



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2020

Cautela respecto de la recuperación local

En diciembre, el IPSA acumuló un retorno de 2,9% en pesos (10% en dólares) en gran medida explicado por una recuperación de los sectores ligados a materias primas, en medio del optimismo por el avance en el acuerdo comercial entre EE.UU. y China, lo que reduce la probabilidad de enfrentar nuevamente un escenario de alta volatilidad y presiones sobre la actividad global similar al sufrido en 2019. En términos relativos, América Latina rentó 9,8% en dólares, mientras Asia emergente aumentó 6,9% en dólares en igual periodo.

Por sectores, las compañías del sector eléctrico han decantado de manera favorable los cambios regulatorios, los avances en el calendario de descarbonización y presiones de costos generados por la sequía. Con todo, las empresas ligadas a la demanda interna se mantuvieron rezagadas respecto del mercado, aún bajo una elevada incertidumbre sobre el impacto de la crisis social y las disrupciones en la actividad sobre los resultados del cuarto trimestre, los que comenzarán a ser publicados a fines de enero.

En esta línea, las carteras accionarias de 12 y 6 compañías rentaron en el periodo 5,4% y 5,3% respectivamente, dando cuenta de la sobreexposición a papeles vinculados a demanda externa, mientras se mantuvo la subexposición a sectores vinculados a la dinámica local.

A corto y mediano plazo, si bien la tensión geopolítica entre EE.UU. y Medio Oriente pondría una cuota de cautela en los flujos de los inversionistas hacia mercados emergentes, refugiándose en activos seguros como es usual, en particular el dólar, estimamos que la composición de carteras debiera mantener los sesgos. Así, en medio de presiones al alza en tipo de cambio, pero con riesgos acotados aún para la actividad global, estimamos que las compañías exportadoras debieran mantener un comportamiento favorable.

Por otro lado, el posicionamiento en el sector eléctrico protege de eventuales mayores presiones sobre el tipo de cambio, a la vez que tiene una menor sensibilidad a la demanda interna. Con todo, un escenario global más volátil mantiene un muy acotado optimismo sobre la bolsa local, aun cuando sigue transando a un descuento en torno 10% respecto de sus pares emergentes.

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

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

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

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

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

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF		CAT	
ENELAM	16	CAP	
CMPC	12	CHILE	
CHILE	12	ENELAM	
SQM-B	10	MALLPLAZA	
CAP	10	SQM-B	
MALLPLAZA	9	CMPC	
BSANTANDER	8		
COPEC	5		
ENELCHILE	5		
COLBÚN	5		
FALABELLA	5		
SONDA	3		
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.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	26	23
Forestal	17	11
Bancos	20	24
Commodities Mineros	20	6
Industrial	0	7
Retail	14	14
Consumo	0	6
Telecomunicaciones y TI	3	3
Otros	0	4
Construcción	0	0
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

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

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

Mantenemos nuestra visión para el sector eléctrico. Los cambios regulatorios de la industria a nivel local ya estarían incorporados en las valorizaciones actuales y, por el momento, no vemos nuevos anuncios en el sector. Nuestra preferencia continúa en Enel Américas, firma que mantiene un buen desempeño de resultados, particularmente en Brasil, y está ajena a modificaciones regulatorias nacionales. Además, mantenemos participaciones menores en Enelchile y Colbún. Si bien, la generación hídrica en Chile del trimestre fue menor que lo registrado en el 4T18, tanto Enelchile como Colbún lo habrían compensado con generación térmica eficiente y compras a bajos precios spot, lo que permitiría un ajuste acotado en sus márgenes.

Mantenemos exposición en sector forestal. Las perspectivas para Cmpc y Copec han mejorado durante los últimos meses, con inventarios que comienzan a normalizarse y una demanda que se ha recuperado en China. Si bien los precios de la celulosa aún no han aumentado, se han mantenido estables luego de las considerables disminuciones de los últimos meses. Creemos que estos comenzarían a aumentar durante los próximos meses.

Mantenemos exposición en sector minero. Luego de débiles cifras de exportación durante noviembre a raíz de las paralizaciones portuarias, hemos observado mejoras en los envíos durante el último mes, lo que permitiría mayores volúmenes para SQM y Cap.

Mantenemos subponderado 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. En noviembre, el gasto en provisiones continuó mostrando aumentos considerables en el sistema, alcanzando un costo por riesgo de 1,38%, y con esto presionando los resultados de la industria. Así, en este escenario, mantenemos el sector subponderado y 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.

Acciones Recomendadas

BSANTANDER: A pesar de un menor crecimiento en colocaciones frente al sistema a noviembre, alcanzando un 8,8% a/a, principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 6,1% a/a, las cifras de morosidad mostraron una mejora, pasando desde el 2,2% un año atrás hasta 1,8% en noviembre. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42%), con números más positivos que el sistema (48,9% a noviembre), 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 noviembre el banco presenta índices de morosidad de 1,3% frente a 1,74% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,76 veces (1,47 el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,21%, considerablemente mejor que el 1,38% registrado por el sistema en su conjunto. Por lo que consideramos que presenta una atractiva relación riesgo/retorno frente a sus comparables.

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 a los cambios regulatorios de 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. Los cambios tarifarios en el segmento de distribución 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 y una alta actividad promocional, lo que ha afectado los resultados de la compañía, valoramos la estrategia de largo plazo, 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 si bien ha caído en los últimos meses, continuaría la tendencia de años anteriores hacia adelante dado que es 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: Consideramos que es uno de los papeles más descontados del índice de acuerdo a nuestra valuación de la compañía. Vemos con buenos ojos 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 este 2020, lo que se traduciría en un crecimiento en su utilidad respecto al 2019.

*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

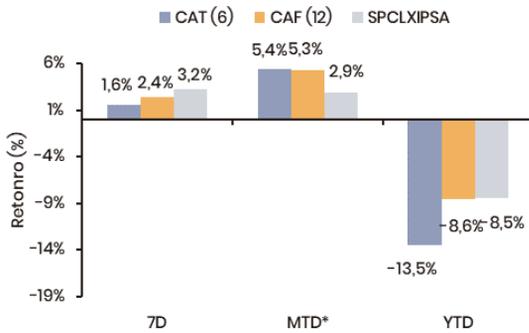
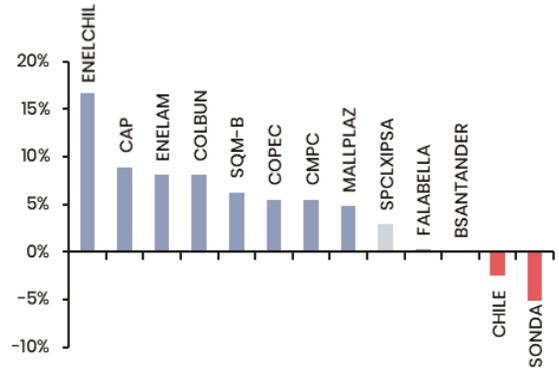


GRÁFICO 2: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SPCLXIPSA*

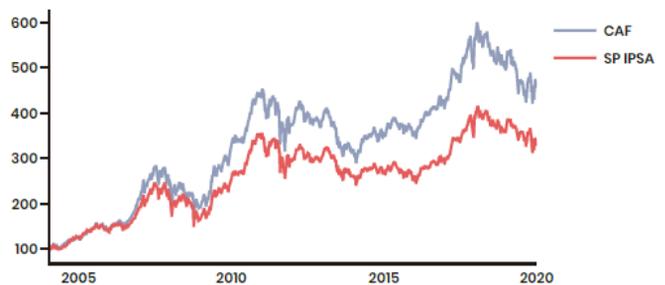


*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 1 y el 30 de diciembre de 2019.

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



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



** Retornos Acumulados

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
 inversionessecurity.cl • @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.