



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2020

## Exposición a gradual reapertura de economías

Durante abril, el índice bursátil local anotó un incremento cercano al 15% (en moneda local), recuperando casi dos tercios de la caída sufrida hasta el punto más bajo registrado luego del impacto de la crisis del coronavirus en marzo. Este desempeño fue similar a la recuperación mostrada por otros mercados bursátiles desarrollados y emergentes, donde buena parte del impulso se puede atribuir a los significativos esfuerzos de los gobiernos y bancos centrales por implementar programas de apoyo a los hogares y empresas que han sufrido fuertes ajustes en sus flujos de ingresos.

A nivel de carteras recomendadas, la significativa recuperación llevó a que la cartera táctica - CAT (de 6 compañías), anotara un retorno cercano a 25%, mientras que la cartera fundamental - CAF (de 12 compañías), rentara cerca de 19%, comparado con el IPSA que alcanzó 16% en el mes. Año a la fecha, sin embargo, se mantienen en terreno negativo en torno a -14% las carteras y -15% el IPSA.

Si bien, los niveles de ratios de valorización, tanto absolutos como relativos a otros mercados emergentes como Asia y América Latina, aún muestran espacio para una recuperación adicional para la bolsa local, será clave el éxito que muestre no sólo la economía chilena, sino también las principales economías de las regiones emergentes y desarrolladas en las estrategias de salida a los períodos de cuarentena. Aunque gradual, de darse una recuperación de la actividad de los distintos sectores durante el tercer trimestre del año, los paquetes de ayuda fiscal y las medidas de bancos centrales podrían ser suficientes para atenuar de manera importante los efectos de la pandemia y permitir una recuperación más sostenible hacia 2021. Con todo, los riesgos aún se mantienen elevados.

A nivel de primas por riesgo, estas han retrocedido desde sus máximos alcanzados en marzo, aunque es posible que se mantengan en niveles más elevados que los previos a la crisis sanitaria, al considerar las presiones sobre la deuda pública. A la vez, las primas por riesgo corporativos también han retrocedido en el margen, en medio de las medidas de apoyo a las empresas.

Los principales riesgos se mantienen asociados al desempeño del mercado laboral y la liquidez de las empresas locales, junto a los riesgos de rebrote y segundas olas de la pandemia (a nivel local y en economías relevantes) que posterguen el reinicio de la actividad (y estresen aún más los niveles de endeudamiento para hacer frente a la caída en ingresos).

Sin embargo, bajo nuestro escenario base de gradual reapertura de economías, que toma alguna mayor probabilidad con los desarrollos del último mes en los principales mercados, la cartera recomendada continúa sobreponderando compañías ligadas a *commodities* (ante la eventual recuperación de la actividad de economías como China), y seleccionando compañías transando a descuentos significativos en *retail* y consumo masivo. Por su parte, continuamos subponderando el sector bancario, en la medida que se mantendrían las presiones sobre los resultados del sector por los efectos en empresas y ajustes en carteras de créditos ante la pandemia

### **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	CAP	
BSANTANDER	12	BSANTANDER	
CAP	10	FALABELLA	
SQM-B	10	ENELAM	
COLBUN	10	LTM	
FALABELLA	8	SQM-B	
COPEC	8		
LTM	7		
CHILE	7		
CMPC	5		
ANDINA-B	5		
MALLPLAZA	4		
<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.

CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	24	26
Forestal	13	12
Bancos	19	23
Commodities Mineros	20	8
Industrial	7	3
Retail	12	14
Consumo	5	6
Telecomunicaciones y TI	0	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 abr-20.

## Mantenemos nuestra exposición en el sector

**eléctrico.** Dentro de la industria, nuestra preferencia continúa en Colbún y Enel Américas. La primera destaca por su estabilidad en márgenes reportados en sus resultados del IT20, a pesar de una menor venta de energía en ambos mercados en los que opera. Además, tiene una menor exposición, en comparación con sus pares, a la acumulación de cobros pendientes que se generarían por el nuevo mecanismo de estabilización tarifaria. Mientras, en el caso de Enel Américas, esperamos que la compañía continúe con márgenes estables para el IT20, compensando la caída en la demanda eléctrica en los mercados en los que opera, en particular Perú, con medidas de eficiencia que ya reflejó en los resultados de 2019.

**Mantenemos leve subponderación 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. Consideramos que la compañía está bien posicionada en el canal *online*, con participación en el segmento de supermercados, lo que le permitiría moderar el deterioro en resultados, lo que ya observaríamos en sus resultados del IT20.

**Continúa menor exposición en sector bancario.** Creemos que el entorno económico actual podría presentar presiones a los márgenes de estas 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, nuestra principal exposición se mantiene en banco Santander, debido a buenas cifras de calidad de activos y eficiencia frente a sus comparables, junto con una valorización atractiva.

**Privilegiamos exposición en sector minero.** Destacamos las valorizaciones del sector, y si bien los resultados del IT20 se mantendrían presionados, creemos que nos encontraríamos al término de un ciclo negativo de *commodities*. En este sentido, esperamos una recuperación en las ventas/precio del litio, sumado a una normalización en los volúmenes exportados por Cap en un contexto de elevados precios del hierro, la que presenta una buena relación riesgo/retorno.

**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.

**Fortalecemos nuestra preferencia por Andina.** Tras los positivos resultados del IT20, con un crecimiento en volúmenes y expansión en márgenes en la mayoría de sus operaciones, mantenemos nuestra preferencia por la embotelladora de Coca Cola principalmente por: (i) su portafolio ligado a consumo básico, (ii) su robusta cadena de distribución que le ha permitido adaptarse ante los cambios en la demanda que han provocado las cuarentenas desde mediados de marzo, y (iii) a diferencia de CCU, la compañía tiene una política de cobertura sobre sus principales materias primas, lo que menguaría el efecto negativo de la depreciación de las monedas locales sobre los costos dolarizados.

## Acciones Recomendadas

**ANDINA-B:** Tras el positivo resultado del IT20, destacamos la capacidad de la firma para adaptarse ante los cambios en la demanda que han provocado las cuarentenas desde mediados de marzo, junto con las medidas para asegurar el funcionamiento de sus plantas y de su cadena de distribución. Si bien, la depreciación de las monedas locales presionaría los costos dolarizados de las operaciones en los próximos trimestres, la cobertura que realiza la compañía sobre sus principales materias primas menguaría el efecto negativo a nivel de márgenes.

**BSANTANDER:** A pesar de que la compañía ha venido aumentando de forma importante su costo por riesgo, en línea con un deterioro del escenario local, hasta el 1,38% en marzo (frente a 1,09% a marzo 2019), las cifras de morosidad se han mantenido estables, pasando desde el 2,03% un año atrás hasta 1,94% en marzo, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,36 veces (1,28 veces a marzo 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,8%), con números más positivos que el sistema (47,6%), potenciando con ello su rentabilidad. De esta manera, considerando que el banco presenta una buena calidad de activos y 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 el año 2020.

**CHILE:** Consideramos que la compañía se encuentra en una buena posición frente a un menor dinamismo de la economía local con un aumento del desempleo, mostrando buenas cifras en calidad de activos. A marzo, el banco presenta índices de morosidad de 1,40% frente a 1,83% el sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza hasta 1,64 veces (1,41 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,30%, considerablemente mejor que el 1,52% registrado por el sistema en su conjunto. Por esto, 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, han otorgado estabilidad a sus resultados. Para el IT20 la compañía reportó un Ebitda un 4% mayor al del año pasado, pese a una caída en las ventas físicas en Chile y Perú, lo que fue compensado por menores costos de combustibles y una caída en los costos marginales de ambos sistemas. Con esto, el margen Ebitda alcanzado fue de 50,3% (+7 p.p. a/a). 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. Esto se alinea con un holgado perfil financiero para cubrir nuevas inversiones.

**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, pese a posibles caídas en la demanda de energía producto de la pandemia. 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 en los últimos trimestres y el pago de deuda con firmas relacionadas lo posicionan con una espalda financiera más holgada para aprovechar nuevas oportunidades y enfrentar la crisis del COVID-19.

**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*. Vemos atractivo en el mediano plazo, donde destacarían sus altos niveles de eficiencia en la industria, con un 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. Sin embargo, pese a su atractiva 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 positiva tendencia de años anteriores. En este sentido, se debe considerar su relevancia 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 costos en 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, comienzan a cambiar el foco desde especulación de precios hacia uno de maximizar la producción, aprovechando sus ventajas comparativas.

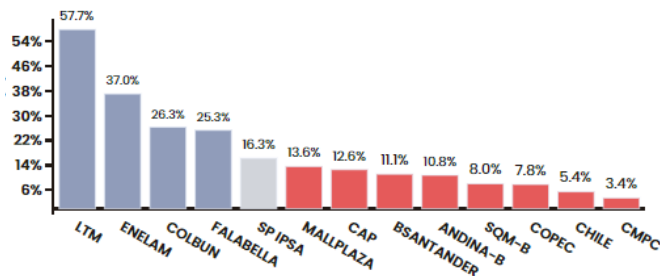
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo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



GRÁFICO 2: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA\*



\*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 2 y el 30 de abril del 2020.

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

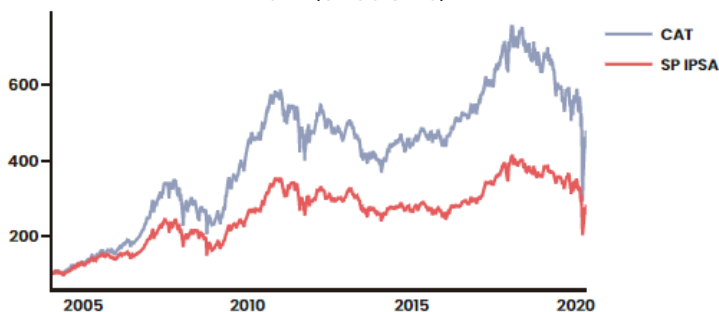


GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS IPSA\*\* (12 ACCIONES)



\*\* 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.