



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2020

## Apostamos a transitoriedad de *shocks* externos

En el mes, el IPSA anotó una caída de 1,7%, mientras que la cartera de 12 acciones obtuvo un retorno negativo de 2,8% (-3,6% para la cartera de 6 acciones). Lo anterior se explica en la irrupción de la crisis sanitaria en China, lo que impactó de manera más marcada a mercados expuestos a las perspectivas de actividad en esa economía, donde destaca Chile, lo que llevó a un ajuste a la baja generalizado del mercado accionario. A esto se suma que los sectores más expuestos a la demanda externa han sufrido en mayor magnitud por este factor, llevando a un desempeño más negativo de las carteras. El resto de los sectores más vinculados a demanda interna han tenido un desempeño desfavorable, a pesar de indicadores de actividad local algo mejor a lo esperado para el cierre de 2019.

Con todo, considerando como escenario base que la evolución de la crisis sanitaria sería similar a la de eventos anteriores, junto con su carácter transitorio, nos lleva a esperar una recuperación del mercado accionario más alineado con los fundamentales de las compañías a mediano plazo. Sin embargo, buscando capturar de mejor manera la potencial recuperación de la bolsa local, sugerimos modificar las carteras eliminando EnelChile y Enelam (en la CAF y en la CAT, respectivamente), que han mostrado un retorno relevante en el último tiempo, e incorporando Latam, que presenta un atractivo respecto del valor target estimado a 12 meses, luego del ajuste post OPA. Adicionalmente, esta modificación mantiene una exposición acotada al panorama de incertidumbre local que continúa primando, a pesar de las mejores noticias de actividad de las últimas semanas. Las otras modificaciones reducen levemente la ponderación de Enelam para incrementar Colbún en la CAF, de manera de capturar el atractivo descuento en su valorización y compensar la menor exposición al mercado eléctrico local por la salida de EnelChile.

Finalmente, mantenemos la sobreponderación de los sectores ligados a *commodities*, apuntando a una cuota de sobre-reacción del mercado ante la crisis sanitaria, y la subponderación de los sectores ligados a demanda interna, en particular bancos y *retail*, a la luz de los factores de riesgo de morosidad, la reducida confianza de consumidores, y expectativas que el mercado laboral aún sufra ajustes en los próximos meses, afectando las perspectivas de márgenes de estas compañías.

### Felipe Jaque S.

Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

### Juan Carlos Prieto Z.

Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

### Nicolás Libuy I.

Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

### Gonzalo Sandoval I.

Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

### Paulina Feliú Q.

Analista de Inversiones  
[paulina.feliu@security.cl](mailto:paulina.feliu@security.cl)

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	14	(-2)	CAP	
CMPC	12		CHILE	
CHILE	12		LTM	←
CAP	10		MALLPLAZA	
MALLPLAZA	9		SQM-B	
SQM-B	8	(-2)	CMPC	
BSANTANDER	8			
LTM	7	(+7)		
COLBÚN	7	(+2)		
COPEC	5			
FALABELLA	5			
SONDA	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 excluyó a ENELCHILE de la CAF. Se excluyó a ENELAM de la CAT

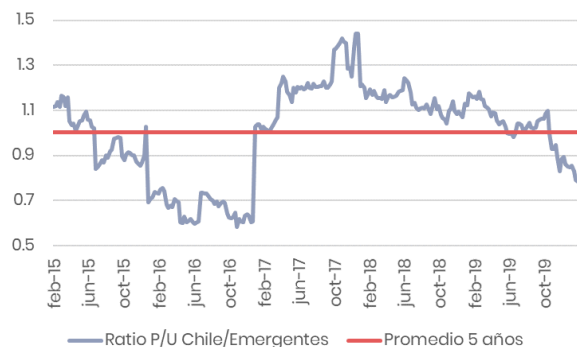
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	21	23
Forestal	17	11
Bancos	20	24
Commodities Mineros	18	6
Industrial	7	7
Retail	14	14
Consumo	0	6
Telecomunicaciones y TI	3	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 ene-20.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

**Disminuimos nuestra exposición en el sector eléctrico.** Si bien esperamos buenos resultados en el sector para este año, creemos que dado el buen desempeño de Enel Chile con respecto al Ipsa y a sus comparables nacionales, es momento de hacer un cambio y agregar empresas con valorizaciones más atractivas. Nuestra preferencia continúa en Enel Américas y Colbún, para la primera firma vemos un buen desempeño de resultados, particularmente en Brasil. La segunda, en tanto, reportó resultados en línea con las expectativas del mercado a pesar de una hidrología desfavorable y una menor generación en sus mercados, lo que fue contrarrestado por bajos precios de combustibles y le permitió mantener sus márgenes estables en relación al año pasado. Disminuimos en 2 p.p. la exposición en Enelam y los traspasamos a Colbún para compensar la baja en la ponderación de empresas ligadas al mercado local.

**Disminuimos exposición en sector minero.** El aplazamiento de los subsidios a la venta de vehículos eléctricos permitirá aumentar la demanda por los mismos en 2020. No obstante lo anterior, los precios del litio continúan disminuyendo, y si bien creemos que nos encontraríamos cercanos al punto de equilibrio, vemos aún algunas presiones de corto plazo, con lo que preferimos reducir en parte nuestra exposición.

**Incorporación de Latam Airlines.** Su valorización actual resulta atractiva y creemos que la compañía mejoraría sus resultados hacia adelante, a pesar de la depreciación de las monedas de la región, producto principalmente de alzas en *yields*, tráfico y mejoras en márgenes. El acuerdo con Delta le permitirá además reducir su perfil de deuda, reduciendo en parte los riesgos.

## Acciones Recomendadas

**BSANTANDER:** A pesar de que, luego de octubre, la compañía aumento de forma importante su costo por riesgo y anotó un menor crecimiento en colocaciones frente al sistema en 2019, alcanzando un 8,1% a/a, principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 4,4% a/a; las cifras de morosidad mostraron una mejora, pasando desde el 2,1% un año atrás hasta 2% en diciembre. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42%), con números más positivos que el sistema (48,8% a diciembre), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, acompañado de una valorización atractiva, 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 diciembre el banco presenta índices de morosidad de 1,39% frente a 1,86% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,64 veces (1,39 el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,2%, considerablemente mejor que el 1,39% registrado por el sistema en su conjunto. Por lo que aunque se mantienen desafíos importantes para el sector, 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 con firmas relacionadas lo posicionan con una espalda financiera más holgada para aprovechar nuevas oportunidades.

**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, esperamos que una reducción de los inventarios en la industria mejore las perspectivas de la compañía.

**LATAM AIRLINES:** Corresponde a la principal aerolínea de la región, la cual se caracterizaría por un importante desarrollo aeronáutico durante los próximos años, lo que llevó a Delta Airlines a pagar un importante premio con respecto a la valorización actual. Creemos que esta nuevamente se encuentra atractiva, esperando que nuevamente comience a aumentar sus resultados, de la mano de un mayor tráfico de pasajeros y alzas en *yields*.

**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 mostrando un buen desempeño, el cual estaría impulsado por los proyectos anunciados en Colombia y Perú, una mayor 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, dado un aumento de la incertidumbre en Chile, valoramos que un 94% de sus ingresos de arriendos sean fijos a la vez consideramos que presenta espacios atractivos de valorización.

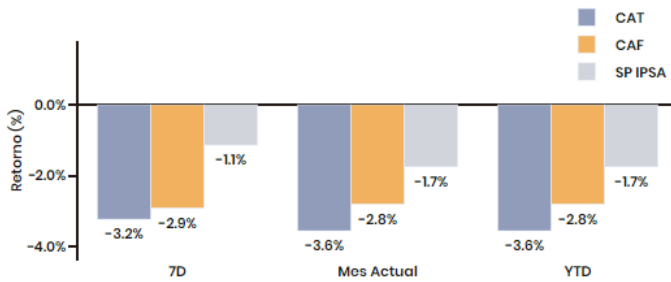
**SQM-B:** Las expectativas para el sector/compañía se han ido ajustando a la baja, especialmente ante los menores precios de comercialización del litio. No obstante, su valorización actual considera un escenario especialmente negativo, pese a que el litio se mantiene como un mineral estratégico, con 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. Si bien los resultados del 4T19 no fueron particularmente favorables, destacamos la mejora en márgenes en Brasil. Además, 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.

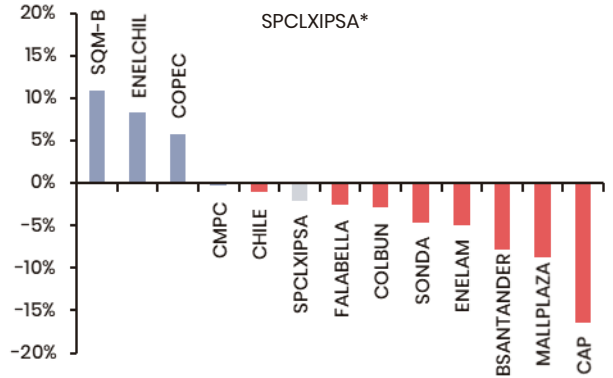
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo 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 2 y el 31 de enero de 2020.

**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.