



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2020

## Se Mantendría Incertidumbre en el Corto Plazo

En el último mes, el mercado sufrió una marcada corrección producto del impacto del coronavirus en la percepción de riesgo de los inversionistas locales y externos. Esto se vino a sumar a la incertidumbre local que aún se mantiene, lo que ha llevado el tipo de cambio a alcanzar niveles cercanos a \$ 820/USD y el IPSA a caer bajo los 4.200 puntos, en un contexto donde el dólar a nivel global se ha apreciado cerca de 2% y el precio del cobre ha retrocedido más de 10%, a niveles cercanos a US\$2,5/libra desde el inicio del brote.

Aunque este panorama debiera, al final del día, ser un *shock* transitorio a los mercados en la medida que la crisis sanitaria sea controlada, su rápida expansión fuera de China y la aún incierta duración mantienen a los mercados financieros presionados. Aún falta por ver cuál será el impacto final en la actividad global, aunque ya se asume una débil primera mitad del año tanto en China como en el resto de las regiones.

Dado su exposición a la economía china, los activos locales han mostrado el deterioro esperable para los ajustes observados en precios de *commodities*, tipo de cambio y nuevas disrupciones al comercio internacional y actividad global. El IPSA acumuló una caída de 9% en moneda local en febrero (11% en dólares), mientras la cartera accionaria fundamental CAF (12 acciones) retrocedió 8% y la cartera táctica CAT (6 acciones) 6%. La incertidumbre sobre actividad mundial y la caída en el apetito por riesgo global gatillaron un ajuste de carácter más generalizado de los títulos accionarios chilenos. A esto se han sumado sorpresas negativas en la entrega de resultados del cuarto trimestre de 2019, en particular en el sector *retail*.

Si bien el panorama se ve desafiante, hay que mencionar que el número de nuevos casos de contagiados por coronavirus en China ha disminuido en las últimas semanas (siguiendo un perfil similar al de otras crisis sanitarias, con una tasa de mortalidad baja). No obstante, sigue siendo una incógnita la forma de enfrentar la crisis que tomarán las otras economías con peso relevante. Así, considerando la corrección en las acciones a la fecha, mantenemos los principales sesgos en compañías ligadas a *commodities*, mientras que reemplazamos Mall Plaza por Enelam en la cartera táctica, y disminuimos su peso en la cartera fundamental, para aumentar la ponderación de SQM-B y Enelam.

### 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	17	(+3)	CAP	
CMPC	12		CHILE	
CHILE	12		CMPC	
CAP	10		ENELAM	←
SQM-B	10	(+2)	LTM	
BSANTANDER	8		SQM-B	
LTM	7			
COLBUN	7			
COPEC	5			
FALABELLA	5			
MALLPLAZA	4	(-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 MALLPLAZA de la CAT por ENELAM.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	24	25
Forestal	17	12
Bancos	20	23
Commodities Mineros	20	8
Industrial	7	5
Retail	9	15
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 feb-20.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

## Aumentamos nuestra exposición en el sector eléctrico.

Dentro de esta industria, nuestra preferencia continúa en Colbún y Enel América, dado los buenos resultados que ambas compañías reportaron para el último trimestre del año pasado. La primera tuvo un buen desempeño en el trimestre, con márgenes estables, a pesar de una hidrología más desfavorable y una menor generación en sus mercados. Y en el caso de Enel América, los resultados estuvieron por sobre nuestras estimaciones y las del mercado, por mejores cifras en ambos segmentos, generación y distribución, impulsados por Brasil y Colombia. Con el objeto de reducir el peso de consumo interno en las carteras, aumentamos levemente la ponderación de esta acción, considerando la corrección de precios mayor al Ipsa que exhibió en el último mes y su exposición en el resto de los mercados de la región, que compensaría la incertidumbre del escenario interno. Así, aumentamos en 3 p.p. la exposición en Enelam en la CAF y la reincorporamos en la CAT.

## Aumentamos exposición en sector minero.

Creemos que los efectos del coronavirus serían temporales, observando además una recuperación en la producción de baterías y ventas de vehículos eléctricos en China durante los últimos meses. SQM, por su parte, ha aumentado también el precio promedio del litio comercializado, así como los volúmenes exportados, por lo que elevamos marginalmente su ponderación en la cartera fundamental.

## Disminuimos exposición en sector retail.

A pesar de que el segmento *real estate* tiende a presentar una mayor estabilidad, consideramos que el impacto asociado a riesgos sociopolíticos en Chile de cara a posibles nuevas movilizaciones podría afectar las perspectivas de Mallplaza en el corto plazo, con un deterioro en márgenes e ingresos por arriendos, algo que ya se observó en los resultados del 4T19.

## Acciones Recomendadas

**BSANTANDER:** A pesar de que, luego de octubre, la compañía ha venido aumentando de forma importante su costo por riesgo y anotó un menor crecimiento en colocaciones frente al sistema en enero, alcanzando un 10,1% a/a, principalmente debido a un crecimiento en el segmento comercial de 8% a/a; las cifras de morosidad mostraron una mejora, pasando desde el 2,2% un año atrás hasta 1,9% en enero. Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42%), con números más positivos que el sistema (48,3% 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 enero el banco presenta índices de morosidad de 1,40% frente a 1,84% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,64 veces (1,40 el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,2%, considerablemente mejor que el 1,42% 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, la buena entrega de resultados del 4T19 y el pago de 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. Si bien, dependiendo de la propagación del coronavirus, su tráfico de pasajeros podría verse fuertemente afectado, creemos que el ajuste sobre el precio de la acción ya incorporaría lo anterior

**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, debido a un impacto en márgenes mayor al esperado ante las movilizaciones en Chile, generan una nota de cautela en las perspectivas de la compañía.

**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:** 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. Esperamos que durante el 2020 esta dinámica se mantenga, en línea con la recuperación de la economía brasileña, y potenciada por la ejecución del plan de privatizaciones del gobierno. Junto con esto, tanto el cierre de contratos, como el pipeline de la compañía son favorables para este 2020, lo que se traduciría en una mejora en utilidades respecto al 2019.

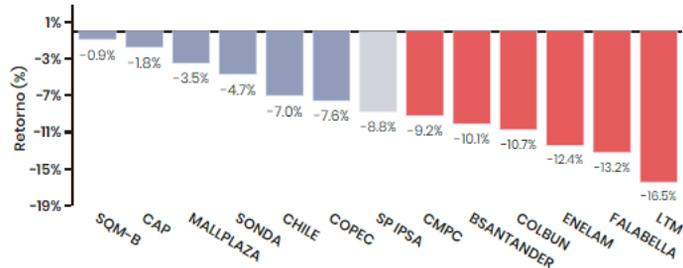
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo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

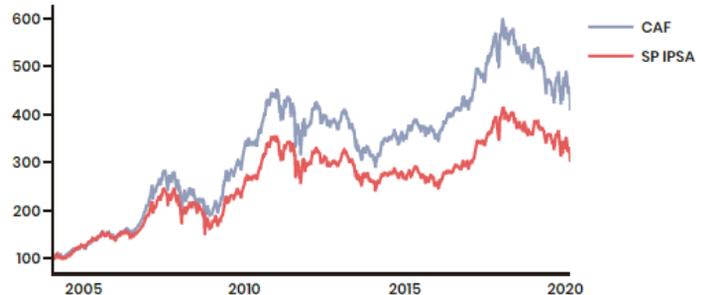


\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 3 y el 28 de febrero de 2020.

**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](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.