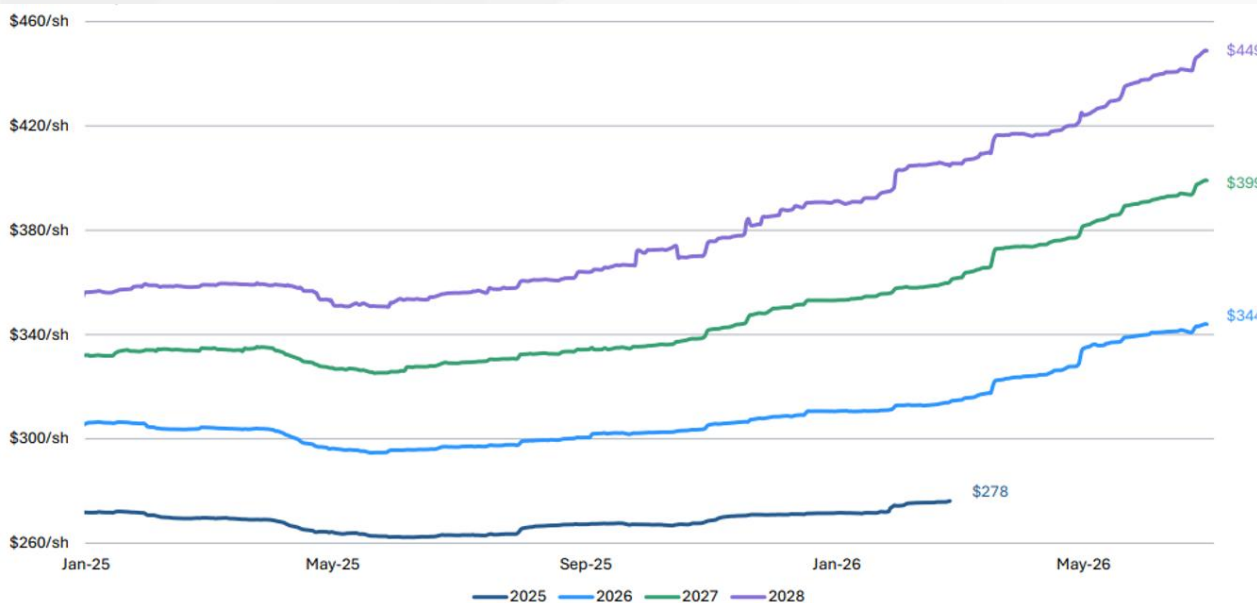
*Cifra semestral. Mejora impulsada por ingresos creciendo más que los costos (no por recortes); excepción: WFC, que además redujo dotación y ganó eficiencia tecnológica.

Estrategia Renta Variable Internacional

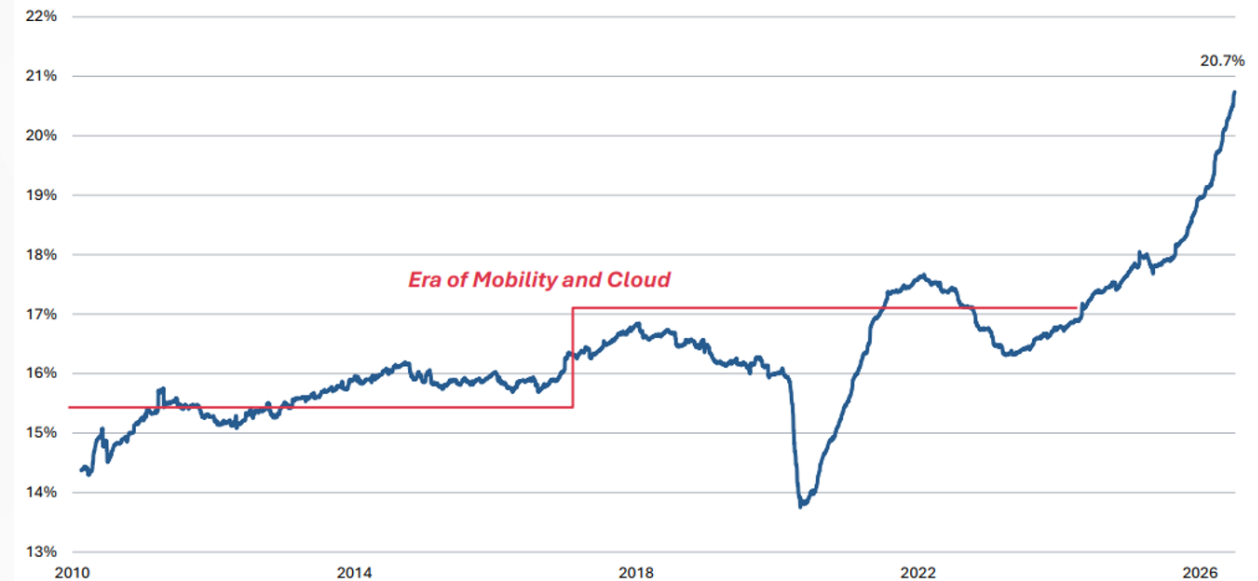
... y Los primeros resultados del segundo trimestre están siendo muy positivos.

- Finalmente, mirando mas allá del trimestre en curso, las nuevas previsiones de utilidades para el periodo 2026-2028 han aumentado considerablemente y las expectativas de aumento de la productividad son sustanciales.

S&P 500 Earnings Estimates



S&P 500 forward operating margin



Oportunidades de Inversión Sector Bancario US KBW ETF

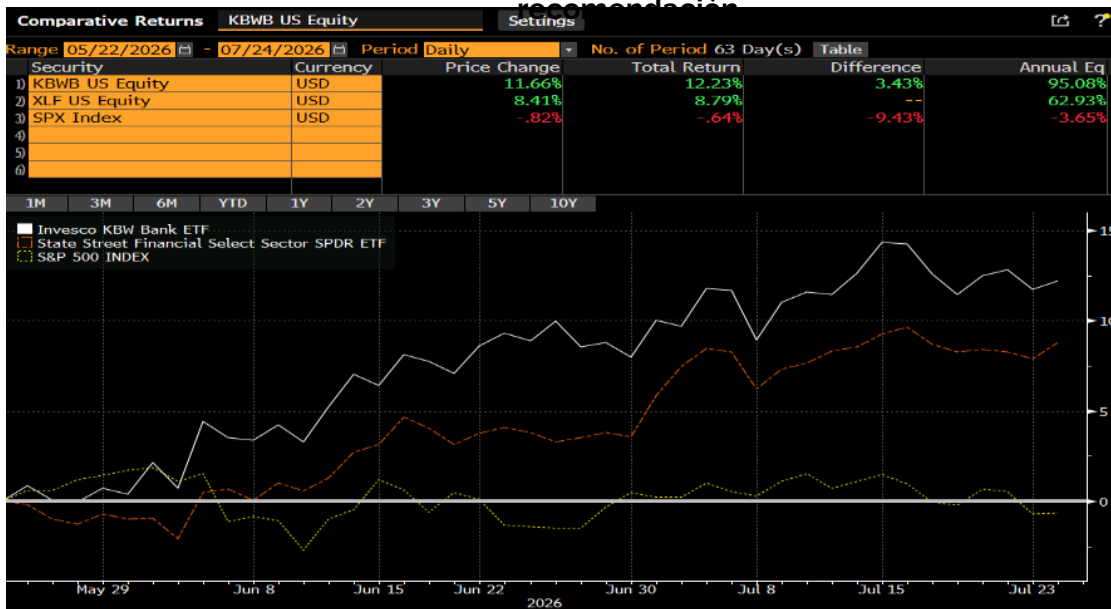
Oportunidades Sector Bancario S&P 500

El sector bancario sigue mostrando siendo un sector destacado dentro del S&P 500

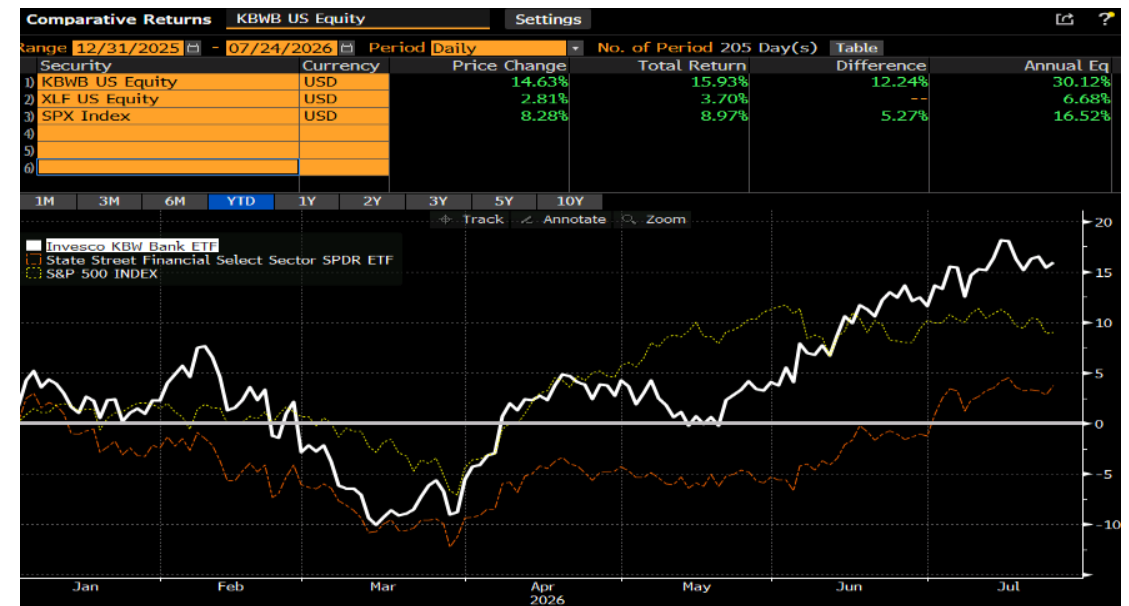
Desde nuestra ultima recomendación, los bancos US, han seguido mostrando un desempeño superior dentro del mercado americano. [Ver informe](#). Desde el 22 de mayo los bancos acumulan un desempeño de +12,3% vs el +8,7% del sector ampliado y el -0,64% del S&P 500, **consolidándose como uno de los sectores más rentables de los últimos 12 meses superando incluso al gran sector de tecnología.**

Esperamos que el buen desempeño se sostenga, **sobre todo después de los buenos resultados del segundo trimestre que superaron ampliamente las expectativas del mercado.**

Desempeño Bancos vs sector financiero US y S&P 500 desde recomendación



Desempeño Bancos vs sector financiero US y S&P 500 YTD

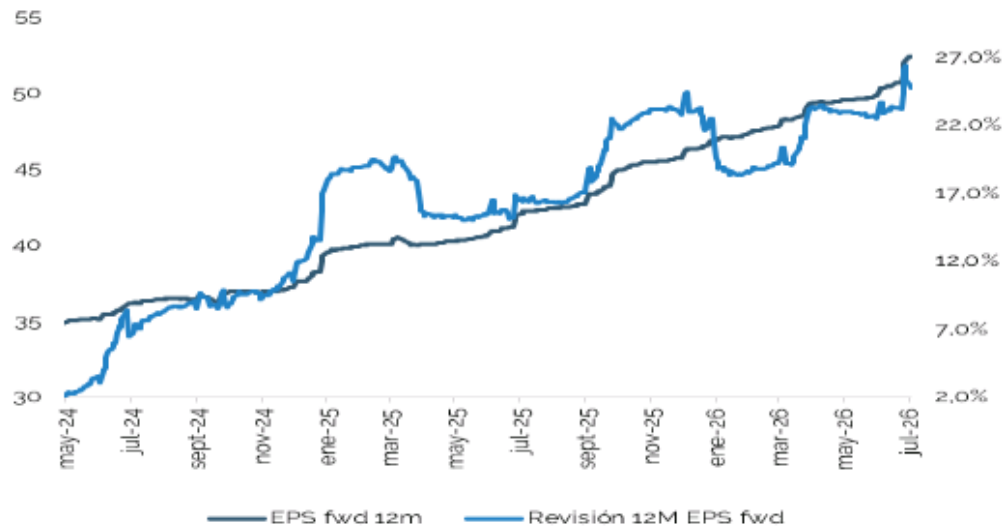


Oportunidades Sector Bancario S&P 500

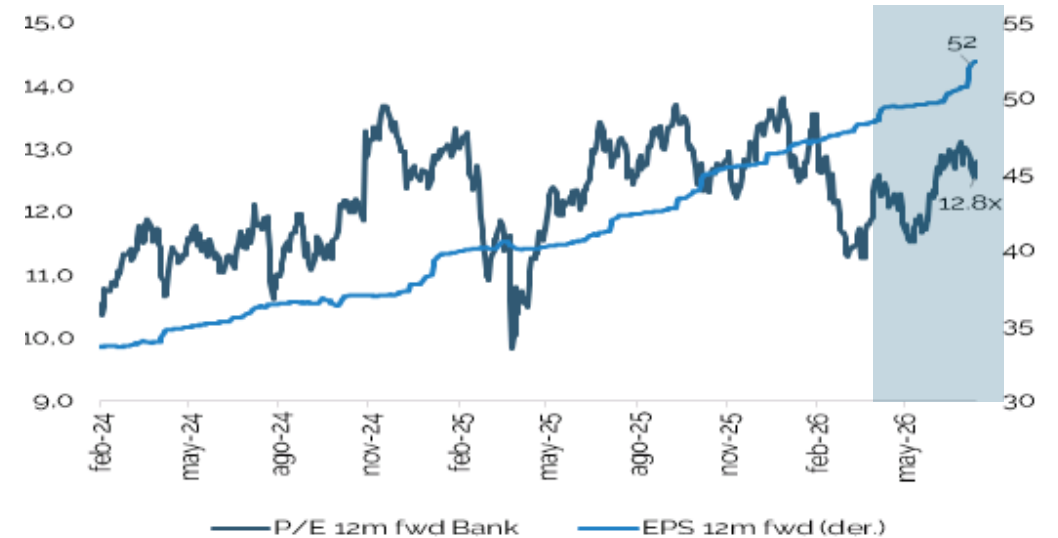
Sector Financiero US. Fundamentos y Valoración.

Mientras tanto el crecimiento de las utilidades futuras de los bancos continúa en aumento (actualmente en torno a un 16%), mientras que las valorizaciones siguen siendo atractivas.

En los últimos 12 meses las utilidades esperadas para el sector financiero se han revisado 25% al alza



Sector Bancos. Compresión de múltiplos P/E a pesar de que las Utilidades esperadas por acción se han mantenido al alza para los próximos 12 meses



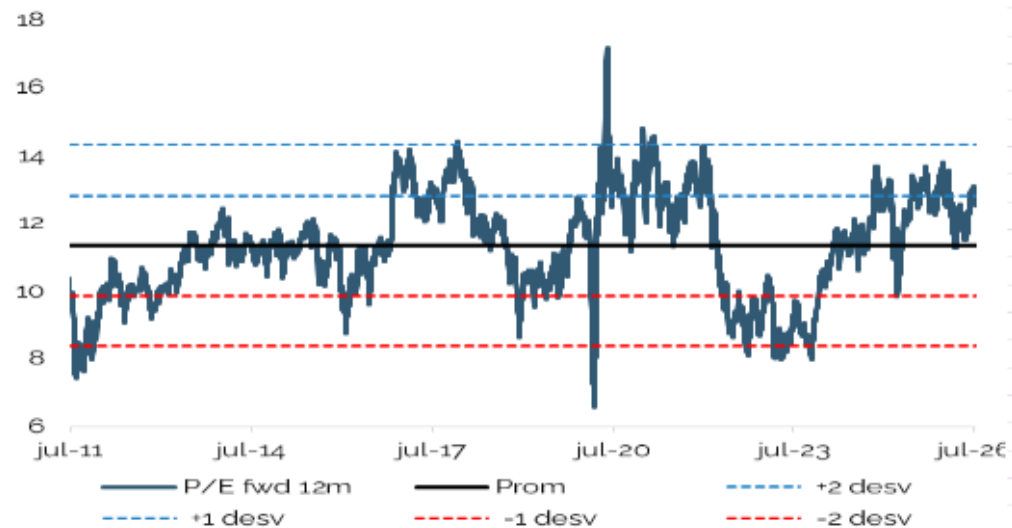
Oportunidades Sector Bancario S&P 500

Sector Financiero US. Valorización.

Si bien los múltiplos se han expandido recientemente, el sector sigue transando cercanos a sus promedios de largo plazo

Valorizaciones absolutas en niveles cercanos a promedios, **y un descuento de 35% respecto al promedio de valorización frente al S&P 500**

Sector Bancario múltiplo P/U fwd 12m



Sector Bancario valorización relativa S&P 500 (P/U fwd 12m)

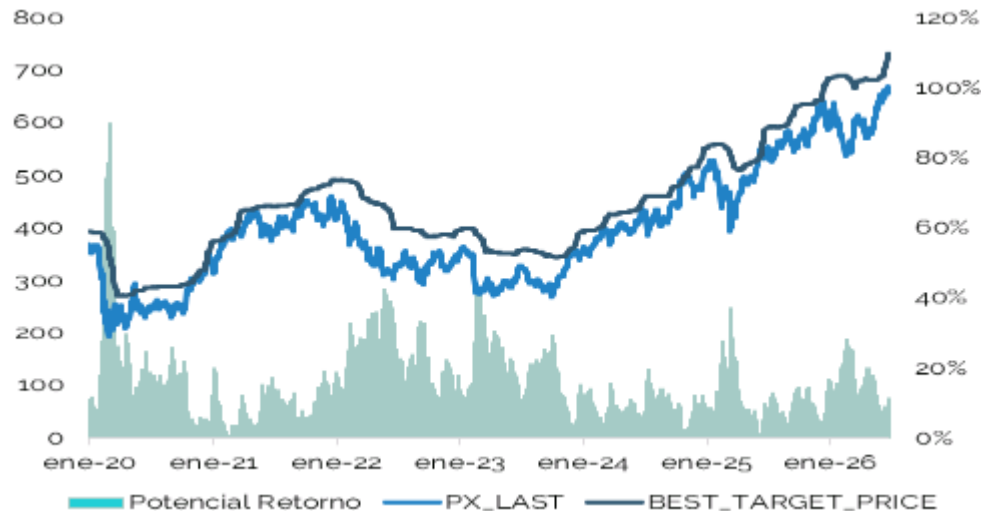


Oportunidades Sector Bancario S&P 500

Sector Financiero US. Alto Potencial

- Los precios objetivo de consenso implican retornos adicionales en torno al 10%.

S&P 500 Banks sector target price vs px last



Principales posiciones ETF Bank US (KBWB)

Compañía	% del ETF	Precio Actual	Retorno Año Actual	Target Price	Upside/Downside Potencial
BANK OF AMERICA CORP	8.63	62,1	14,1%	69,0	11,2%
JPMORGAN CHASE & CO	8.47	353,2	11,2%	390,0	10,4%
WELLS FARGO & CO	7.99	86,3	-6,4%	100,0	15,8%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	7.43	1061,2	21,9%	1170,7	10,3%
MORGAN STANLEY	7.41	214,5	22,1%	240,6	12,2%
STATE STREET CORP	4.28	185,4	46,3%	203,6	9,8%
US BANCORP	4.19	64,0	22,1%	69,3	8,4%
FIFTH THIRD BANCORP	4.13	57,4	24,6%	62,9	9,6%
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	4.09	158,9	38,6%	175,0	10,1%
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP	4.07	251,0	23,1%	279,3	11,3%
M & T BANK CORP	4.00	249,6	25,6%	259,3	3,9%
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	3.87	202,8	-15,6%	256,5	26,5%
TRUIST FINANCIAL CORP	3.85	51,8	7,4%	54,9	6,1%
HUNTINGTON BANCSHARES INC	3.81	17,4	2,0%	20,1	16,1%
CITIGROUP INC	3.77	132,2	14,4%	155,1	17,4%

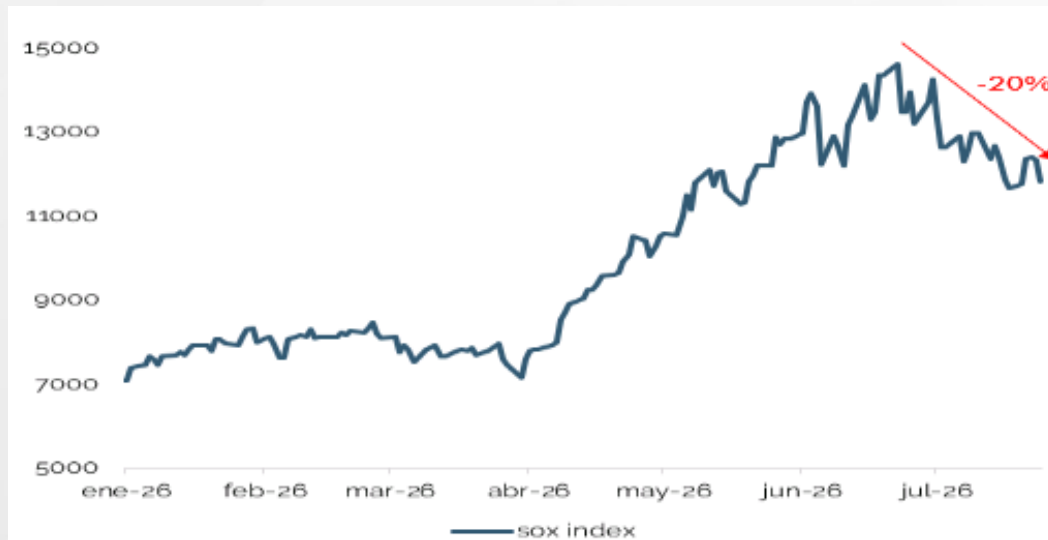
Oportunidades de Inversión Sector Tecnológico US XLK ETF; MAGS ETF

Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

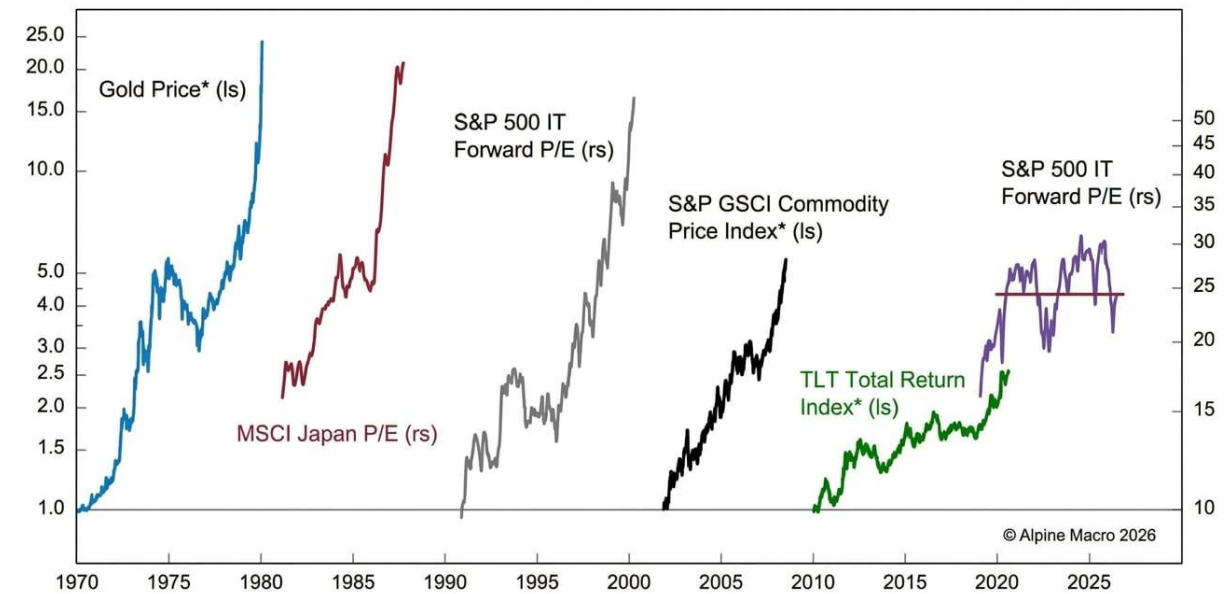
Las acciones vinculadas a la IA han tenido dificultades en las últimas semanas...

- Diversas acciones vinculadas a la IA han sufrido un fuerte retroceso en las últimas semanas.
- Las acciones de empresas de memoria en EE.UU, como Micron, también llegaron a caer un 30%, mientras que el índice de semiconductores (SOX) se ha ajustado un 20% desde sus máximos recientes.
- Pero estos ajustes los seguimos interpretando como oportunidades de compra, **en un contexto donde el auge de la IA ha sido impulsado por un crecimiento extraordinario de las utilidades en lugar de expansiones descontroladas de los múltiplos**

Índice SOX desempeño acumulado Ytd



El auge de la IA ha sido impulsado por un crecimiento extraordinario de las utilidades en lugar de expansiones descontroladas de los múltiplos

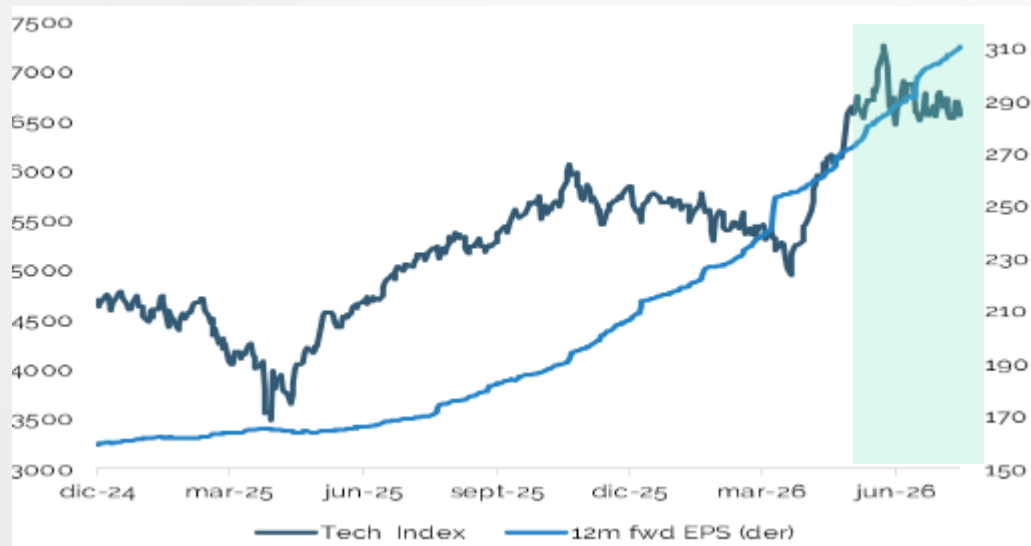


Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

... Y esto ha abierto una brecha entre precios y fundamentos

- Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones tecnología ya **que estas acciones han retrocedido a pesar de la continua solidez de las utilidades. Dado que los fundamentos se mantienen sólidos, creemos que los inversionistas deberían aumentar su participación en este sector durante el 3T26**
- Las utilidades esperadas en el sector tecnológico se han revisado un 82% al alza en los últimos 12 meses

Tech Sector vs estimación de utilidades fwd



Tech Sectors . Compresión de múltiplos P/E a pesar de que las utilidades esperadas por acción se han mantenido al alza para los próximos 12 meses



Oportunidades Renta Variable Internacional

... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- El sector tecnológico en EE.UU. en tanto que ha caído un 13% desde sus máximos recientes se ha ajustado -5x desde comienzo de año, pasando cotizar a 27x P/U fwd 12m a 21x, y cercanos a sus promedios de largo plazo. **Esto significa, que la prima respecto al S&P 500 disminuyó del 30% desde mediano de 2025 y de 20% a inicios de 2026 a solo 10% (en tono a su media histórica)**

Tech Sector P/E fwd 12m



Tech Sector P/E fwd 12m relativo S&P 500

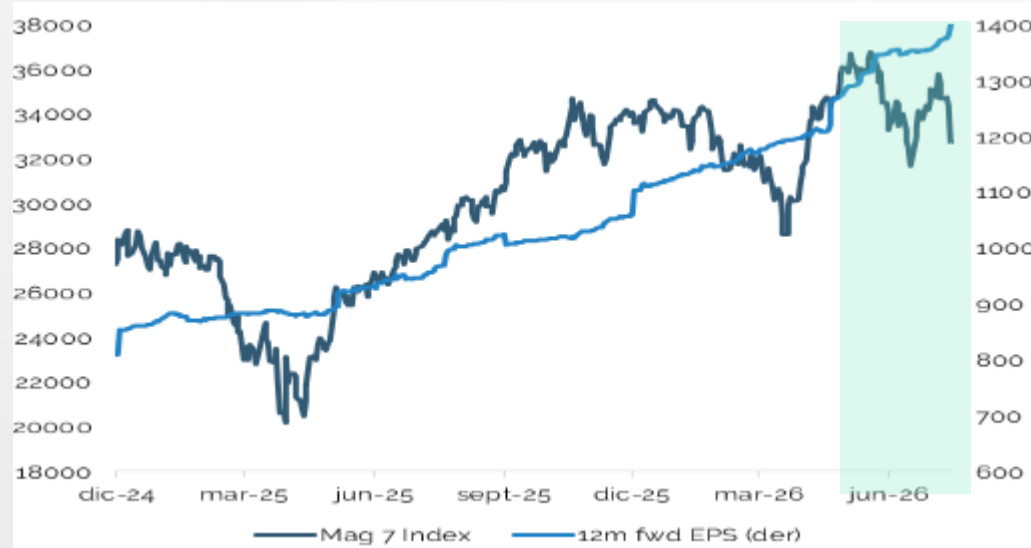


Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

... Y esto ha abierto una brecha entre precios y fundamentos

- Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones de tecnología, ya **que estas acciones han retrocedido a pesar de la continua solidez de las utilidades. Dado que los fundamentos se mantienen sólidos, creemos que los inversionistas deberían aumentar su participación en este sector durante el 3T26**
- Las utilidades esperadas n el sector de semis conductores se han revisado un 45% al alza en los últimos 12 meses

Mag 7 Sector vs estimación de utilidades fwd



Mag 7. Compresión de múltiplos P/E a pesar de que las utilidades esperadas por acción se han mantenido al alza para los próximos 12 meses

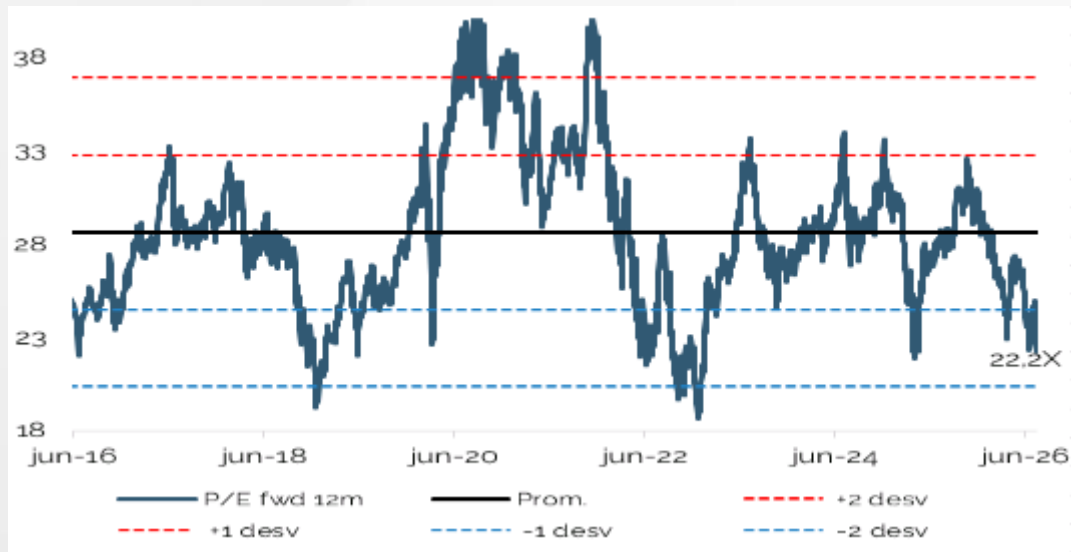


Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- Y el grupo de acciones de Mag 7, muchas de ella hiperescaladores (principalmente Alphabet, Amazon, Microsoft y Meta) en este ciclo de inversión IA, se ha ajustado -7x desde comiendo de año, pasando cotizar a 22x P/U fwd 12m a 30x, y cercanos a sus mínimos de valorización en los últimos 10 años. **Esto significa, que la prima respecto al S&P 500 disminuyó del 40% desde fines del 2025 a solo 15% la menor prima en los últimos 10 años un desde que comenzó el auge de la IA.**

Mag 7 index P/E fwd 12m



Mag 7 index P/E fwd 12m relativo S&P 500

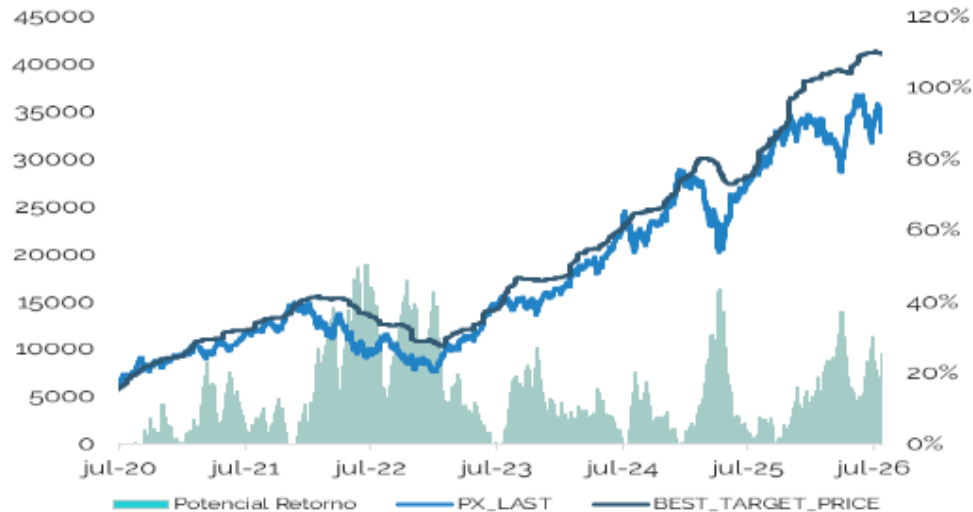


Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

Sector Tecnológico US. Alto Potencial

- Los precios objetivo de consenso implican retornos adicionales en torno al 25%.

S&P 500 Magnificent Seven target price vs px last



Principales posiciones Magnificent Seven ETF (MAGS)

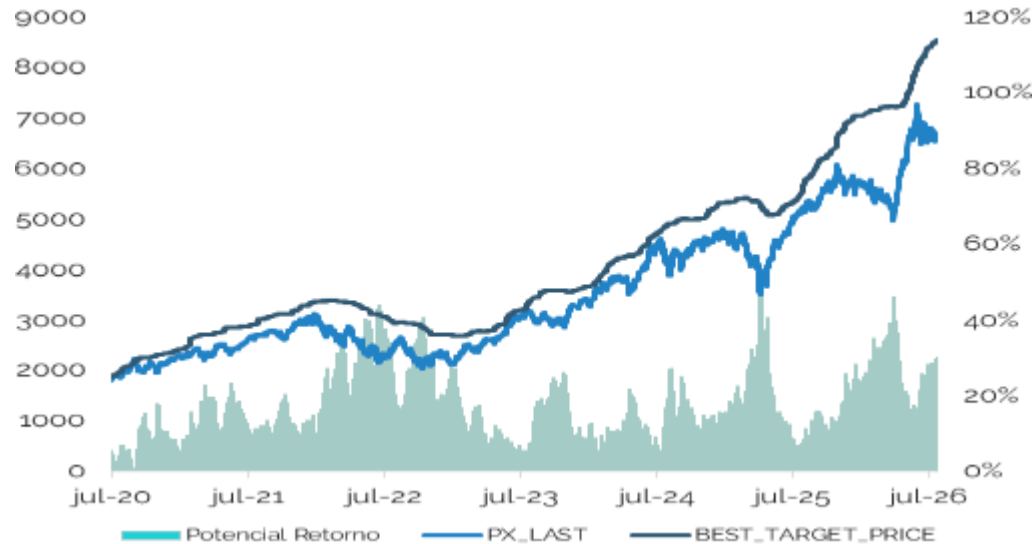
Compañía	% del ETF	Precio Actual	Retorno Año Actual	Target Price	Upside/Downside Potencial
APPLE INC	16.78	333,0	22,7%	365,0	9,6%
META PLATFORMS INC-CLASS A	15.36	595,2	-9,7%	815,0	36,9%
NVIDIA CORP	15.04	206,8	11,0%	304,2	47,1%
MICROSOFT CORP	14.90	381,7	-20,7%	557,0	45,9%
AMAZON.COM INC	14.11	232,1	0,6%	315,3	35,8%
ALPHABET INC-CL A	12.98	319,7	2,3%	428,9	34,2%
TESLA INC	10.71	313,0	-30,4%	398,5	27,3%

Oportunidades Sector Tecnológico S&P 500

Sector Tecnológico US. Alto Potencial

Los precios objetivo de consenso implican retornos adicionales en torno al 30%.

Tech sector target price vs px last



Principales posiciones Tech sector ETF (XLK)

Compañía	% del ETF	Precio Actual	Retorno Año Actual	Target Price	Upside/Downside Potencial
NVIDIA CORP	14.16	206,8	11,0%	304,2	47,1%
APPLE INC	13.83	333,0	22,7%	365,0	9,6%
MICROSOFT CORP	8.01	381,7	-20,7%	557,0	45,9%
BROADCOM INC	5.11	381,9	10,8%	524,2	37,2%
ADVANCED MICRO DEVICES	4.58	522,0	143,7%	571,4	9,5%
MICRON TECHNOLOGY INC	4.04	921,0	222,9%	1.589,5	72,6%
CISCO SYSTEMS INC	3.11	114,2	50,4%	132,3	15,9%
INTEL CORP	2.94	92,3	150,2%	118,3	28,2%
APPLIED MATERIALS INC	2.63	536,3	109,2%	623,0	16,2%
LAM RESEARCH CORP	1.95	305,2	78,6%	392,6	28,6%
PALANTIR TECHNOLOGIES INC-	.90	122,9	-30,8%	188,7	53,5%
KLA CORP	1.81	210,5	73,7%	241,5	14,7%
PALO ALTO NETWORKS INC	1.76	323,8	75,8%	346,8	7,1%
TEXAS INSTRUMENTS INC	1.47	279,6	63,0%	326,5	16,8%
SANDISK CORP	1.39	1.436,6	505,2%	2.254,6	56,9%
INTL BUSINESS MACHINES CORP	1.35	214,2	-26,7%	248,2	15,9%
ORACLE CORP	1.32	115,0	-40,4%	253,3	120,3%

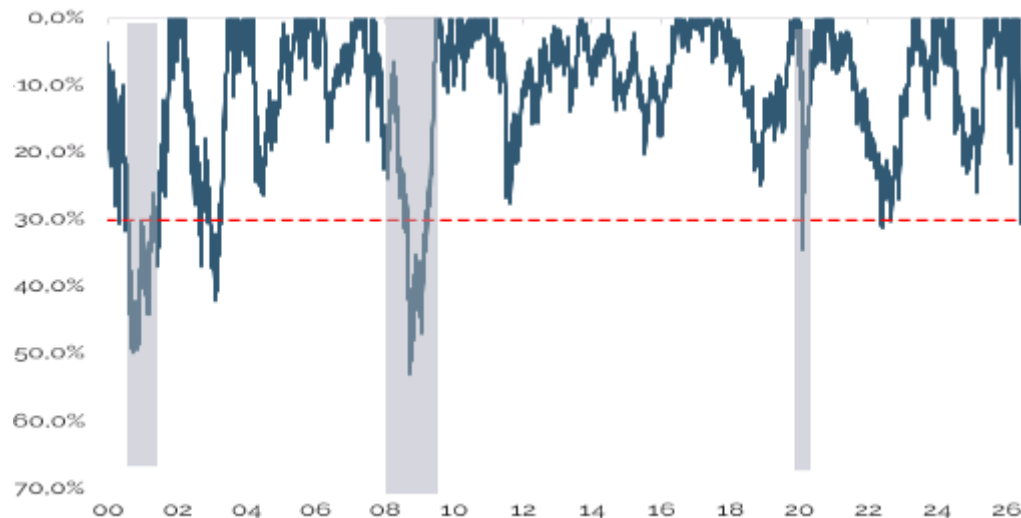
Oportunidades de Inversión Mercados Emergentes EWY ETF/EEM ETF

Oportunidades Mercados EM: Corea EWY ETF

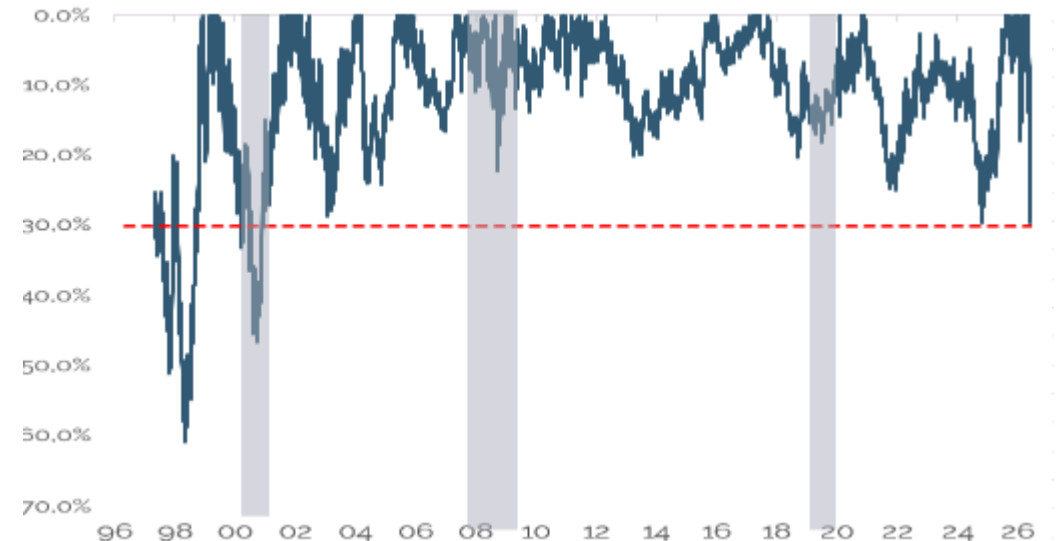
El mercado Coreano ha sufrido una de las mayores caídas no recesivas con un drawdown de -30% respecto al mercado

- **La corrección sobre todo del sector de semiconductores y memoria se puede deber a varios factores**. La noticia de que Meta podría estar buscando vender el acceso a sus recursos y modelos informáticos se interpretó como una señal de la intención de la compañía de monetizar su infraestructura y preservar la flexibilidad en su utilización. Esto generó preocupación por el riesgo de sobredimensionamiento, cuestionando el gasto de capital futuro de los hiperescaladores y el momento en que podría materializarse una mayor demanda de chips y memoria para IA. Además, los informes de que Apple ha estado evaluando la posibilidad de comprar memoria a proveedores chinos aumentaron los temores sobre la posible amenaza al poder de fijación de precios y los márgenes de los actores coreanos establecidos si la capacidad china se incrementa.
- Es probable que la preocupación por un mayor enfoque en la eficiencia de los tokens también haya influido en estas empresas, así como las noticias sobre laboratorios de IA chinos como Moonshot, que están reduciendo la brecha tecnológica con Estados Unidos.
- Si bien también influyó algún cambio en los fundamentos, **la mayor parte de la caída probablemente se debió a factores técnicos. Hasta hace unas semanas, el repunte de las acciones de semiconductores había llevado los indicadores de posicionamiento a su nivel más alto desde 1999-2000.**

1Y Max Drawdown sector MSCI Corea



1Y Max Drawdown del MSCI Corea respecto al mercado (MSCI ACWI)

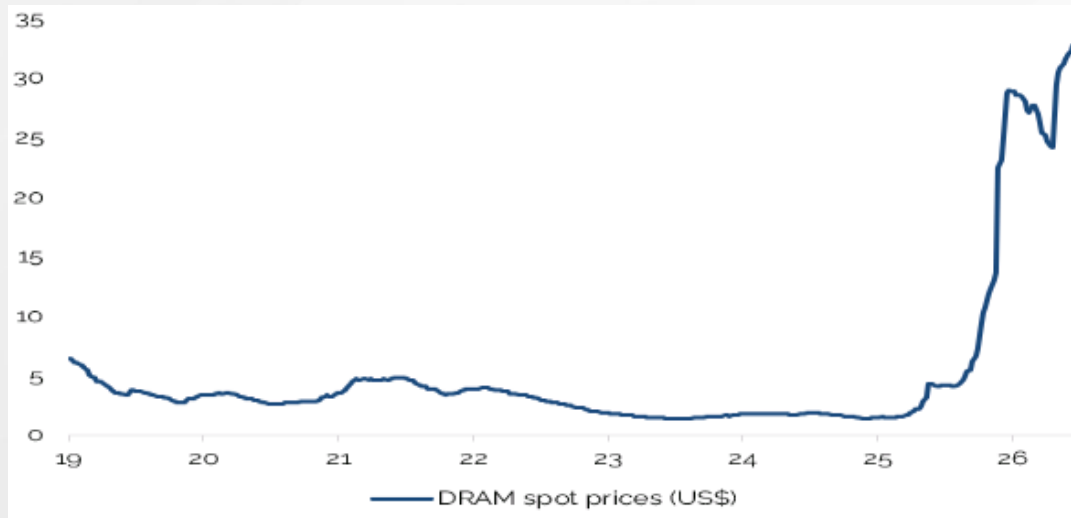


Oportunidades Mercados EM: Corea EWY ETF

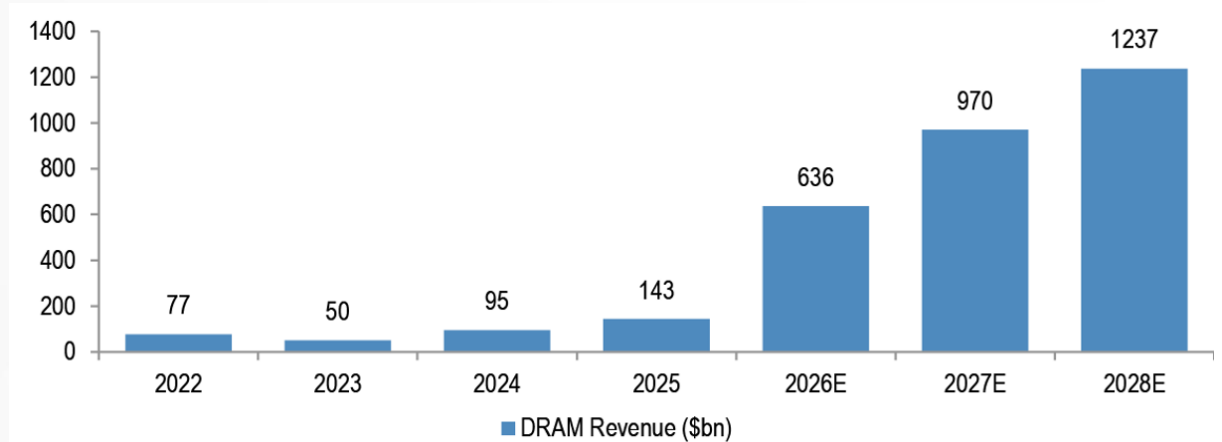
... pero muchos de los factores fundamentales clave siguen en juego.

- A pesar de la reciente disminución de la confianza en las marcas de memoria, **observamos que los precios de la DRAM se han mantenido elevados. Esto apunta a una escasez estructural de oferta y demanda de DRAM/NAND que se extiende hasta 2028**, en consonancia con la previsión recientemente revisada de Micron de una escasez de oferta y demanda más allá de 2027, ya que la creciente demanda impulsada por la IA y los servidores, junto con la priorización de HBM, mantiene la oferta convencional de DRAM y NAND ajustada
- JPM prevé que esta escasez de oferta y demanda se traduzca en un crecimiento saludable de los ingresos por DRAM y NAND durante los próximos 3 años.

Precios de memoria DRAM



Ingresos por DRAM

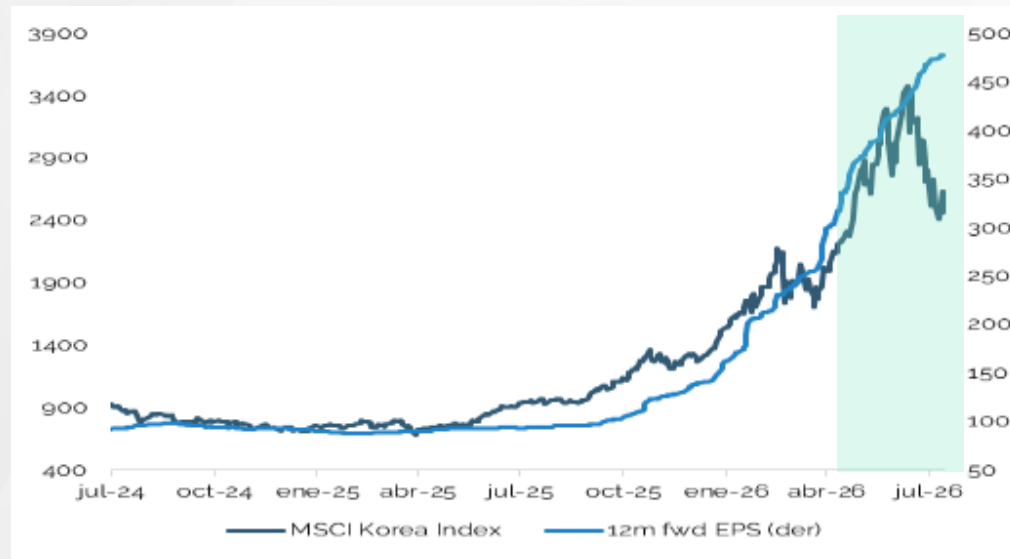


Oportunidades Mercados EM: Corea EWY ETF

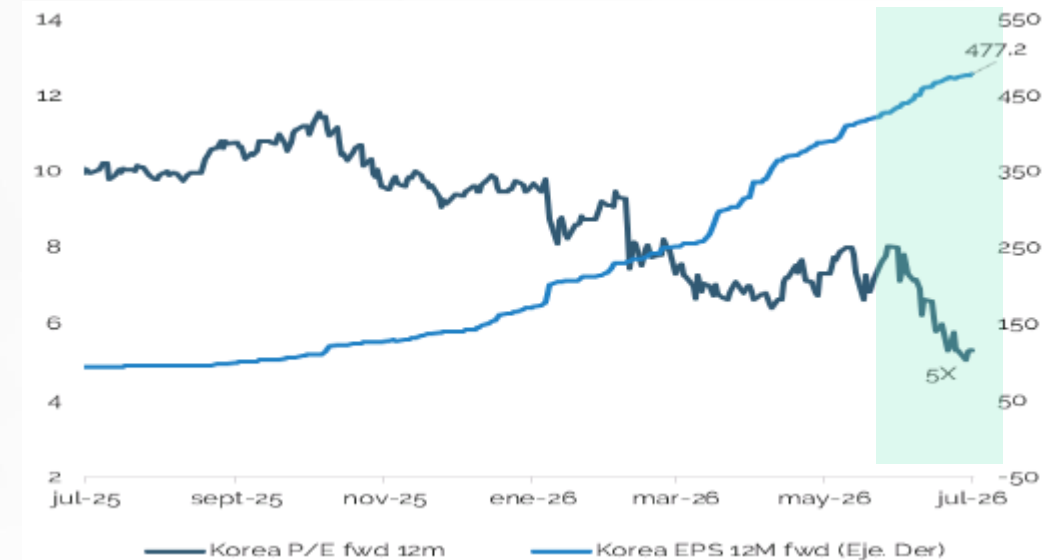
... Y esto ha abierto una brecha entre precios y fundamentos

- Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones de semiconductores (y otros mercados fuertemente indexados al mercado de memoria como Korea y EM) y sus ganancias relativas, ya **que estas acciones han retrocedido a pesar de la continua solidez de las utilidades. Dado que los fundamentos se mantienen sólidos, creemos que los inversionistas deberían aumentar su participación en este sector durante el 3T26**
- Las utilidades esperadas en Corea se han revisado un 400% al alza en los últimos 12 meses, en línea con como se han multiplicado el precio de las memorias DRAM

MSCI Korea vs estimación de utilidades fwd



MSCI Corea. Compresión de múltiplos P/E a pesar de que las utilidades esperadas por acción se han mantenido al alza para los próximos 12 meses

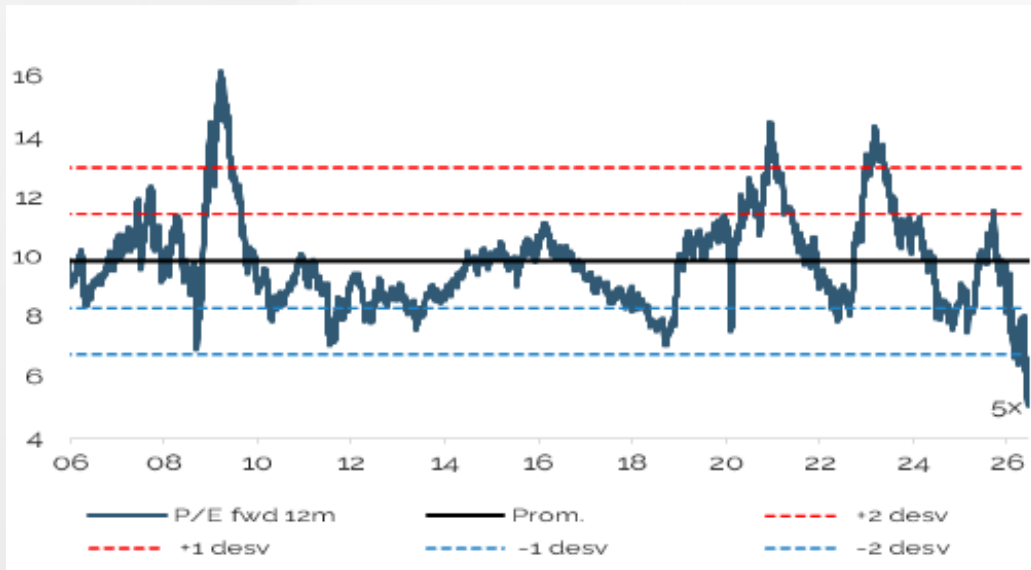


Oportunidades Mercados EM: Corea EWY ETF

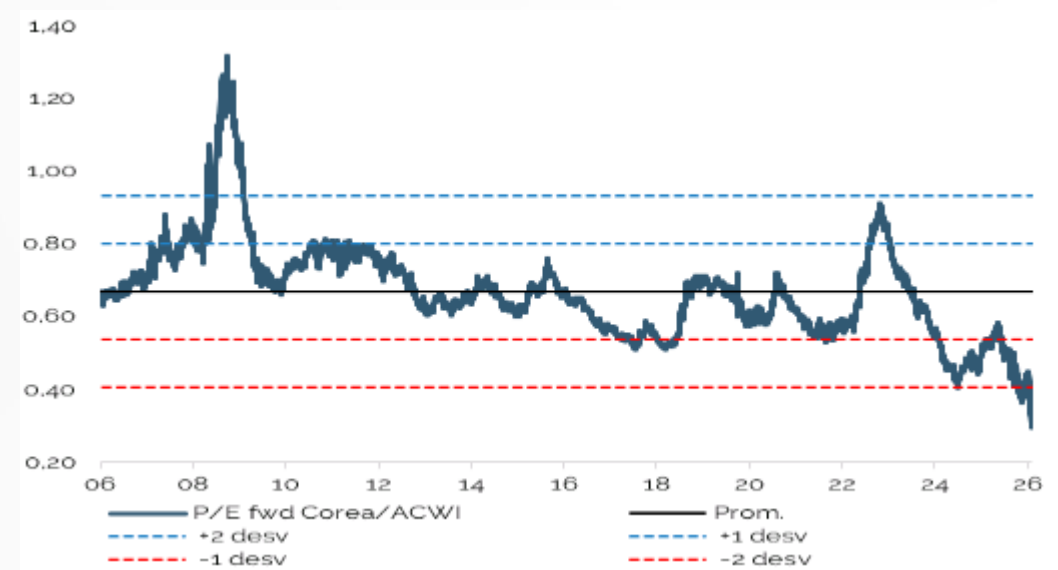
... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- El mercado coreano en tanto se ha ajustado -3x en el último mes, pasando cotizar a 8x P/U fwd 12m a 5x, un descuento histórico. **Esto significa, que el descuento respecto a la renta variable global medida pro el MSCI ACWI es el 70%, un nuevo mínimo histórico.**

MSCI Corea P/E fwd 12m



MSCI Corea valorización relativa MSCI ACWI (P/U fwd 12m)

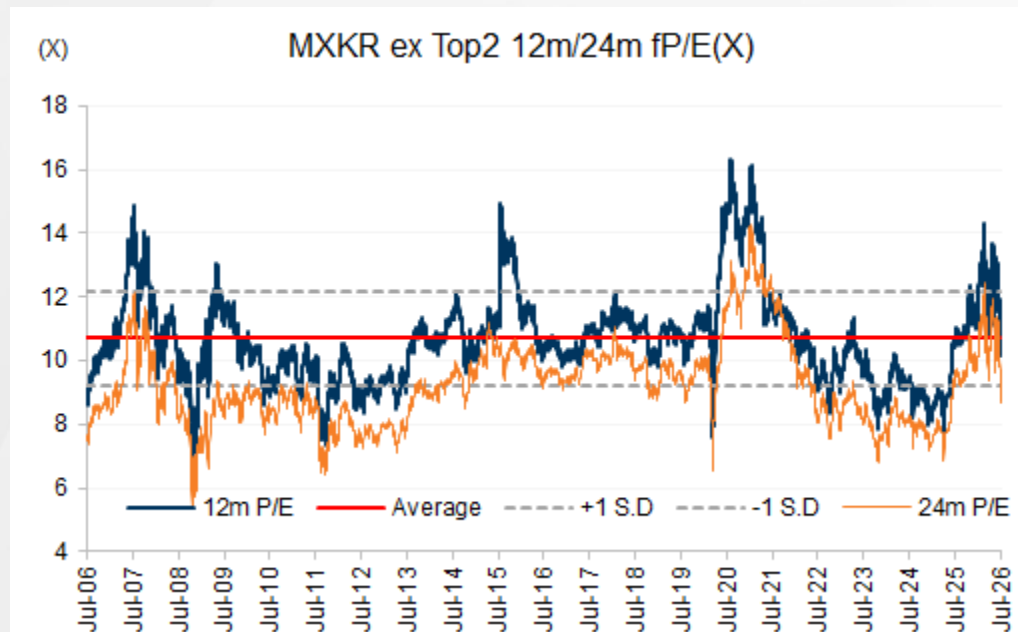


Oportunidades Mercados EM: Corea EWY ETF

Mercado Coreano. Alto Potencial

- El ejercicio demuestra que, incluso asumiendo un escenario macro severamente adverso, el índice presenta un potencial alcista debido a una asimetría extrema por valoración.
- La caída reciente llevó al forward P/E del KOSPI a 5,6x, un nivel inferior al suelo de la Gran Crisis Financiera de 2008 y su menor registro desde 2004.
- El modelo estresa el consenso actual aplicando un recorte del -33% (mediana histórica de caídas en crisis), deprimiendo el EPS de 1175 a 787.
- Se aplica sobre el EPS deprimido un múltiplo de 11.4x, que representa la mediana histórica de valoración en los pisos cíclicos del mercado coreano.
- La combinación de estas dos variables de crisis arroja un valor fundamental teórico de 8936 puntos, ubicándose significativamente por sobre el nivel de cotización actual (~6516 puntos). Esto implica un upside de 35%.

Corea, excluyendo los 2 nombres principales, presenta ratios precio/utilidad (P/E) a 12 y 24 meses de 10,1x y 8,6x respectivamente.



Incluso asumiendo revisiones a la baja significativas de las ganancias y una valoración en el mínimo histórico de ganancias, KOSPI tiene potencial alcista en comparación con el nivel actual.

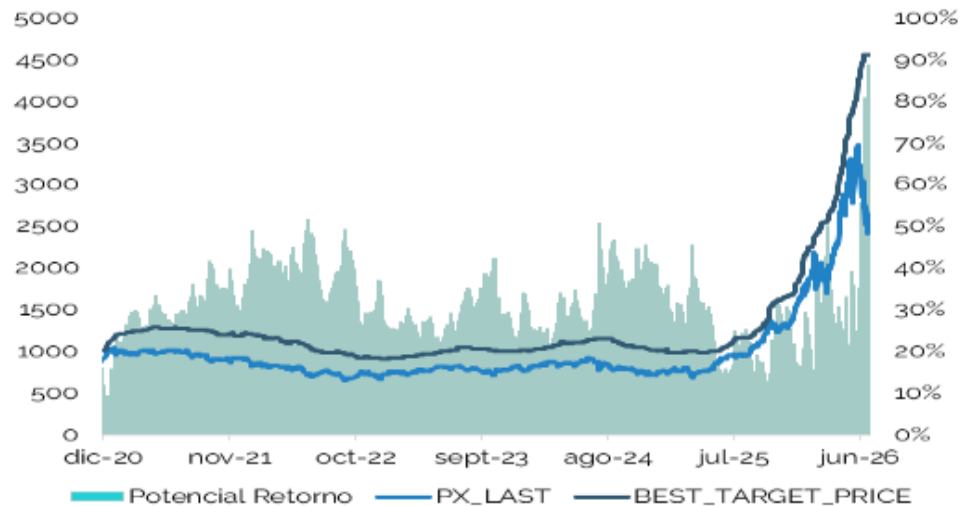
EPS Peak Date	EPS Level	EPS Trough Date	EPS Level	EPS Downgrade (%)	NTM P/E (X)	
					At the EPS Peak	At the EPS Trough
7/4/2008	171.1	4/3/2009	100.6	-41%	9.3	13.0
6/26/2012	224.4	2/11/2016	174.8	-22%	8.2	10.7
1/24/2018	270.5	8/15/2019	180.6	-33%	9.4	10.8
2/25/2020	188.4	5/12/2020	165.6	-12%	11.2	11.9
7/29/2021	285.9	4/5/2023	172.5	-40%	11.4	14.8
9/5/2024	295.2	2/13/2025	275.5	-7%	8.8	9.4
Median				-33%	9.4	11.4
Current Consensus NTM EPS Integer (A)		1175	Potential Earnings downgrades(A x -33%) (B)		787	
Median fP/E at Historical EPS bottoms (C)		11.4	Potential KOSPI under earnings downgrades(B x C)		8936	

Oportunidades Mercados EM: Korea EWY ETF

Mercado Coreano. Alto Potencial

- Los precios objetivo de consenso implican retornos adicionales en torno al 85%. **(pero solo apuntamos a un +35%)**

MSCI Corea target price vs px last



Principales posiciones ETF MSCI Corea US (EWY)

Compañía	% del ETF	Precio Actual	Retorno Año Actual	Target Price	Upside/Downside Potencial
SK HYNIX INC	22.36	1.781.000,0	173,7%	3.450.893,8	93,8%
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	21.68	252.500,0	110,2%	504.950,7	100,0%
SK SQUARE CO LTD	3.45	1.117.000,0	203,1%	2.060.000,0	84,4%
SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS CO	2.74	1.347.000,0	427,2%	2.608.260,8	93,6%
KB FINANCIAL GROUP INC	2.17	171.500,0	39,6%	216.050,0	26,0%
HYUNDAI MOTOR CO	1.78	400.500,0	35,9%	674.964,3	68,5%
SHINHAN FINANCIAL GROUP LTD	1.65	104.800,0	38,0%	132.894,7	26,8%
HANA FINANCIAL GROUP	1.44	133.700,0	44,8%	163.157,9	22,0%
HANWHA AEROSPACE CO LTD	1.21	983.000,0	3,3%	1.761.111,1	79,2%
NAVER CORP	1.17	209.500,0	-13,1%	310.444,4	48,2%
KIA CORP	1.16	132.300,0	13,4%	231.280,0	74,8%
DOOSAN ENERBILITY CO LTD	1.13	72.300,0	-4,6%	142.778,7	97,5%
CELLTRION INC	1.12	177.700,0	3,5%	251.802,0	41,7%
HYUNDAI MOBIS CO LTD	1.09	481.500,0	30,5%	721.551,8	49,9%
SAMSUNG C&T CORP	1.09	343.500,0	43,4%	575.312,5	67,5%

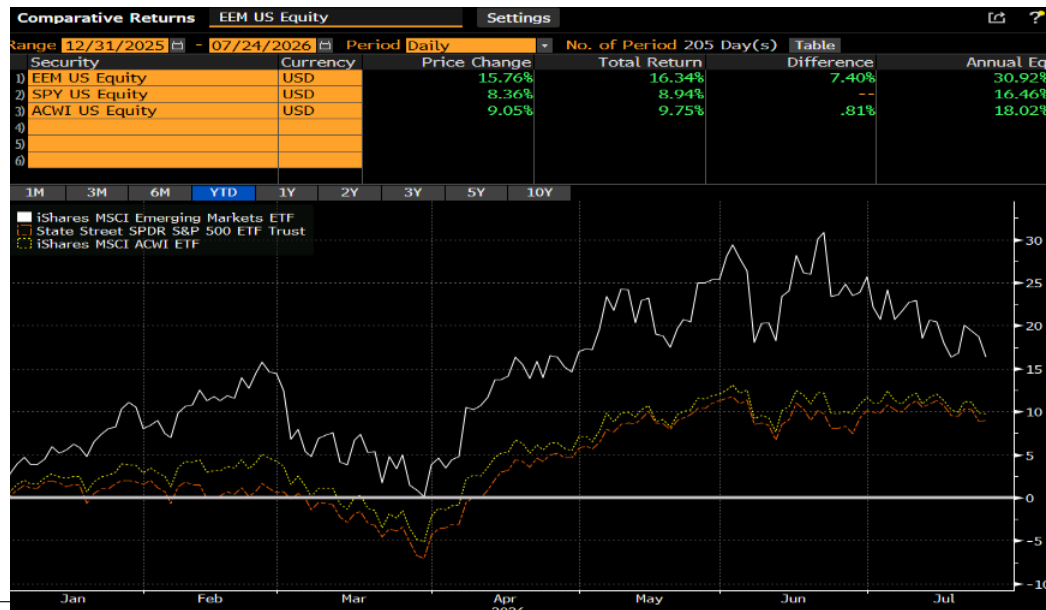
Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

Mercados Emergentes mostrando un desempeño superior a nivel regional

A comienzos de año plantemos que los mercados emergentes extenderían su rendimiento superior hasta 2026. [Ver informe](#)

- **El caso de diversificación para EM sigue siendo sólido**, y creemos que las acciones de EM son una forma eficaz de capturar **el impulso continuo de IA**, expresado a través de líderes en tecnología de EM en Corea, Taiwán y China. El rápido repunte en el mercado de la memoria ha proporcionado un viento de cola significativo, particularmente para la tecnología coreana.
- Las acciones de los mercados emergentes han caído un 11% desde el máximo alcanzado el 22 de junio de 2026, debido a una aversión al riesgo que afectó a los sectores más grandes y concurridos de estos mercados, especialmente al tecnológico asiático. Una fuerte caída en las acciones de IA/semiconductores en Corea del Sur y Taiwán, tras fuertes repuntes y toma de ganancias, arrastró a la baja los índices de referencia de los mercados emergentes, que están fuertemente concentrados en un pequeño grupo de empresas de chips de gran capitalización, **pero como hemos comentado a lo largo de la estrategia de renta varia internacional, los ajustes recientes pueden significar un buen punto de entrada para el resto del año.**

Desempeño Mercados Emergentes vs S&P 500 y MSCI ACWI Ytd



Desempeño Mercados Emergentes vs S&P 500 y MSCI ACWI 12m

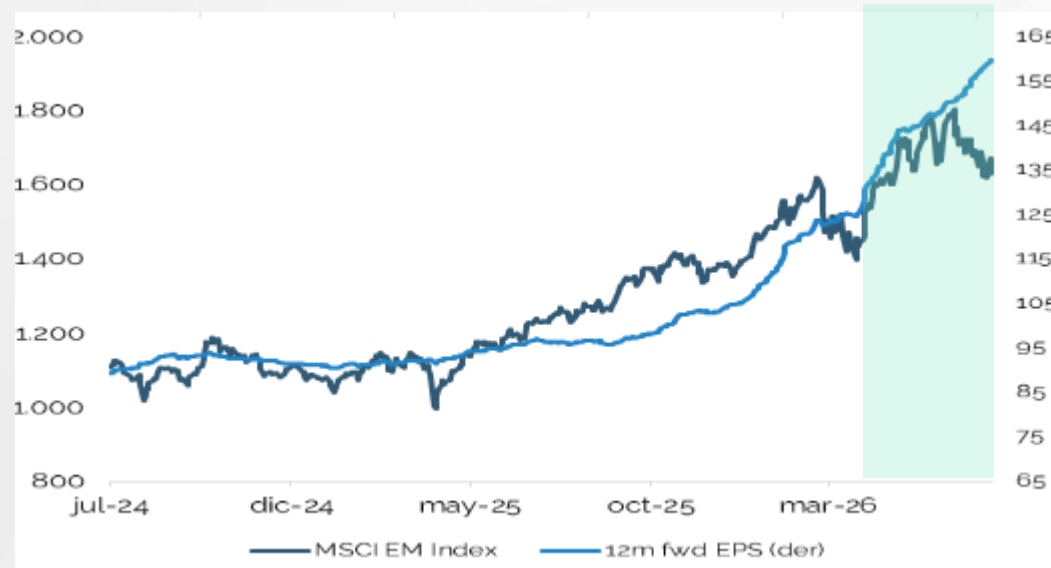


Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

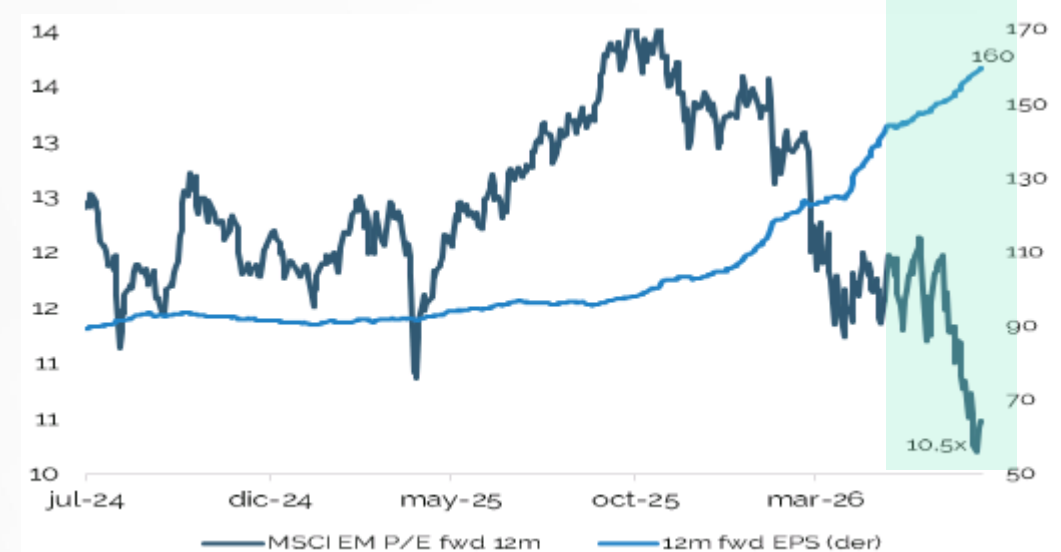
... Y esto ha abierto una brecha entre precios y fundamentos

- Y se está abriendo una brecha cada vez mayor entre el precio relativo de las acciones emergentes y sus ganancias relativas, **ya que estas acciones han retrocedido a pesar de la continua solidez de las utilidades. Dado que los fundamentos se mantienen sólidos, creemos que los inversionistas deberían aumentar su participación en esta región durante el 3T26**
- Las utilidades esperadas en Corea se han revisado un 66% al alza en los últimos 12 meses

MSCI EEM vs estimación de utilidades fwd



MSCI EEM. Compresión de múltiplos P/E a pesar de que las utilidades esperadas por acción se han mantenido al alza para los próximos 12 meses

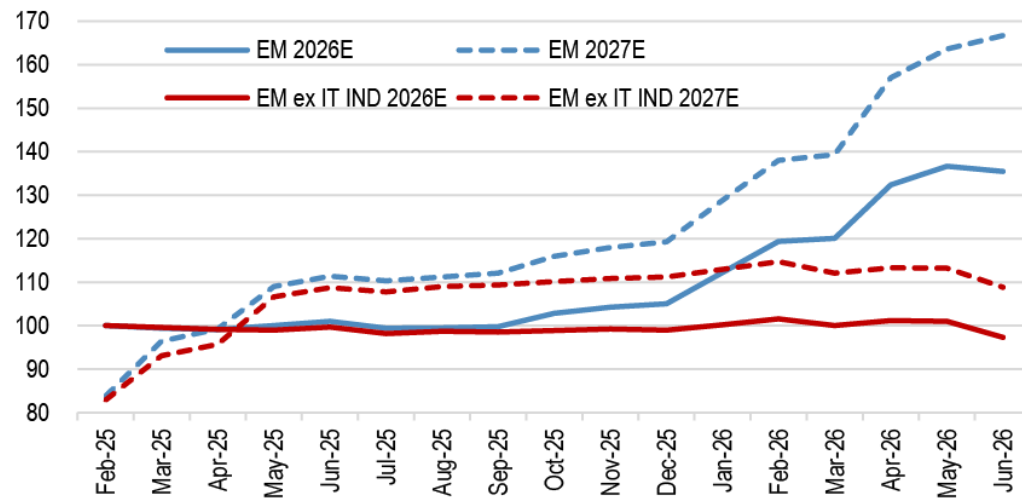


Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

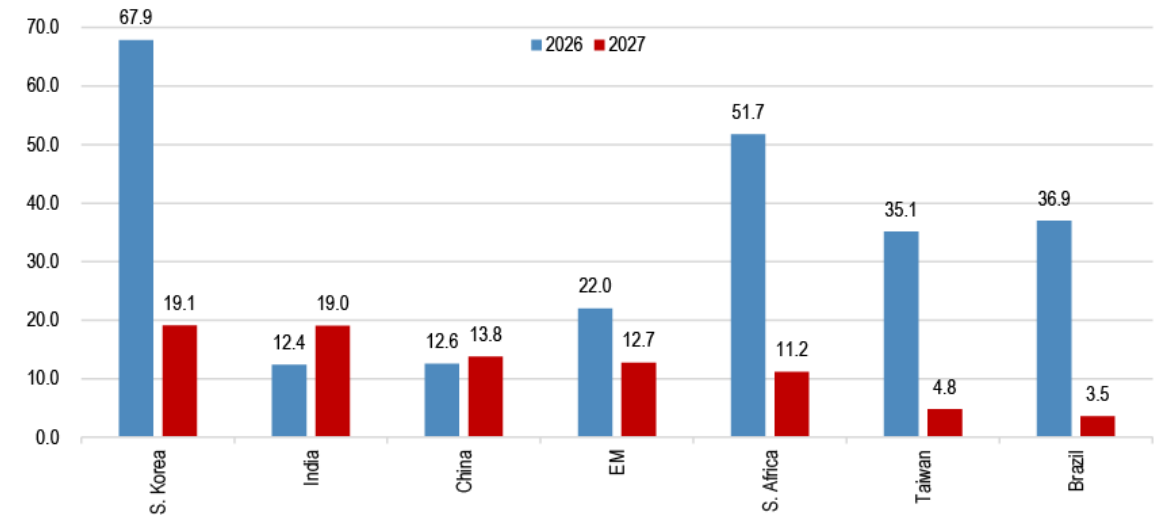
Y los resultados corporativos siguen sorprendiendo al alza

- En general, se espera que las utilidades en el segundo trimestre sean sólidas, con una notable concentración en el sector tecnológico/de memoria de **Corea**. La proyección agregada de crecimiento de las ganancias netas del segundo trimestre de 2026 para MSCI EM se sitúa en un elevado 91% interanual, con la mayor atribución del pronóstico de crecimiento de Corea superior al 400% interanual. **Excluyendo el sector de TI, las expectativas de crecimiento siguen siendo bastante sólidas, con un +20% interanual, siendo los sectores de Materiales (+95%) e Industrias (+69%) las principales fuentes de fortaleza.**

Revisiones de utilidades en mercados emergentes, excluyendo TI e industria.



Crecimiento de utilidades de las principales economías emergentes, excluyendo el sector de TI.

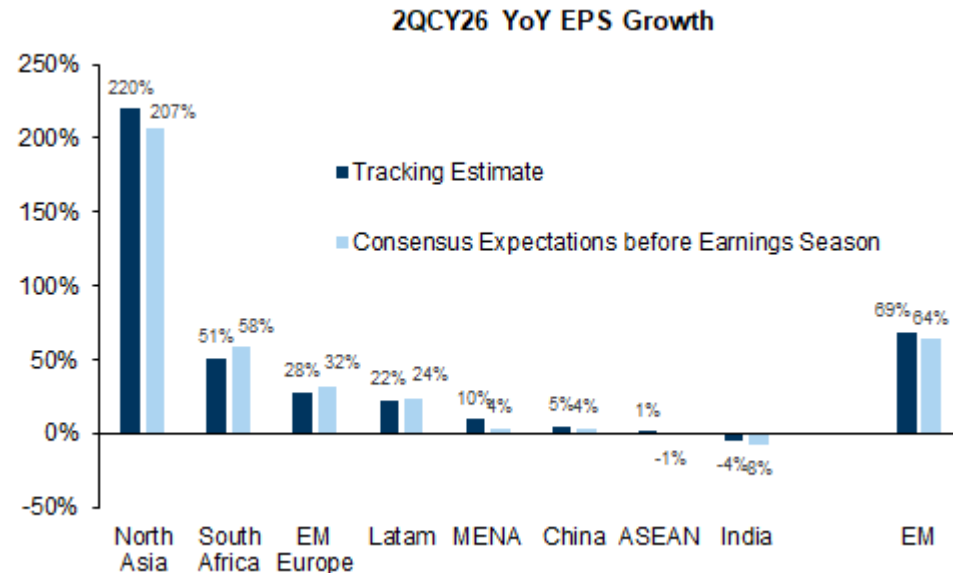


Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

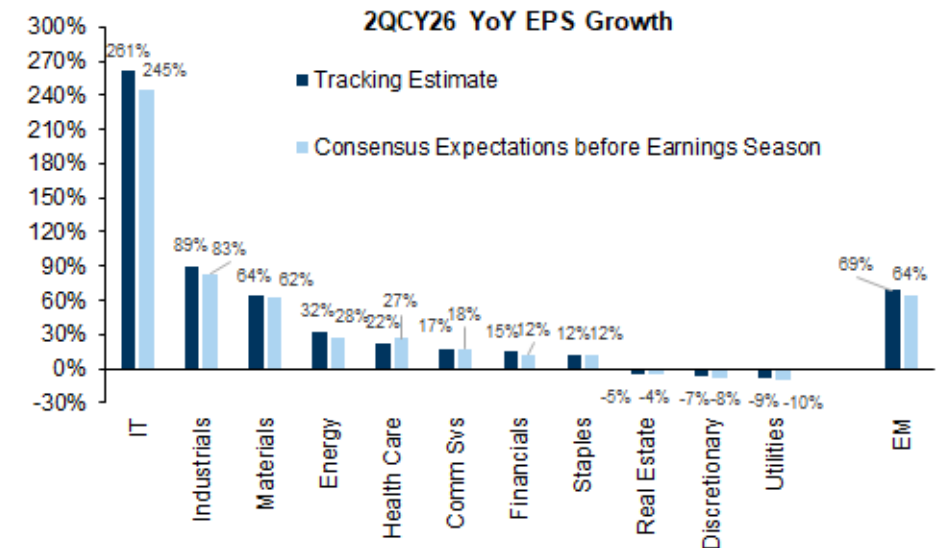
Y los resultados corporativos siguen sorprendiendo al alza

- En general, se espera que las utilidades en el segundo trimestre sean sólidas, con una notable concentración en el sector tecnológico/de memoria de **Corea**. La proyección agregada de crecimiento de las ganancias netas del segundo trimestre de 2026 para MSCI EM se sitúa en un elevado 70% interanual, con la mayor atribución del pronóstico de crecimiento de Corea superior al 400% interanual. **Excluyendo el sector de TI, las expectativas de crecimiento siguen siendo bastante sólidas, con un +20% interanual, siendo los sectores de Materiales (+95%) e Industrias (+69%) las principales fuentes de fortaleza.**

Los resultados del segundo trimestre superan las expectativas previas al inicio de la temporada, impulsados por mejoras en todas las regiones, excepto Europa emergente, Latinoamérica y Sudáfrica.



Por sectores, el EPS del segundo trimestre muestra una tendencia al alza en los sectores de tecnología, industria, materias primas y finanzas.



Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

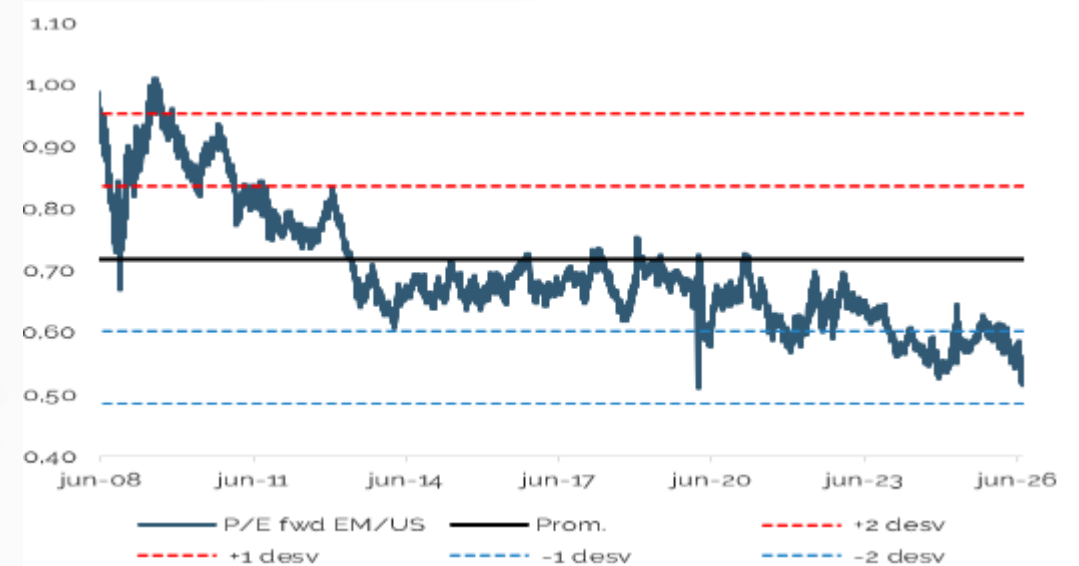
... Y esto ha dejado a las valorizaciones en niveles más razonable y en algunos mercados particularmente atractivas

- Los mercados emergentes a nivel agregado cotizan en la parte baja del rango de valorización de los últimos 10 años a tanto solo 10,5x P/U fwd 12m. **Esto significa, que el descuento respecto al S&P 5000 es del 55%, un nuevo mínimo histórico.**

MSCI EM P/E fwd 12m



MSCI EM valorización relativa S&P 500 (P/U fwd 12m)

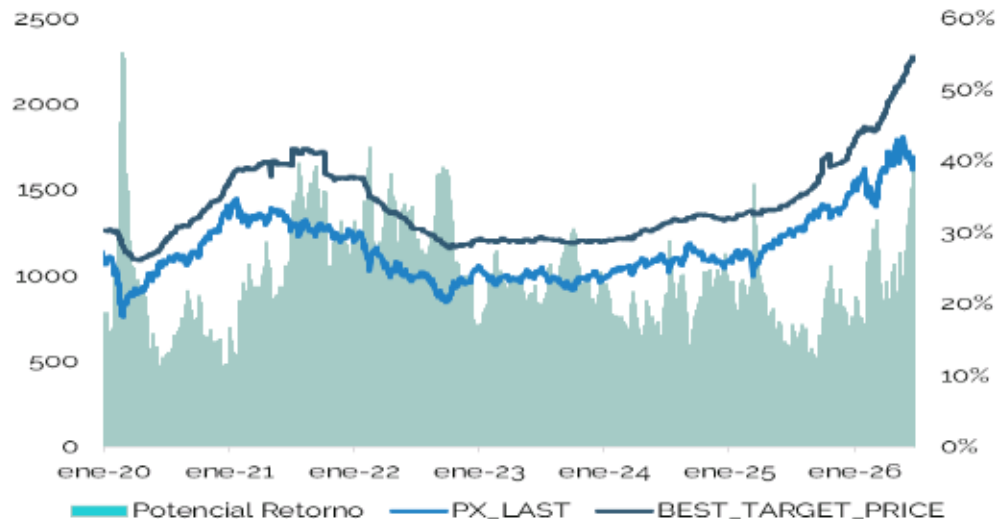


Oportunidades Mercados Emergentes EEM ETF

Mercados EM. Alto Potencial

- El posicionamiento de los grandes inversionistas institucionales en EM sigue siendo bajo. Cuando el posicionamiento está tan deprimido y los fundamentos son sólidos, históricamente ha sido una señal de entrada atractiva: cualquier mejora en el sentimiento genera flujos de reposicionamiento que amplifican el alza. **Los precios objetivo de consenso implican retornos adicionales en torno al 35%.**

Emerging Market target price vs px last



Principales posiciones ETF Emerging Market (EEM)

Compañía	% del ETF	Precio Actual	Retorno Año Actual	Target Price	Upside/Downside Potencial
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFAC	13.34	2.350,0	52,5%	3.195,5	36,0%
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	7.09	252.500,0	110,2%	504.950,7	100,0%
SK HYNIX INC	5.93	1.781.000,0	173,7%	3.450.893,8	93,8%
TENCENT HOLDINGS LTD	2.89	434,6	-26,6%	674,2	55,1%
ALIBABA GROUP HOLDING LTD	2.01	110,0	-22,3%	174,3	58,4%
MEDIATEK INC	1.43	3.750,0	169,0%	5.061,3	35,0%
DELTA ELECTRONICS INC	0.93	1.785,0	86,4%	2.805,4	57,2%
SAMSUNG ELECTRONICS-PREF	0.86	177.100,0	99,2%	353.450,0	99,6%
HON HAI PRECISION INDUSTRY	0.81	252,5	12,8%	322,0	27,5%
CHINA CONSTRUCTION BANK-H	0.79	8,8	17,6%	10,8	22,8%
HDFC BANK LIMITED	0.72	742,8	-23,8%	1.030,9	38,8%
RELIANCE INDUSTRIES LIMITED	0.67	1.278,0	-18,2%	1.647,8	28,9%
ICICI BANK LTD	0.65	1.432,9	6,7%	1.737,8	21,3%
SK SQUARE CO LTD	0.63	1.117.000,0	203,1%	2.060.000,0	84,4%
ASE TECHNOLOGY HOLDING CO LT	0.55	613,0	147,1%	642,4	4,8%
IND & COMM BK OF CHINA-H	0.50	7,2	17,5%	8,3	15,0%
XIAOMI CORP-CLASS B	0.49	26,7	-32,0%	38,7	44,9%



Isidora Goyenechea 3477, Piso 11,
Las Condes, Santiago, Chile

+56 22 499 1500

fynsa@fynsa.cl

www.fynsa.com



Disclaimer

1. Este documento ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. La visión entregada en este documento no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión. Cada inversionista debe hacer su propia evaluación de inversión en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones. Antes de tomar una decisión de inversión en relación a los instrumentos antes indicados, deberá comprender cabalmente por sí mismo, o en consulta con sus respectivos asesores, todos los términos, condiciones y riesgos inherentes a cada instrumento. Fynsa, ni ninguno de sus directores, ejecutivos, empleados o asesores, es responsable del resultado de cualquier operación financiera. Este documento no es una recomendación, solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este documento fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos. Cualquier opinión, expresión o estimación contenida en este documento constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Fynsa.
2. Los instrumentos a los que se refiere el presente documento no necesariamente se encuentran, ni se encontrarán en el futuro, inscritos o registrados en los Registros de Valores que lleva la CMF, como tampoco se encontrarán necesariamente sujetos a la fiscalización o supervisión de ésta. La información contenida en el presente documento, bajo ninguna circunstancia deberá ser utilizada ni considerada como una oferta de venta, solicitud de una oferta de compra (suscripción) ni recomendación para realizar cualquier otra operación o transacción, salvo que así se indique expresamente. En el caso que los valores no estuvieran registrados en el Registro de Valores o en el Registro de Valores Extranjeros que lleva la Comisión para el Mercado Financiero, ni el emisor ni sus valores podrán ser ofrecidos públicamente en Chile, salvo en la forma que la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores lo autorice.
3. Los potenciales conflictos de interés relacionados a la información que consta en el presente documento se encuentran contenidos en el Manual de buenas prácticas publicado en www.fynsa.com. Se hace presente que, a la fecha de emisión del presente documento, la(s) persona(s) que lo preparó(aron) puede(n) o no mantener para sí mismo(s) instrumentos financieros sobre los cuales versa la recomendación, lo que, en ningún caso, conforme a los procesos y criterios aplicados, influye o afecta la preparación del mismo. Las políticas y procedimientos para las inversiones de los colaboradores de Fynsa se encuentran contenidas en el Manual de buenas prácticas. En el evento de requerir mayor información, por favor contacte a su ejecutivo o envíe un mail a fynsa@fynsa.cl
4. En cumplimiento de lo establecido en la NCG N° 504 de la CMF, visite www.fynsa.com para conocer, cuando corresponda y sea aplicable, los nombres de quienes elaboraron las evaluaciones o recomendaciones de inversión, los fundamentos técnicos que la sustentan y los potenciales conflictos de interés de quienes las emitieron.