



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2020

Ajustes en un escenario altamente volátil

Durante el mes se registraron caídas en torno a 18%-19% en las carteras y el IPSA en general (28% año a la fecha), en línea con la fuerte corrección de los mercados globales y locales. Esto producto del avance del coronavirus y el gradual cierre de sectores económicos y ciudades ante la cuarentena que busca frenar el nivel de contagio. No obstante, medido en dólares, las bolsas emergentes muestran caídas más marcadas debido a la depreciación de sus monedas.

Las correcciones en valorización han afectado a compañías de todos los sectores, aunque los mayores ajustes se han dado en aerolíneas, *retail*, eléctricas y bancos. Sin embargo, se dan excepciones en empresas que han resistido la caída del último, explicado en gran parte por una menor merma estimada en sus operaciones a causa de las medidas de cuarentena.

En un contexto de alta volatilidad, elevada incertidumbre para el mediano plazo, en gran medida vinculado al logro de la contención del contagio y la presión que esto pueda ejercer sobre la capacidad del sistema de salud, orientamos las carteras bajo tres criterios principales: reducir las posiciones en compañías que hayan mostrado un favorable desempeño en las últimas semanas (en medio de la volatilidad de los mercados), aumentar en parte la ponderación en empresas con una posición de deuda sana y fuerte castigo en valorización bajo distintos ratios, e incorporar firmas que muestren descuento en valorización y una menor sensibilidad a un escenario en que se extienda la crisis sanitaria, el cierre de actividades y la cuarentena.

De esta manera, los ajustes consideran reducir en parte la ponderación de Banco de Chile, considerando su muy favorable *performance* en las últimas semanas, junto con excluir Sonda y reducir la exposición en Enelam, estas últimas dada su dependencia de la región, donde podría existir una mayor volatilidad en los mercados y monedas locales. Por el lado de las incorporaciones y aumentos: i) se incrementa la ponderación en Banco Santander, de manera de mantener cierta exposición al sector bancario respecto del IPSA, ii) se sustituye parte de la exposición de Enelam por Colbún, la que debiera mostrar una menor sensibilidad al escenario de volatilidad, iii) se aumenta la ponderación de Falabella, dado el descuento en valorización y su sana situación de deuda, iv) se sustituye parte de la exposición de CMPC, que ha mostrado un buen desempeño, por Copec, que muestra una valorización atractiva bajo precios de celulosa estables en los últimos meses, y v) se incorpora Andina-B, compañía que estimamos tendrá un comportamiento favorable bajo escenarios de recuperación del mercado bursátil, pero también en una eventual mayor prolongación de la situación de cuarentena y parcial cierre de actividades económicas. Con todo, se reduce el riesgo de la cartera para protegerse parcialmente de eventuales escenarios más adversos.

Bajo los mismos criterios, la cartera accionaria táctica (de 6 compañías) reemplaza Banco de Chile y CMPC por Banco Santander y Falabella.

En términos de perfil financiero, destacamos a los sectores consumo, eléctrico y *commodities* entre los que presentan indicadores de deuda más holgados, en el marco de necesidades de liquidez de cara a sus compromisos de corto plazo. Lo anterior, tanto por bajos ratios de endeudamiento como por menores impactos esperados en resultados frente a una extensión de la contingencia sanitaria. En relación a empresas con mayor riesgo operacional en los próximos meses (por ejemplo, *retail*, bancos o transporte), consideramos que aquellas pertenecientes a las carteras poseen el respaldo para lidiar meses que serán difíciles, pero de los cuales se debieran recuperar relativamente rápido. En este sentido, el caso más complejo podría presentarse en Latam Airlines, donde creemos que la reducción momentánea de salarios, más la renegociación con proveedores y otras eficiencias permitirán sobrellevar este proceso.

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	14	(-3)	CAP		
BSANTANDER	12	(+4)	BSANTANDER	←	
CAP	10		FALABELLA	←	
SQM-B	10		ENELAM		
COLBUN	10	(+3)	LTM		
FALABELLA	8	(+3)	SQM-B		
COPEC	8	(+3)			
LTM	7				
CHILE	7	(-5)			
CMPC	5	(-7)			
ANDINA-B	5	(+5)			
MALLPLAZA	4				
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 excluyó a SONDA de la CAF y se excluyó a CMPC de la CAT.

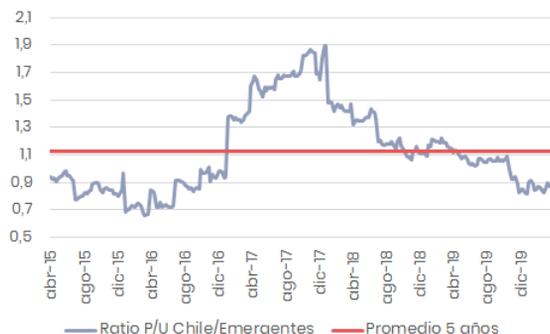
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA *
Eléctrico	24	23
Forestal	13	14
Bancos	19	25
Commodities Mineros	20	9
Industrial	7	3
Retail	12	13
Consumo	5	7
Telecomunicaciones y TI	0	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 mar-20.

GRÁFICO 1: RATIOS PRECIO UTILIDAD Chile/Emergentes



Fuente: Estudios Security

Mantenemos nuestra exposición en el sector eléctrico. Dentro de la industria, nuestra preferencia continúa en Colbún y Enel Américas, dado los buenos resultados que ambas compañías reportaron para el último trimestre del año pasado. La primera destaca además por márgenes estables y está menos expuesta que sus comparables a la acumulación de cobros pendientes que se generarían por el nuevo mecanismo de estabilización tarifaria (cuentas que alcanzaron sólo US\$28 millones en el 4T19, menor cantidad que sus pares). Y en el caso de Enel Américas, 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 objetivo de mantener una exposición del sector indexada al Ipsa y reducir la exposición a países con mayor impacto por el COVID-19, hemos reducido el peso de Enel Américas en 3p.p. en la CAF y aumentamos Colbún en la misma magnitud.

Aumentamos exposición en sector retail. A pesar de que esperamos que en el corto plazo el sector presente un escenario desafiante en los segmentos *real estate*, tiendas por departamento y *retail* financiero, vemos oportunidades en empresas con una valorización atractiva, como es en el caso de Falabella, donde consideramos que la compañía está bien posicionada en el canal *online*.

Disminuimos exposición en sector bancario. Consideramos que el entorno económico y sanitario actual podría presentar presiones a los márgenes de las compañías, sumado a una creciente incertidumbre respecto al riesgo de crédito de la industria en general. De esta forma, privilegiamos otros sectores que creemos presentan un mayor espacio de valorización. En este sentido, preferimos Santander, dado una valorización más atractiva que sus comparables con una buena calidad de activos.

Disminuimos exposición en sector forestal. Tomamos utilidad en el sector, luego del mejor retorno relativo de CMPC en el mes (+5,1% vs. -18,6% del Ipsa) y ante sus mejores perspectivas para el precio de la celulosa y de su negocio de *tissue*. Para compensar parte de lo anterior, aumentamos nuestra ponderación en Copec, ante una valorización más atractiva de esta última, pero considerando un negocio de paneles y combustibles que se verían afectados durante los próximos trimestres. Por esto, optamos por disminuir la exposición del sector.

Mantenemos exposición en sector industrial. El sector aeronáutico se encuentra en un complejo escenario, ante un nulo tráfico de pasajeros y una elevada deuda. Pese a lo anterior, decidimos mantener a Latam Airlines en nuestras carteras, ante una valorización que considera una situación especialmente negativa. Creemos que las iniciativas que se encuentra realizando la compañía, en conjunto con líneas de crédito, permitirían aplazar una posible situación de quiebra en algunos meses, proyectando que lentamente la situación comenzaría a normalizarse durante los próximos meses.

Acciones Recomendadas

ANDINA-B: Tras el comienzo de las movilizaciones en Chile en octubre del año pasado, la compañía pudo sortear los inconvenientes que trajo consigo el cierre parcial de puntos de venta en supermercados y restaurantes, potenciando el canal tradicional gracias a su canal de distribución. Bajo el contexto actual, creemos que la firma no tendría problemas de abastecer puntos de venta, al menos de forma parcial, de agudizarse la actual crisis sanitaria en los países en donde opera.

BSANTANDER: A pesar de que la compañía ha venido aumentando de forma importante su costo por riesgo, en línea con un importante deterioro del escenario local, hasta el 1,35% en febrero (frente a 1,10% febrero 2019), las cifras de morosidad mostraron una mejora, pasando desde el 2,1% un año atrás hasta 1,8% en febrero, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,49 veces (1,25 veces febrero 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,5%), con números más positivos que el sistema (47,9%), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, considerando que el banco presenta una buena calidad de activos sumado a una valorización atractiva, mantenemos a Banco Santander dentro de nuestras carteras.

CAP: El precio del hierro se mantiene elevado a pesar de la situación en China, ante una oferta que continúa mostrando debilidad en las exportaciones. Esto, en conjunto con unos volúmenes que han comenzado a recuperarse durante los primeros meses del año luego del accidente de Guacolda II, permitirían a la compañía mejorar considerablemente su resultado durante 2020.

CHILE: Consideramos que la compañía se encuentra en una buena posición frente a un menor dinamismo de la economía local acompañado de un aumento del desempleo, mostrando buenas cifras en calidad de activos. A febrero el banco presenta índices de morosidad de 1,42% frente a 1,83% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,62 veces (1,41 el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,21%, considerablemente mejor que el 1,44% registrado por el sistema en su conjunto. Por lo que aunque se mantienen desafíos importantes para el sector, consideramos que presenta una buena relación riesgo/retorno.

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 venía mostrando positivas cifras de crecimiento durante los últimos meses. Si bien el coronavirus generó algunos problemas logísticos, la situación se ha ido normalizando. Por otro lado, el negocio de *softys* de la compañía mostraría crecimiento en volúmenes y un bajo costo (favorecidos por los bajos precios de celulosa), compensados en parte por menores precios, ante 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 han 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 y su baja exposición a las cuentas por cobrar generadas por el nuevo mecanismo de estabilización tarifaria.

COPEC: Creemos que los precios de celulosa tenderían a mejorar durante los próximos meses, desde los mínimos en que se encuentran actualmente, y si bien, los negocios de paneles y combustibles mostrarían signos de debilidad ante la situación económica, creemos que gran parte de lo anterior ya se encuentra incorporado en la valorización de la acción. Por último, han venido reduciendo su plan de inversiones, lo que ayuda 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: Si bien, esperamos que el cierre de locales en los segmentos de tiendas por departamento y centros comerciales aumenten la presión sobre los resultados de la compañía, consideramos que los papeles presentan un atractivo espacio de valorización, donde valoramos la estrategia de largo plazo de Falabella, basada en acelerar el proceso de desarrollo en logística y omnicanalidad en sus negocios retail a la vez creemos que la compañía se encuentra en una buena posición competitiva en el canal online.

LATAM AIRLINES: Las medidas actuales de renegociar con sus acreedores y proveedores, disminución de costos fijos (remuneraciones), generación de efectivo mediante ventas de pasajes hacia plazos mayores de tiempo con descuento, así como el hecho de contar con líneas de crédito, permitirían a la aerolínea evitar el *default* en los próximos meses, proyectando que la situación comenzaría a normalizarse a partir del segundo semestre de este año.

MALLPLAZA: A pesar de un complejo escenario a raíz de los cierres producto de la emergencia sanitaria, Mallplaza continúa operando en torno a un cuarto de su GLA, debido al giro que presentan sus tenants. Por otro lado, vemos atractivo en el mediano plazo, donde compañía tiene altos niveles en eficiencia en la industria, con margen Ebitda en torno a 80% en los últimos años, por lo que esperamos que la compañía recupere márgenes más estables. Por el lado de las inversiones esperamos algunos retrasos en los proyectos anunciados en Colombia y Perú. Finalmente, a pesar de sus atractivos niveles de valorización, la incertidumbre respecto a la fecha de reapertura de los centros comerciales genera una cuota de cautela.

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.

*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

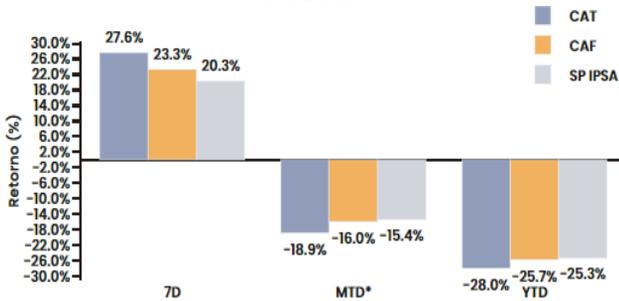
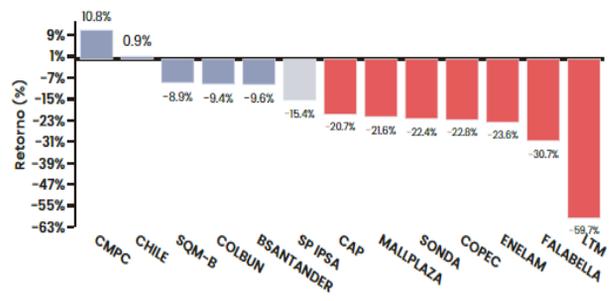


GRÁFICO 2: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SPCLXIPSA*

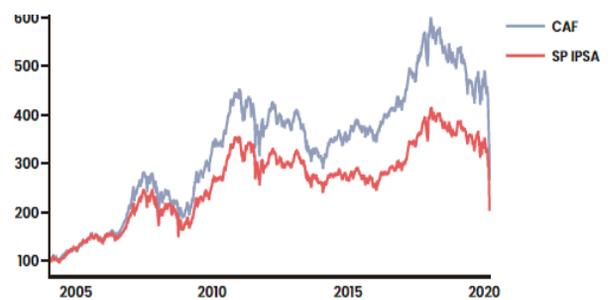


*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 29 de febrero y el 31 de marzo del 2020.

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.