



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2019

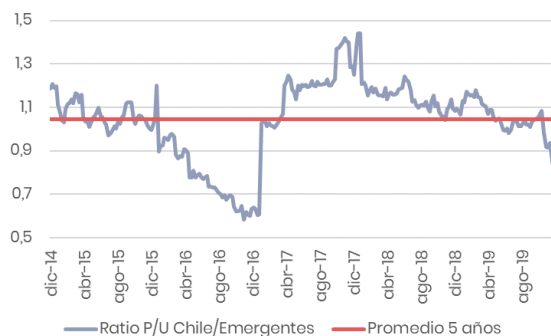
## Foco en el sector exportador

Durante el último mes los activos locales se han mantenido sujetos a una elevada volatilidad, junto con un incremento en la percepción de riesgo, que se ha reflejado en una presión al alza en el tipo de cambio, el que se ha depreciado por sobre 8% de manera multilateral (frente a buena parte de las monedas desarrolladas y emergentes). A nivel de premios por riesgo, éstos continuaron aumentando tanto a nivel soberano como corporativo para instrumentos en monedas extranjera.

Todo este contexto ha generado una sostenida presión sobre el IPSA, en particular sobre las perspectivas de actividad de cada sector a corto y mediano plazo, y sobre los costos y márgenes de las compañías a raíz de proyectos aún en discusión en el Congreso. Esto, a pesar de los avances en materia de agenda social y reforma tributaria logrados durante el mes. Si bien era esperable una menor volatilidad producto de los acuerdos, el mercado bursátil se ha mantenido oscilando en rangos cercanos a 4.500-4.700 puntos, manteniendo un descuento relevante respecto a la región, lo que refleja el impacto de la incertidumbre y ajustes en decisiones de portafolios.

En este contexto, mantenemos el sesgo hacia compañías que muestran generación de resultados con mayor exposición a otros mercados, por lo que Enelam sube levemente y se mantiene con la mayor ponderación en la cartera, mientras el sector eléctrico local continúa subponderado. Por otro lado, se reduce la exposición a bancos, de manera de recoger un escenario macroeconómico más adverso para el mediano plazo, el que luego de ajustes a la baja en proyecciones, continúa con un sesgo negativo. Así, BCI se excluye de la cartera fundamental (CAF), y se aumenta la ponderación en Banco Chile, el que presenta una cartera más protegida para este escenario, mientras se reduce la ponderación en Santander.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

La mayor exposición al sector externo se busca con un incremento en CMPC y la reincorporación de Copec, luego que redujera su inversión estimada para este año. A su vez, se incorpora Sonda, lo que persigue una exposición en particular a Brasil, donde esperamos una mejora en sus operaciones.

En la cartera táctica (CAT), se excluye Santander, en línea con la menor exposición en bancos ante el escenario macroeconómico, y se incorpora CMPC, que aumenta la ponderación de sectores exportadores.

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	16	(+2)	CAP	
CMPC	12	(+4)	CHILE	
CHILE	12	(+4)	ENELAM	
SQM-B	10		MALLPLAZA	
CAP	10		SQM-B	
MALLPLAZA	9		CMPC	←
BSANTANDER	8	(-4)		
COPEC	5	(+5)		
ENELCHILE	5			
COLBÚN	5			
FALABELLA	5			
SONDA	3	(+3)		
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>			

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 LTM (-9%) y BCI (-5%) de la CAF. Se excluye a BSANTANDER de la CAT.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	26	23
Forestal	17	11
Bancos	17	24
Commodities Mineros	22	6
Industrial	0	7
Retail	13	14
Consumo	0	6
Telecomunicaciones y TI	5	3
Otros	0	4
Construcción	0	0
<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 nov-19.

**Mantenemos nuestra visión para el sector eléctrico.** En el marco de los cambios regulatorios que está presentando la industria a nivel local, nuestra preferencia continúa en Enel Américas, donde aumentamos levemente el porcentaje en nuestra cartera fundamental para ajustarnos a las nuevas ponderaciones del Ipsa. La firma mantiene un buen desempeño de resultados, particularmente en Brasil, y está ajena a la contingencia nacional. Además, mantenemos participaciones menores en Enelchile y Colbún. Sus expectativas de resultados para el cuarto trimestre serían positivas, en especial por factores hidrológicos, y consideramos que las perspectivas tarifarias y su impacto en resultados están más que incorporadas en las actuales valorizaciones.

**Aumento de nuestra exposición al sector forestal.** La demanda por celulosa en China se ha recuperado considerablemente en los últimos meses, donde las mejores perspectivas internacionales, la apreciación del yuan y los menores precios del *commodity* le han permitido a estas compañías mejorar sus márgenes. Si bien los inventarios se mantienen elevados, creemos que estos se normalizarían en los próximos meses, esperando una recuperación en precios, los que se mantienen bajo el costo marginal y en mínimos históricos. Creemos que lentamente mejorarían los precios de celulosa, con lo que aumentamos nuestra exposición al sector a través de Cmpc (+4%) y Copec (+5%).

**Exclusión de Latam Airlines:** Creemos que gran parte de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) de Delta por el 20% de la compañía ya se encontraría incorporada en su valorización actual. Además, la depreciación de las monedas de la región continuaría perjudicando sus resultados, así como la demanda por vuelos. La situación de Chile también ha incidido en sus cifras de tráfico, mostrando por ejemplo una disminución de 4,6 p.p. en su factor de ocupación en el segmento países de habla hispana durante octubre.

**Disminuimos exposición a sector bancario:** Esperamos que el escenario local tenga un impacto relevante en términos de crecimiento del PIB y el desempleo, afectando tanto el crecimiento en colocaciones como el costo por riesgo del sistema en general. Ya en octubre, el gasto en provisiones aumentó 61% a/a, presionando los resultados de la industria. Así, en este escenario, preferimos bancos con una mayor calidad de activos, por lo que decidimos mantener nuestra exposición en el sector por medio de Banco de Chile y Banco Santander (en este último caso, reduciendo su participación en ambas carteras), excluyendo a BCI.

**Incorporación de Sonda a la cartera fundamental (3%):** La diversificación geográfica de sus operaciones nos permite reducir nuestra exposición a Chile. Además, tenemos buenas perspectivas de su operación en Brasil, que tras un débil 2018 ha repuntado tanto en ingresos como en márgenes, tendencia que se mantendría en el mediano plazo.

## Acciones Recomendadas

**BSANTANDER:** A pesar de un menor crecimiento en colocaciones en octubre, registrando un 6,8% a/a, principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 4,9% a/a, las cifras de morosidad mostraron una mejora, pasando desde el 2,2% un año atrás hasta 2,1% en octubre. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,8%), con números más positivos que el sistema (49,9% a octubre), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, mantenemos a Banco Santander dentro de nuestras carteras.

**CHILE:** Consideramos que la compañía se encuentra en una mejor posición que sus comparables frente a un menor dinamismo de la economía local acompañado de un aumento del desempleo, mostrando buenas cifras en calidad de activos. A octubre el banco presenta índices de morosidad de 1,3% frente a 1,8% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,8 veces (1,4 el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,1%, considerablemente mejor que el 1,3% registrado por el sistema en su conjunto.

**CAP:** La compañía mostraría considerables mejoras en sus resultados a partir de 2020, favorecidos por la reanudación de su operación en Guacolda II y unos precios del hierro que se mantendrían elevados. Si bien la demanda por acero ha desacelerado durante las últimas semanas, los bajos inventarios de hierro y acero beneficiarían los precios del *commodity*.

**CMPC:** El precio de la celulosa se encuentra bajo el costo marginal de producción de los productores más ineficientes y las perspectivas han ido mejorando, con una demanda que se ha venido recuperando en China, y unos inventarios que se han ido normalizando. Por otro lado, el negocio de *softys* de la compañía ha venido mostrando considerables mejoras en sus resultados, favorecidos por los bajos precios de celulosa, mostrando además recuperaciones en precios y a pesar de la depreciación de las monedas de la región.

**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 anuncio 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.

**COPEC:** Creemos que los precios de celulosa tenderían a mejorar durante los próximos meses, desde los mínimos en que se encuentran actualmente. Por otro lado, la compañía ha ido mostrando importantes crecimientos en sus ventas de combustibles y paneles, los primeros favorecidos por el cierre de contratos industriales, mientras que el segundo continuaría mostrando mejoras a medida que se va produciendo un *ramp up* de su proyecto Grayling. Por último, redujeron su plan de inversiones para este año, lo que ayudaría al perfil financiero de la compañía.

**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 favorables condiciones 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, el buen *performance* actual de resultados y el pago de la deuda relacionada lo posicionan con una espalda financiera más holgada 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 este segmento 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.

**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. Por otro lado, consideramos que presenta espacios atractivos de valorización.

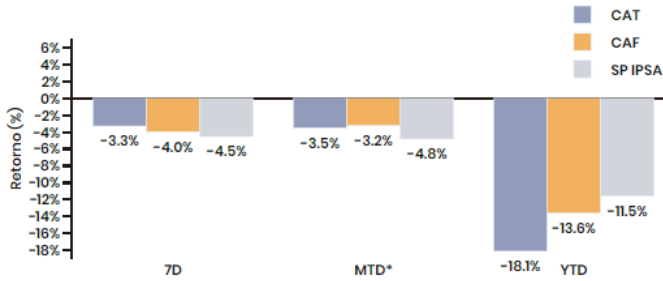
**SQM-B:** Las expectativas para el sector/compañía se han ido ajustando a la baja, especialmente ante los menores precios de comercialización del litio. No obstante, su valorización actual considera un escenario especialmente negativo, pese a que el litio se mantiene como un mineral estratégico, con 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.

**SONDA:** Vemos buenas perspectivas para la compañía, principalmente por su operación en Brasil, que a medida que se recupere su primera línea, los márgenes de la operación se expandirían dado la capacidad instalada de la empresa en dicho país. Tanto el cierre de contratos, como el pipeline de la compañía son favorables para el 2020, lo que permitiría seguir creciendo en primera línea.

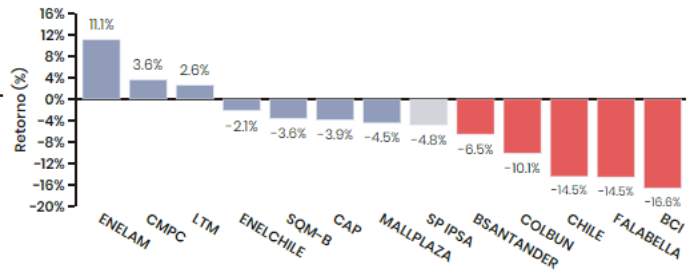
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo 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 1: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SPCLXIPSA**



**GRÁFICO 2: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SPCLXIPSA\***



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 5 y el 29 de noviembre de 2019.

**GRÁFICO 3: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS IPSA\*\* (6 ACCIONES)**



**GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS IPSA\*\* (12 ACCIONES)**



\*\* Retornos Acumulados

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**Magdalena de Ramón C.**  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

**Sebastián Montero A.**  
Analista Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Juan Carlos Prieto Z.**  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

**Gonzalo Sandoval I.**  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

**Étienne Célèry P.**  
Analista de Inversiones  
[etienne.celery@security.cl](mailto:etienne.celery@security.cl)

**Paulina Feliú Q.**  
Analista de Inversiones  
[paulina.feliu@security.cl](mailto:paulina.feliu@security.cl)

**Aldo Lema N.**  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto: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](mailto:viviana.neira@security.cl)

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

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

**Rodrigo Pérez Y.**  
Jefe Renta Variable  
(56-2) 2584 3169  
[rodrigo.perez@security.cl](mailto:rodrigo.perez@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](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.