

The background of the top section is a dark blue grid with several overlapping line graphs in shades of purple, red, and yellow. Some numerical values are visible on the grid, including 5.6631, 9.334, 4.25647, and 7.2235.

# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios  
Junio 2022

## Unas pocas luces no cambian el panorama local

El panorama global ha continuado mostrando niveles de volatilidad muy elevados, aunque finalmente el mes cerró con caídas algo más moderadas en los mercados más relevantes. Las señales de una economía global que se desacelera en varios frentes, aunque aún con probabilidades muy acotadas de entrar en una recesión en los próximos doce meses, han puesto algo de paños fríos a las expectativas de alzas de tasas de interés en las principales economías. Asimismo, si bien las tensiones sobre las cadenas de suministros se mantienen elevadas, en particular ante los cierres decretados por China en su intento por controlar los contagios de Covid, estas han cedido en el margen. Las autoridades de ese país han anunciado medidas de estímulo enfocadas mayormente en el mercado inmobiliario e infraestructura, lo que ha dado un respiro a los precios de materias primas más expuestos, como es el caso de los metales. Con todo, las expectativas de inflación continúan por sobre los niveles objetivo de todos los bancos centrales, pero retroceden luego alcanzar peaks en los meses previos.

Así, el panorama parece transitar hacia una menor presión sobre los activos más riesgosos, que fue la tónica durante el mes, hacia un contexto donde el evitar un impacto mayor sobre la actividad, en medio del retiro de estímulos monetarios y fiscales, podría ganar fuerza en las decisiones de política económica en el segundo semestre.

¿Qué se necesita para afianzar este escenario? Una recuperación de los niveles de oferta en mercados de alimentos y energía aliviarían parte de esta carga, para lo cual aún dependemos de una solución al conflicto en Rusia-Ucrania. Asimismo, el esperable menor impulso de la demanda interna en las distintas economías debiera comenzar a reflejarse en menores presiones sobre precios, aunque también menores márgenes en las principales industrias ligadas al consumo de bienes y servicios. Adicionalmente, si esta combinación aleja los temores que la Reserva Federal de EEUU se vea obligada a acelerar su tranco de retiro de liquidez (quedando en evidencia que estuvo "detrás de la curva" en este ciclo), los activos locales de mercados emergentes podrían enfrentar un panorama más benigno durante la segunda mitad del año. Esto a pesar del rally acumulado en los últimos meses.

No obstante, este volátil panorama externo no se condice con el desempeño que observamos a nivel local, con un Ipsa subiendo 20% en dólares (12% en pesos) en el último mes, en comparación a un EEUU plano, Asia Emergente cayendo -1% y Latinoamérica subiendo de manera más moderada, un 7%. Si bien, las medidas anunciadas por China sostuvieron los precios de materias primas (lo que podría explicar el rendimiento relativo mejor en Latam), queremos recalcar un par de condicionantes que nos alertan respecto a este reciente rally de la bolsa local. Por un lado, aunque el proceso constituyente dejó fuera algunas propuestas más adversas para las compañías locales, todavía existe un alto grado de incertidumbre sobre cómo evolucionarán otras medidas que podrían ser disruptivas dependiendo de su marco legal y plazo de aplicación, por lo que se mantiene vigente el riesgo regulatorio que hemos mencionado en los últimos meses.

Por otro lado, como ha sido la tónica de los últimos meses, y en especial mayo, el retorno del Ipsa se explica casi por completo por la evolución de dos papeles que suman 26% del índice: SQM-B y Vapores. Sólo estas acciones explican un 75% del alza del mes, y prácticamente todo el avance del año. Si uno analiza el comportamiento de los otros emisores, alzas sobre el Ipsa se concentran en papeles de bajo peso, y en el año su retorno promedio es plano. Si bien, esto podría indicar que habría espacio de aumento en el resto de los papeles, a nuestro juicio es más probable que se continúe aplicando un castigo a las valorizaciones históricas debido al escenario regulatorio ya descrito y la moderación en resultados que esperamos para la segunda parte de 2022, en especial en industrias vinculadas a demanda interna.

En este contexto, nuestras carteras accionarias no pudieron seguir el avance del Ipsa, donde la cartera fundamental (CAF) presentó un incremento de 8,5% en el mes, mientras la cartera táctica (CAT) se elevó 4,0%, lo que en el balance anual nos deja por debajo del Ipsa.

Para junio, decidimos reducir el tracking error de nuestra cartera fundamental, acortando la sobreponderación en bancos de manera general (-3 pp) y aumentando la exposición en SQM-B, para acercarnos a su nuevo peso en el Ipsa (+3 pp). De manera complementaria, decidimos excluir a CMPC de la CAF, debido principalmente a los nuevos focos de riesgo asociados al conflicto en la Araucanía y predios forestales, reemplazándola por Vapores (3 pp), compañía donde iniciamos cobertura. Al respecto, destacamos la positiva coyuntura de resultados de su relacionada, Hapag-Lloyd, gracias al incremento de tarifas navieras y tráfico comercial, que más que compensa el alza en el precio del petróleo.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	$\Delta$ ptos.	CAT
<b>SQM-B</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>3</b>	ANDINA-B
<b>BSANTANDER</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>-1</b>	BSANTANDER
CENCOSUD	12	12		BCI
<b>BCI</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>-1</b>	CENCOSUD
<b>CHILE</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>-1</b>	CHILE
ENELAM	9	9		CONCHATORO
COPEC	7	7		
CONCHATORO	5	5		
FALABELLA	5	5		
ANDINA-B	4	4		
COLBUN	4	4		
<b>VAPORES</b>	<b>3</b>		<b>3</b>	
CMPC		3	-3	
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

(\*) Este mes incorporamos a Vapores a cambio de CMPC en la CAF.

1. Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera anterior.

2. La Cartera Accionaria Fundamental (CAF) resulta de conciliar dos aspectos: una selección de acciones basada en la mejor relación visión estratégica (largo plazo); y la minimización de los desvíos respecto al benchmark (SPIPSA).

3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

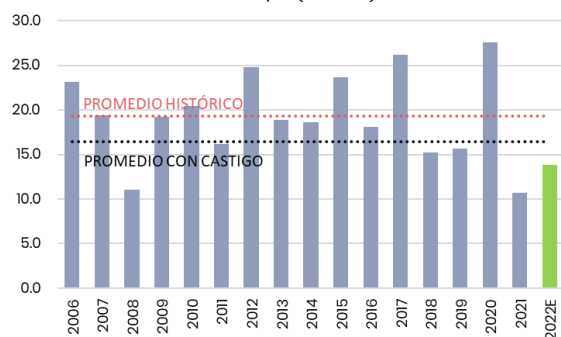
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	13	9
Forestal	7	11
Bancos	32	26
Commodities Mineros	19	22
Industrial	3	5
Retail	17	11
Real Estate	0	4
Consumo	9	6
Telecomunicaciones y TI	0	2
Otros	0	4
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

\* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a may-22

GRÁFICO 1: RATIO P/U (VECES) – MSCICHILE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

**Mantenemos exposición en sector retail.** Canalizamos nuestra exposición al sector por medio de una mayor exposición hacia supermercados, ante los desafíos de que consideramos presenta la industria, especialmente en el segmento de tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, asociado a mejoras logísticas y protección de márgenes debido a eventuales mayores dificultades en los traspasos de precios y una mayor actividad promocional. Por su parte, destacamos el crecimiento de 12% a/a en Ebitda en los resultados del IT22, producto de mejoras operacionales, un mix de ventas más favorable en tiendas por departamento y un buen desempeño en supermercados. Por otro lado, en el segmento del retail financiero, seguimos viendo presiones en resultados ante una alta base de comparación, principalmente en el gasto en provisiones.

**Mantenemos exposición en el sector eléctrico.** En Chile, la generación hídrica subió 2% a/a en mayo (a 17% del total), mientras carbón cayó -20% a/a (a 30%), siendo compensado mayormente con energías renovables, que han requerido de diésel y derivados como respaldo en horas punta. Ante este mix y precios de combustibles que se mantienen elevados, la presión en el costo marginal del sistema continúa, más considerando el término de contratos de algunas generadoras con proveedores de gas natural más convenientes. Tomando como referencia la barra Quillota (zona central), el promedio se ubicó en US\$95/MWh, subiendo 25% a/a (-15% m/m). Esto anticiparía resultados al 2T22 que seguirían golpeados, en particular de empresas más expuestas a compras al mercado spot, pues se suma a una generación hídrica contenida ante una temporada de lluvias poco auspiciosa (por el momento) para los próximos meses. A nivel regional, destaca la recuperación en la generación hídrica de Brasil, permitiendo importantes bajas en el costo del sistema. Es por esto que mantenemos a Enelam como favorita en las carteras, ante las positivas cifras que presentó en su reporte del IT22, en particular en este mercado. En el ámbito local, aunque existen riesgos que podrían afectar los retornos de compañías más ligadas a distribución, o aquellas de generación más expuestas al segmento regulado, mantenemos a Colbún como nuestra alternativa con exposición a Chile, en el marco de valorizaciones bajas y resultados que sorprendieron al alza.

**Aumentamos la exposición en el sector minero.** Los precios de los distintos productos de los negocios de SQM se mantienen altos y la empresa demostró en el resultado del IT22 que pudo internalizar de manera más rápida los valores de mercado, en particular el de litio, que superó las estimaciones más optimistas. No obstante, al sumar un riesgo de corrección por aumento de oferta y de regulación, preferimos quedar relativamente neutrales respecto al Ipsa. En tanto, el precio del hierro 62% mostró una caída durante mayo, revertiendo a precios bajo los US\$ 130/ton. A lo anterior se suman los crecientes costos del transporte marítimo que afectan los márgenes de CAP, por lo que mantenemos al papel fuera de nuestras carteras, privilegiando otros activos.

**Bajamos nuestra exposición en el sector forestal.** Para las carteras de junio, decidimos excluir a CMPC y mantener nuestra exposición en COPEC, prefiriendo otros activos menos expuestos al escenario local. Pese a que ambas empresas lograron entregar buenos resultados durante el T22, derivados de los elevados precios de la celulosa, los riesgos locales que afectan al sector nos llevan a ser más cautos en el sector. CMPC se encuentra más expuesto al conflicto en la zona sur de Chile que Copec, lo que afecta directamente a la producción de celulosa y al resto de los productos derivados de la madera. Además, en el caso de Copec, destacamos su mayor diversificación de negocios, que mitigaría en parte este riesgo.

**En consumo, mantenemos nuestra exposición.** Aumentos de precios en línea con la inflación y crecimiento en volúmenes en la mayoría de los segmentos marcaron los resultados del primer trimestre para Andina y CCU. En el caso de Conchatoro, un tipo de cambio favorable y aumentos de precios de dos dígitos en los principales mercados compensaron las caídas en volúmenes. A raíz de lo anterior, las compañías del sector reportaron resultados positivos en lo que va del año. El sector se caracteriza por ser defensivo, lo que podría destacar en medio de correcciones a nivel local. No obstante, continuamos viendo una mayor presión en costos y demanda que serían generados por el alza en materias primas y la menor liquidez local.

**Mantenemos real estate excluido.** A pesar de que esperamos que el sector continúe mostrando recuperaciones importantes en resultados, creemos que las valorizaciones se mantendrán castigadas en el corto plazo ante la presión en los *cap rate* spreads generada por el alza en las curvas de rendimiento. Ante la falta de detonantes que impulsen las valorizaciones del sector, preferimos otros sectores del índice.

**Retomamos una participación del sector industrial.** En busca de aminorar el tracking error de la cartera fundamental, y frente al positivo escenario de precios y demanda que ha impulsado sus resultados desde 2021, agregamos a Vapores en dicho portafolio con una visión Neutral (con 3pp). Incorporamos en nuestras expectativas la moderación que debieran presentar los valores de fletes navieros hacia 2023 (muy favorecidos por el tráfico post pandemia), que aminoraría los resultados de su coligada Hapag-Lloyd, pero manteniendo una demanda creciente.

**Disminuimos exposición al sector bancario.** A pesar de las señales de normalización en la calidad de cartera, el sistema sigue mostrando cifras más favorables frente a su historia, producto de las ayudas implementadas en 2021, registrando un 1,39% en cuanto a morosidad a abril (1,56% a abril 2021) y una cobertura de 1,74 veces (1,68x a abril 2021). Por otro lado, esperamos que continúe la normalización en los indicadores de calidad de cartera, junto a presiones en las colocaciones de vivienda y los segmentos comerciales ligados al sector, producto de las alzas en las curvas de rendimiento. No obstante, mantenemos una mirada positiva en relación a los resultados en el más corto plazo en un escenario de inflación favorable, junto con un buen comportamiento de la cartera a la fecha, a la vez que seguimos viendo un mejor escenario relativo para el sector frente a otros, en consecuencia, aunque acortamos nuestra exposición al sector, lo mantenemos sobre ponderado y ubicando a Santander y BCI como nuestras principales apuestas en la industria.

**Mantenemos subponderado el sector telecomunicaciones.** Si bien los resultados de Sonda y Entel han mostrado favorables desempeños en los últimos trimestres, vemos mayores oportunidades de valorización en otras industrias con mayor reacción al impulso que restaría por la alta liquidez local. La ganancia asociada a la venta de activos de Entel ya estaría incorporada en el desempeño del último periodo. Ante esto, mantenemos excluido al sector en las carteras.

## Anexo 1: Actualización de Precio Objetivo de SQM-B

Tras los históricos resultados que ha tenido la compañía en los últimos trimestres, actualizamos nuestro precio objetivo para la acción a \$85.300 (desde \$47.500 publicado en feb-22), manteniendo la recomendación Neutral. Nuestro escenario base considera un aumento del precio de largo plazo de litio, derivado de una oferta que le costará responder a la creciente demanda asociada a la migración del sector automovilístico hacia autos eléctricos. Por otro lado, esperamos que los precios de los productos de otras líneas de negocios, como fertilizantes y potasio, potencien resultados futuros, lo que también impulsa los flujos operacionales de la compañía. En cuanto a costos, incorporamos los mayores gastos derivados del royalty pagado a CORFO por la extracción del litio, manteniendo la actual estructura escalonada. Además, estimamos que se presenten mayores costos en otras líneas de negocios, derivados de los precios de insumos necesarios para la producción de sus productos.

El Ebitda del 2022 debiese alcanzar niveles históricamente altos y mostrar una caída en 2023, a medida que la oferta mundial aumente.

Con todo lo anterior, revisamos al alza nuestras estimaciones de Ebitda y utilidad para el 2022 y 2023, considerando mejores precios y volúmenes. El Ebitda 2022 ascendería a US\$ 5.349 millones (58,3% sobre ingresos), con una utilidad de US\$ 3.859 millones. Para 2023 esperamos una caída en el Ebitda como consecuencia de una importante disminución de precios, en particular litio, por el ingreso de nuevos proyectos al mercado, obteniendo así US\$ 3.521 millones (52,0% de margen Ebitda).

MM US\$	EBITDA			Utilidad		
	ANT	ACT	Var.	ANT	ACT	Var.
2022e	1.681	5.671	237,5%	983	3.859	292,7%
2023e	1.557	3.521	126,1%	903	2.326	157,6%
2024e	1.501	2.461	64,0%	872	1.575	80,7%

Fuente: Estudios Security

## Anexo 2: Inicio de cobertura de Vapores

El escenario que ha enfrentado Hapag-Lloyd en los últimos meses, naviera de la cual Vapores maneja el 30% de la propiedad y es su única inversión relevante, ha derivado en un fuerte repunte en su cotización, lo que explica el buen desempeño de la firma local durante 2021 y 2022.

La industria naviera global ha seguido mostrando problemas de congestión en la cadena de suministro que se arrastran desde la pandemia, que ha implicado atochamiento de barcos en puertos y escasez de contenedores. Recientemente se sumaron medidas restrictivas de movilidad en China por rebrotes de covid. Como esto se ha dado en un contexto de utilización completa de la flota disponible, ha implicado fuertes alzas en las tarifas de fletes marítimos (de niveles de 40% en 2021 y 60% YTD), presión que prevalecería hasta principios de 2023 debido al rezago de entregas.

Para Hapag-Lloyd esto ha significado aumentos de utilidad de 10x a/a en 2021 (a US\$10,7 billones) y 212% a/a al IT22 (a US\$4,7 billones), en este último caso a pesar de presentar un volumen plano y un aumento en costos por precios de combustibles, todo gracias a tarifas 84% superiores en términos anuales.

Hapag se posiciona entre las 5 navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre, en una industria que ha manifestado un proceso de consolidación (menor atomización) en los últimos años y de aumento de alianzas comerciales de modo de mejorar la cobertura y optimizar el uso de la flota.

La demanda por construcción de portacontenedores se moderó bastante después del exceso de oferta que enfrentó la industria entre 2005 y 2008. Si bien, ha mostrado incrementos desde 2020, aún se considera en niveles sanos. Hapag ha confirmado órdenes por 12 naves de 23.500 TEU de combustión dual (gas natural o petróleo), de una flota que al IT22 alcanzó las 248 naves (47% propias).

Con todo, **recalcando el año histórico que enfrentaría la industria en 2022, y que implicaría una corrección importante de resultados en 2023 al normalizarse el flujo naviero** (de -30% a/a en ingresos y -50% a/a en Ebitda), aún vemos espacio de valorización en el caso de Vapores.

La valorización del 30% de Hapag con cifras estimadas a 2023 aporta unos US\$9.500 millones al valor de Vapores, lo que ajustado por otras cuentas de balance y gastos administrativos entrega **un P.O. estimado de \$140 por acción**, a lo cual le asignamos una recomendación Neutral.

## Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2022e	2023e	2022e	2023e
Andina-B	2,700	feb-21	Consumo	10.3x	9.1x	5.7x	5.3x
Banco de Chile	85	ene-22	Bancario	10.2x	9.9x	-	-
Banco Santander	49	ene-22	Bancario	10.4x	9.8x	-	-
BCI	39,500	ene-22	Bancario	7.7x	7.5x	-	-
CAP	11,000	feb-22	Minero	8.7x	13.9x	6.5x	5.8x
CCU	7,300	feb-21	Consumo	12.8x	11.6x	6.3x	5.6x
<b>Cencoshopp</b>	<b>1,640</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>9.2x</b>	<b>6.8x</b>	<b>9.0x</b>	<b>8.5x</b>
<b>Cencosud</b>	<b>1,700</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>13.9x</b>	<b>14.9x</b>	<b>7.4x</b>	<b>7.6x</b>
CMPC	1,900	mar-22	Forestal	10.2x	12.2x	6.1x	6.7x
Colbún	110	feb-21	Eléctrico	9.7x	8.5x	6.2x	5.6x
Concha y Toro	1,600	may-22	Consumo	10.1x	11.2x	8.2x	8.4x
Copec	9,020	mar-22	Forestal	12.6x	14.0x	6.4x	6.7x
Enel Américas	145	feb-21	Eléctrico	11.3x	11.5x	4.3x	4.2x
Enel Chile	72	feb-21	Eléctrico	6.5x	3.9x	4.1x	3.2x
Engie Chile	900	oct-21	Eléctrico	5.7x	3.1x	3.9x	3.3x
Entel	6,390	mar-21	Telecom.&TI	6.2x	5.5x	3.7x	3.4x
<b>Falabella</b>	<b>3,050</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>14.4x</b>	<b>13.0x</b>	<b>7.7x</b>	<b>7.3x</b>
Itaú Corpbanca	2.1	ene-22	Bancario	4.6x	4.1x	-	-
<b>Mallplaza</b>	<b>1,450</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>19.5x</b>	<b>14.9x</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.5x</b>
<b>Ripley</b>	<b>330</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>12.5x</b>	<b>18.5x</b>	<b>14.8x</b>	<b>15.6x</b>
<b>SMU</b>	<b>180</b>	<b>may-22</b>	<b>Retail</b>	<b>9.0x</b>	<b>12.8x</b>	<b>6.4x</b>	<b>6.6x</b>
<b>SQM-B*</b>	<b>85,300</b>	<b>jun-22</b>	<b>Minero</b>	<b>7.5x</b>	<b>12.4x</b>	<b>5.2x</b>	<b>8.5x</b>
<b>Vapores*</b>	<b>140</b>	<b>jun-22</b>	<b>Industrial</b>	<b>2.3x</b>	<b>5.3x</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

(\*) Argumentos de revisión se detallan en Anexos (página anterior)

Actualización de Visión Sectorial Retail se publicó el 11-may-22 ([ver informe](#))

## Acciones Recomendadas: Fundamentos

**ANDINA-B:** Luego de la sorpresa positiva en resultados durante el 1T22, donde la compañía registró un crecimiento de 191% *a/a* en Ebitda, mantenemos una visión favorable para la embotelladora, ante un *mix* de productos que continúa favoreciendo el margen, aunque con un mayor riesgo de presión por el aumento de costos de materias primas. Cabe mencionar que se encuentra entre las embotelladoras de Coca-Cola de mayor retorno entre sus comparables, y está inserta en un sector con bajos riesgos locales.

**BCI:** Por un lado, consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de la normalización en la calidad de cartera y una eventual desaceleración en el crecimiento en las colocaciones de vivienda. Pero luego de los positivos resultados a la fecha, producto de una expansión en el margen de interés neto ante una inflación favorable, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición después de las provisiones adicionales realizadas a partir de la crisis sanitaria. A la vez, registra una morosidad de 0,92% (1,39% el sistema), bajo el 1,20% de un año atrás y alcanzando una cobertura de 1,98 veces (1,74x el sistema). Al mismo tiempo, destacamos sus operaciones en Estados Unidos (≈26% de las colocaciones). Con todo, creemos que presenta un atractivo espacio de valorización, posicionando a BCI como una de nuestras principales apuestas en el sector.

**BSANTANDER:** A abril, el banco continúa mostrando números positivos en resultados, con un costo por riesgo que alcanzó 1,04% (frente al 1,43% en abril 2021), acompañado de cifras de morosidad aun por debajo de su historia, alcanzando el 1,25% (2,21% su historia), aunque aumentando desde el 1,23% registrada un año atrás, como consecuencia de las medidas de apoyo implementadas durante 2021 y ante una mayor normalización del indicador. Con esto, sus ratios de cobertura se ubican por sobre su historia (2,1x frente a 1,4x su historia). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia, más positivos que la industria y una destacada protección de los márgenes de interés neto, con números más positivos que el sistema, potenciando con ello su rentabilidad. Consideramos que el banco presenta una buena calidad de activos y espacios de valorización. Mantenemos al banco como nuestra principal apuesta en el sector.

**CENCOSUD:** Destacamos la sorpresa positiva en sus resultados del 1T22, con un crecimiento de 29% *a/a* en Ebitda e impulsado por el buen desempeño de sus operaciones en Chile y las eficiencias operacionales implementadas. Por su parte, el INE reportó un crecimiento de 23,3% *a/a* en las ventas de supermercados en abril. Destacamos también los cambios operacionales que ha realizado la compañía, como los cambios hacia formatos como *cash & carry* en Perú y Brasil. En la misma línea, valoramos su fortaleza en el canal *online*, donde luego de las restricciones a la movilidad y la alianza con Comershopp, la compañía registró una penetración *online* en el segmento de supermercados de 8,0% en el 1T22 (8,9% 1T21). Por su lado, en abril, el IVCN registró un alza de 19,9% *a/a*. Por último, a pesar de que mantenemos una cuota de atención por su alta exposición en Argentina (~17% de los ingresos), consideramos que presenta una exposición atractiva hacia segmentos más estables dentro del sector, de cara a una desaceleración en el consumo en 2022.

**CHILE:** Consideramos que la compañía presenta una positiva relación riesgo/retorno, producto de una mejor calidad de cartera frente a sus comparables, alcanzando una cobertura de 2,40 veces a abril (frente a 2,28x el sistema), a la vez que el banco realizó provisiones adicionales por \$407.000 millones desde 2020, presenta una morosidad de 0,88%, bajo el 1,39% de la industria, y consideramos que se encuentra en una posición favorable para captar un escenario de mayor inflación en el más corto plazo, donde ha conseguido un MIN por sobre sus comparables (4,7% frente a 4,0% la industria). En este contexto y luego del alza en valorización durante el año, disminuimos nuestra exposición a Banco de Chile y al sector, aunque manteniendo al sector sobreponderado frente al *benchmark*.

**COLBÚN:** Un adecuado porcentaje de contratación, solventado con un *mix* equilibrado de generación entre hidro y termo, le ha otorgado estabilidad de resultados en los últimos ejercicios, o le ha permitido superar rápidamente el deterioro de un trimestre en particular. En paralelo, destacamos el anuncio de proyectos de energías renovables, que le permitirían capturar nuevas fuentes de crecimiento y diversificar su matriz, destacando el proyecto eólico Horizonte (607 MW). Esto se alinea con un holgado perfil financiero para cubrir nuevas inversiones. Valoramos favorablemente que la compañía esté enfocando sus esfuerzos en potenciar presencia en segmento de clientes libres y su gestión comercial en alternativas de insumos más convenientes frente al actual escenario en combustibles.

**CONCHATORO:** Esperamos que la compañía mantenga una buena dinámica de resultados para el 2T22, ante mayores precios de venta y un favorable mix de monedas. En este sentido, la estrategia de precios de la compañía sigue funcionando de manera adecuada, traspasando costos y manteniendo márgenes, en desmedro de una caída en volúmenes, lo cual se ratifica con los datos monitoreados de exportaciones. La baja de Reino Unido (y su exposición al actual escenario geopolítico) se compensa en parte con la recuperación de América Latina y, en menor medida, Asia. Por último, consideramos que los costos se mantendrán apoyados por una favorable vendimia 2021, y un impacto por el momento contenido de la vendimia 2022 (a observarse en los resultados de 2023).

**COPEC:** Mantenemos un favoritismo mayor en Copec dentro del sector forestal. En el segmento combustibles, la parte de concesiones (estaciones de servicio) no fue afectado por menores volúmenes, pese a los aumentos de precios del petróleo en los resultados del primer trimestre. Por el lado del negocio de celulosa, estamos a la espera de que el proyecto MAPA inicie a finales de este mes, lo que aumentaría su capacidad productiva de fibra corta, mientras que en el segmento paneles, ha destacado la fortaleza en los mercados donde se comercializa gracias al impulso en la construcción. Pese a lo anterior, mantenemos una visión cauta en el sector por riesgos tanto en el plano local respecto a los problemas que afectan a la zona sur del país.

**ENELAM:** Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica y la fusión con EGPA, que incorporó más de 2.000 MW de capacidad instalada y agregaría cerca de 3.000 GW de nueva capacidad entre 2021 y 2023. Los resultados del 1T22 mostraron un nuevo aumento en la demanda eléctrica en la región, con un Ebitda consolidado que bordeó los US\$1,2 billones (+48% a/a), siendo nuevamente la única firma del sector con mejoras de márgenes. Esperamos a lo largo de 2022, los resultados sigan presentando una recuperación, dado el control de la crisis sanitaria en la región, superando niveles pre pandemia. Además, evaluamos de manera positiva el holgado perfil financiero de cara a los efectos de esta crisis y las oportunidades de crecimiento en ERNC con la consolidación de EGPA, junto con encontrarse ajena a los posibles riesgos regulatorios locales.

**FALABELLA:** Luego de la sorpresa negativa en los resultados del 1T22, producto de una mayor presión en márgenes a la esperada, seguimos viendo presiones hacia adelante ante una mayor dificultad en el traspaso de precios en algunas categorías más discretionales y producto de un mayor costo por riesgo en el retail financiero, mientras que para el 2T22 persiste la atenuante de una débil base de comparación en el mix de ventas en tiendas por departamento, con lo que mantenemos una cuota de cautela debido a las presiones en los gastos de administración, el retail financiero y mejoramiento del hogar. En cifras, los segmentos de vestuario y calzado registraron un crecimiento de 173,9% a/a en el IVCM en abril, suprimiendo las presiones en márgenes relacionadas con el mix de ventas (alza de 7,9% a/a en productos electrónicos), a la vez que materiales para la construcción anotó una baja de -9,4% a/a en el mes. Con todo, a pesar de que vemos riesgos en términos de protección de márgenes en tiendas por departamento y mejoramiento del hogar, junto a una desaceleración del consumo en 2022, consideramos que la firma presenta espacios de valorización.

**SQM-B:** Los precios del litio en China se mantuvieron en torno a US\$ 63.000/ton durante mayo, viendo variaciones pequeñas durante el mes. En los resultados del 1T22 SQM promedió un precio del litio de US\$ 38.000/ton vendida, lo que sorprendió ampliamente al mercado. En cuanto a los segmentos no litio, los precios han mostrado fuertes alzas en el último tiempo, lo que potenció aún más sus resultados del primer trimestre, particularmente fertilizantes, que ha aumentado su precio a raíz del conflicto Rusia-Ucrania, siendo SQM uno de los productores líderes de este mercado. Aumentamos nuestra ponderación en la compañía, quedando levemente subponderados respecto al IPSA, de modo de disminuir el gap creado este mes, aunque no descartamos una corrección en el precio del litio a nivel internacional en respuesta a nuevos proyectos mineros que aumenten la oferta.

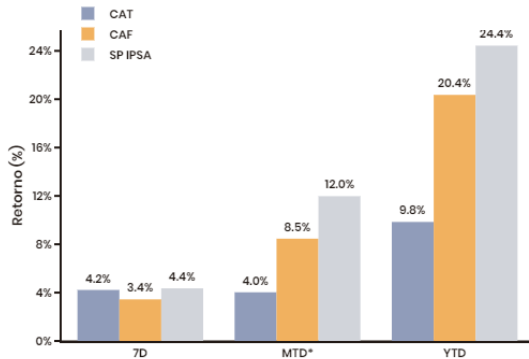
**VAPORES:** La demanda naviera ha crecido en los últimos años (salvo 2020-2021) en línea con el PIB mundial, cifra que se espera muestre avances entre 3% y 4% en el mediano plazo, una vez normalizados los cuellos de botella generados por la crisis sanitaria. Esto también regiría para las tarifas, cuyo valor debiera volver a tasas más históricas que cubrían de manera adecuada las recientes inversiones en la industria. Aprendida la lección de exceso de oferta de hace 15 años atrás, la industria está tomando las decisiones de crecimiento de flota con más cautela priorizando medidas de eficiencia y productividad, lo cual debiera sustentar el crecimiento del comercio global de bienes de los próximos años, donde los barcos son el principal medio de transporte.

\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo publicado que supere los seis meses de antigüedad respecto de su fecha de emisión tiene vigencia para las recomendaciones de las acciones por parte del Departamento de Estudios Security.

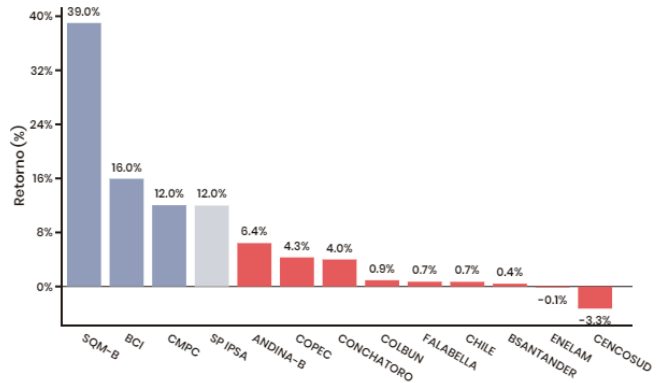


## Desempeño Carteras Accionarias Security

**GRÁFICO 2: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SP IPSA**



**GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA\***



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 2 y el 31 de mayo de 2022.

**GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA\*\* (6 ACCIONES)**



\*\* Retornos Acumulados

**GRÁFICO 5: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA\*\* (12 ACCIONES)**



# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**

Economista Jefe

*felipe.jaque@security.cl*

**César Guzmán B.**

Gerente Macroeconomía

*cesar.guzman@security.cl*

**Paulina Barahona N.**

Subgerente Renta Fija Corporativa

*paulina.barahona@security.cl*

**Nicolás Libuy I.**

Jefe Renta Variable Local

*nicolas.libuy@security.cl*

**Eduardo Salas V.**

Economista Senior

*eduardo.salas@security.cl*

**María José Castro D.**

Economista

*Maria.castrod@security.cl*

**Roberto Valladares R.**

Analista de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*

**Marcos Sandoval H.**

Analista de Inversiones

*marcos.sandoval@security.cl*

**Felipe Molina R.**

Analista de Inversiones

*felipe.molinar@security.cl*

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.

[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](mailto:inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.