



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2019

Aumentando el peso en la región

Los activos locales han reflejado el contexto de incertidumbre política y económica que afecta al país desde mediados de octubre. El tipo de cambio ha reaccionado con una depreciación cercana al 3%, para ubicarse en niveles de \$735-740/USD, cuando los modelos que consideran factores globales como el precio de cobre y las primas por riesgo país, apuntan a niveles de equilibrio más cercanos a \$700/USD.

Por su parte, la valorización de la bolsa local ha disminuido cerca de 8% en pesos, lo que puede desglosarse en: i) el impacto directo en los resultados corporativos del 4º trimestre que tendrán las manifestaciones (comercio, servicios, logística, entre otros), lo que aún está por estimarse; ii) una mayor aversión al riesgo o mayor tasa de descuento por la mayor incertidumbre; y iii) el efecto de cambios normativos y regulaciones que se están discutiendo en medio de las medidas adoptadas para hacer frente a las manifestaciones. Si bien todos los factores son válidos, se debe considerar que algunas de las medidas o riesgos de cambios regulatorios podrían no ser aplicados finalmente, o podrían ser puestos en práctica con gradualidad para evitar impactos mayores. Este es el caso de aquellas que se están discutiendo, por ejemplo, para el mercado laboral.

Cabe señalar que la corrección en el mercado accionario local nos deja sin premio respecto a los ratios de valorización de pares de Latinoamérica y Asia (donde usualmente transábamos con algún premio), pero a nuestro juicio esto podría mantenerse por algún tiempo.

Por otro lado, si bien los premios por riesgo de la deuda corporativa en dólares de empresas locales, así como de los bonos soberanos, han mostrado un incremento acotado, reflejando en parte una respuesta moderada de

los inversionistas extranjeros, las tasas locales han aumentado de manera más marcada (50 puntos base en bonos en pesos, 70 puntos base en bonos en UF), lo que podría atribuirse a una mayor prima por plazo.

De esta forma, de darse una discusión de propuestas en la agenda social bajo un contexto general de disciplina fiscal, controlando y graduando los efectos que estas medidas tengan en las distintas industrias, inversión y crecimiento, debieran llevar a una cierta reversión de los mercados ajustes de las últimas semanas.

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	14	(+1)	CAP	
BSANTANDER	12		BSANTANDER	
SQM-B	10		ENELAM	
CAP	10		MALLPLAZA	
MALLPLAZA	9		SQM-B	
LTM	9	(+4)	CHILE	
CMPC	8	(+8)		
CHILE	8			
ENELCHILE	5	(-3)		
BCI	5	(-1)		
COLBÚN	5			
FALABELLA	5			
TOTAL	100			

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 (SPCLXIPSA).

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

Se excluye a COPEC

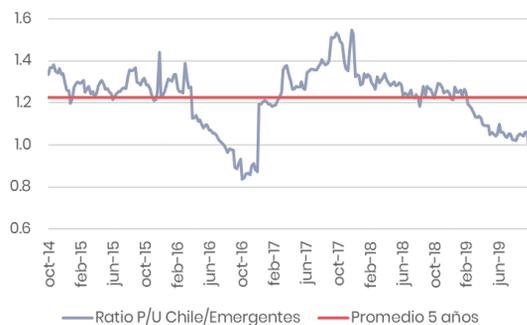
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPISA*
Eléctrico	24	21
Forestal	8	11
Bancos	25	25
Commodities Mineros	20	7
Industrial	9	7
Retail	14	15
Consumo	0	6
Telecomunicaciones y TI	0	3
Otros	0	4
Construcción	0	1
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a jul-19.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

Así, los cambios a la cartera fundamental de 12 acciones se centran en mantener una exposición a los mercados de materias primas, con expectativas que el ambiente de comercio internacional y la disputa entre China y EE.UU. logre avanzar en acuerdos parciales. Un único cambio en este foco es la entrada de CMPC por COPEC, ante mejores perspectivas crediticias frente a planes de expansión. Por otro lado, incrementamos la exposición a la región con un aumento de ponderación en Latam Airlines (+4pp) y un leve aumento en Enelam (+1pp). Por su parte, se reduce la exposición al sector eléctrico en Chile, bajando la ponderación de Enelchile (-3pp), que recoge en parte los efectos de los anuncios recientes sobre tarifas eléctricas. Finalmente, los sectores bancarios y retail quedan sin cambios relevantes, con una subexposición relevante a este último sector.

Bajamos nuestra exposición en el sector eléctrico. Las propuestas de ley que maneja el gobierno y que conciernen a este sector apuntan a un ajuste en la tarifa de energía de cara al cliente final por un periodo prolongado, lo que sería asumido por el sector privado. Hasta el momento, se ha aprobado la estabilización tarifaria hasta 2021 (con cargo al sector generación) y está en carpeta en el Congreso discutir una reducción en la tasa de rentabilidad garantizada en el negocio de distribución entre 2 a 4 p.p. (actualmente en 10%). En este sentido, aquellas firmas con mayor exposición al segmento regulado serán las que deberán asumir el mayor costo financiero de estas nuevas medidas (al menos en el corto y mediano plazo), aunque para las generadoras contemplaría la recuperación de los déficits iniciales en el largo plazo. Ante esto, hemos decidido disminuir nuestra ponderación en Enelchile, pues en torno a 58% de las ventas físicas de su filial Enel Generación se concentran en este tipo de cliente y cerca de 25% del Ebitda de la compañía proviene de distribución eléctrica. Por el momento, mantenemos Colbún (ya que sólo 38% de sus ventas son reguladas) y Enelam, sin presencia en Chile, y ambas con un buen desempeño de resultados al 3T18 (+14% a/a y +25% en Ebitda, respectivamente), en un contexto de expectativas relativamente planas para una muestra general de empresas locales.

Cambio de preferencia en el sector forestal, reemplazando Cmpc (+8%) por Copec (-9%). Si bien mantenemos mayormente la exposición al sector, decidimos privilegiar Cmpc por sobre Copec a raíz del importante plan de inversiones que esta última se encuentra realizando. Para el 2S19, por ejemplo, aún le restarían por reconocer US\$ 1.793 millones de Capex, principalmente asociado al proyecto MAPA, lo que sumado a los bajos precios de celulosa e inversiones que continuarían hasta 2021, se traduciría en un empeoramiento de la situación crediticia de la compañía. Creemos que podría superar incluso las 4 veces como razón DFN/Ebitda.

Aumento de exposición en Latam Airlines (a 9%): La aerolínea ha venido mostrando una recuperación en la ocupación de sus aviones, a la vez que se encuentra ajustando su capacidad en rutas hacia Argentina y Europa, lo que le permitiría aminorar las disminuciones en su *yield* Internacional (desde -14% a/a a -7% a/a). El resto de sus mercados han mostrado buenas cifras de crecimiento y continuarían haciéndolo hacia adelante, a medida que la región comience a recuperarse económicamente. No esperamos impactos relevantes con la cancelación parcial de vuelos en las últimas semanas.

Mantenemos subponderado al sector retail: En términos de consumo, se mantiene un panorama desafiante en Chile, donde los últimos datos no han mostrado un cambio en la tendencia. Si bien, las cifras de inventarios en tiendas por departamento habrían exhibido una mejora en el tercer trimestre, esperamos que estos se mantengan elevados, lo que mantendría presionados los márgenes en el sector. A esto se deben sumar los efectos de las recientes manifestaciones. A pesar de que existen seguros asociados a los saqueos y/o destrucción de locales, esperamos un impacto relevante en ventas, producto de un menor flujo de visitas y una apertura parcial de tiendas, junto a mayores requerimientos de inversión para la reposición de existencias y locales, particularmente en el segmento supermercados.

Acciones Recomendadas

BSANTANDER: A pesar de un menor crecimiento en colocaciones en septiembre, registrando un 6,5% a/a, principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 3,1% a/a, las cifras de morosidad mostraron una notoria mejora, pasando desde el 2,2% un año atrás hasta 2,0% en septiembre. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,3%), con números más positivos que el sistema (49,6% a septiembre), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, mantenemos a Banco Santander dentro de nuestras carteras. Por otra parte, una mayor exposición a segmentos más riesgosos, manteniendo buenos niveles de cobertura, le permitiría mantener niveles de rentabilidad por sobre la industria.

Cap: La industria del acero continúa aumentando globalmente a tasas del 5%, a pesar de la desaceleración económica, lo que ha impulsado a su vez la demanda por hierro. Si bien creemos que los precios actuales podrían ajustar en parte, se mantendrían elevados durante los próximos meses, beneficiando los resultados de Cap una vez que retomen los despachos a través de Guacolda II.

CMPC: Los bajos precios de celulosa se encontrarían mayormente incorporados en la valorización de la compañía. El precio del *commodity* además se encuentra bajo el costo marginal de producción de los productores más ineficientes, por lo que si bien las perspectivas son negativas en el corto plazo, tenderían a mejorar hacia adelante, una vez que se normalicen los inventarios. Además, los negocios de *softys* y papeles comenzarían a mostrar mejoras dado el menor costo de producción que significa el menor precio de celulosa.

COLBÚN: Un adecuado porcentaje de contratación, solventado con un *mix* eficiente de generación entre hidro y termo, le ha otorgado estabilidad a sus resultados. En paralelo, destacamos su interés en activos en la región, especialmente en Perú y Colombia, y el reciente desarrollo de proyectos de energías renovables, que le permitirían capturar nuevas fuentes de crecimiento y diversificar su matriz. Además, esto se alinea con un holgado perfil financiero para cubrir nuevas inversiones. Valoramos favorablemente que la compañía esté enfocando sus esfuerzos en cubrir vencimientos de contratos a través del cierre de acuerdos con clientes libres.

ENELAM: Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica que están enfrentando cambios regulatorios y de operación. Además, serían los segmentos de negocios que tendrían mayores oportunidades de M&A dentro de la región. Una evaluación positiva de adquisiciones anteriores y el buen *performance* actual de resultados apoyaría la tesis de la compañía de alivianar su espalda financiera de modo de tener la flexibilidad para aprovechar nuevas oportunidades. Además, está ajeno al riesgo regulatorio que actualmente se discute en Chile.

ENELCHILE: La incorporación de Enel Green Power en 2018 potenciaría su presencia en nuevos proyectos de energías renovables y le permitiría competir en futuras licitaciones. Si bien, Enel Generación está más enfocada en energías convencionales, cuenta con un importante porcentaje de energía a gas subutilizada que serviría de base para sustentar el crecimiento de la matriz. Si bien, se esperan cambios tarifarios en el segmento de distribución, éstos sólo afectarían al 25% del Ebitda que representa distribución para Enelchile, en el marco de una compañía con importantes eficiencias respecto a sus pares.

FALABELLA: A pesar de débiles cifras de consumo en Chile, las que han afectado los resultados de Falabella, valoramos la estrategia de largo plazo de la compañía, basada en acelerar el proceso de desarrollo en logística y omnicanalidad en sus negocios retail. Por otra parte, la administración ha demostrado ser capaz de obtener un rendimiento superior a sus comparables.

LTM: Las perspectivas de crecimiento para la región y, en especial, para Brasil, tenderían a mejorar hacia adelante, lo que sumado a bajas tasas de penetración de la industria permitirían a la aerolínea un importante crecimiento. Esto se ha visto reflejado en el interés de grandes aerolíneas en Latam Airlines, como es el caso de Qatar y Delta.

MALLPLAZA: La compañía tiene altos niveles en eficiencia en la industria, con margen Ebitda en torno a 80% en los últimos años. Además, esperamos que continúe el mejor desempeño de la compañía, el cual sería explicado por los proyectos anunciados, la maduración y las eficiencias producto de la apertura de tres centros comerciales en los últimos dos años, los cuales representan el 13% de su superficie arrendable.

SQM-B: Las expectativas para el sector/compañía se han ido ajustando a la baja, especialmente ante los menores precios de comercialización del litio. No obstante lo anterior, su valorización actual considera un escenario especialmente negativo, pese a que el litio se mantiene como un mineral estratégico, con una demanda que continúa sorprendiendo al alza y fundamental para el desarrollo de la industria de vehículos eléctricos, lo que refleja por ejemplo el valor de adquisición de la participación de Tianqi en SQM. La minera corresponde a una buena opción para exponerse a esta tendencia, encontrándose en la parte más baja de la curva productiva y con diversos proyectos para aumentar su producción, lo que lentamente comienza a verse reflejado en mejores datos de exportación, a la vez que comienzan a cambiar el foco desde especulación de precios hacia uno de maximizar la producción, aprovechando sus ventajas comparativas.

BCI: El banco ha mantenido un crecimiento inorgánico, tanto en Chile, como en Estados Unidos, provocando una mayor internacionalización luego de la incorporación del Totalbank en Estados Unidos, esto significó que su cartera de colocaciones en dicho país pasó de representar el 18% de las colocaciones totales en enero 18 a 25% en septiembre 19. A pesar de esto, la calidad de sus activos de ha mantenido saludable, manteniendo ratios de morosidad controlados (1,56% v/s 1,50% sept 18). Por otro lado, la compañía por medio de una mayor automatización de procesos y reorganización de sucursales registró una mejora en sus ratios de eficiencia, alcanzando el 51,6% a septiembre (v/s 54,4% un año atrás), lo que ha potenciado su rentabilidad, alcanzando un crecimiento en utilidad acumulada de 6,4% a la fecha.

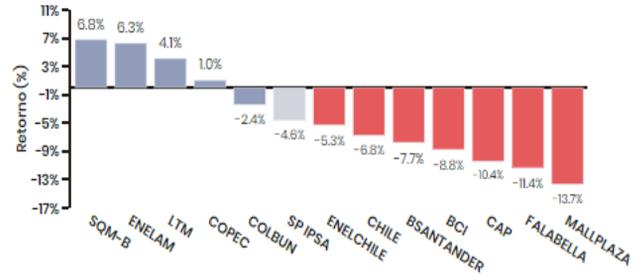
*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo 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 8: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SPCLXIPSA



GRÁFICO 9: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SPCLXIPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 3 de julio y el cierre del 4 de Noviembre de 2019.

GRÁFICO 10: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS IPSA (6 ACCIONES)**

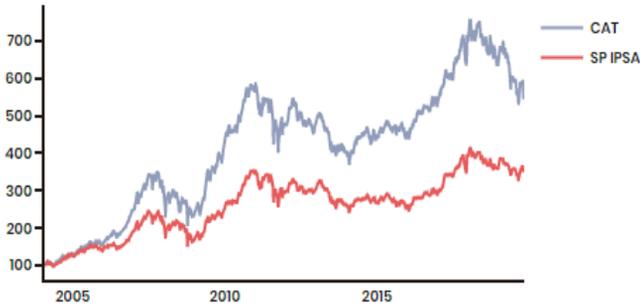


GRÁFICO 11: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS IPSA (12 ACCIONES)**



** Retornos Acumulados

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
viviana.neira@security.cl

Nicolás Gallegos P.
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
nicolas.gallegos@security.cl

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/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.