



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2020

Escenarios aún muy inciertos a corto y mediano plazo

Durante mayo, el mercado accionario local registró una caída de 9,5% en moneda local, con disminuciones generalizadas en compañías del sector *retail* y bancario, seguido de caídas más acotadas en el sector *utilities*, mientras que buena parte de las acciones del sector *commodities* mostraron un mejor desempeño, donde destaca el alza de 29% de Cap. Un punto aparte se refiere a la decisión de Latam Airlines de acogerse a una reestructuración de la empresa bajo capítulo 11 en EE.UU., lo que generó una drástica disminución del valor de sus títulos (de deuda y accionario) de más de 70% en el periodo, lo que también golpeó el panorama general para la bolsa local.

A nivel de las carteras, la cartera táctica CAT (6 acciones) registró el mayor impacto de la caída de Latam Airlines, el que fue sólo parcialmente compensado con el buen desempeño de CAP, anotando una caída agregada de 18% en el mes. Por su parte, la cartera fundamental CAF (12 acciones) sufrió de manera más acotada el impacto y registró una caída de 10,3%, similar al ajuste mostrado por el IPSA. En lo va corrido del año, el retorno del IPSA se ubica en -22,9%, la CAF en -22,7% y la CAT en -29,4%, reflejando el impacto del deterioro del escenario económico local y global generado por la pandemia de coronavirus aún en desarrollo en la mayoría de los países.

A corto y mediano plazo, si bien los ratios de valorización entregan un elevado espacio para la renta variable, es importante señalar que el desarrollo de la pandemia ha tomado dos canales relevantes. Por un lado, las economías desarrolladas, junto a China, van camino hacia una reapertura gradual de sus mercados, lo que entrega favorables señales sobre las expectativas que se pueden formar sobre la recuperación de los resultados de las compañías de cara al 2021, luego de un drástico impacto a la baja en 2020. Eso constituye un panorama algo más alentador para los mercados globales y sus implicancias para regiones emergentes. Por otro lado, la contención de la pandemia en América Latina ha sufrido *shocks* adicionales importantes, lo que mantiene los riesgos de una extensión de cuarentenas, impactos negativos en sectores económicos, y necesidades de fuertes niveles de apoyo de los gobiernos (y consiguientes elevados niveles de deuda pública adicional) muy latentes.

Si bien las monedas de la región y las primas por riesgo han retrocedido de manera significativa en las últimas semanas, los riesgos e incertidumbre respecto del impacto de este panorama sobre los resultados de las compañías para el segundo trimestre continúan elevados, lo que se suma a resultados relativamente planos al primer trimestre del año respecto de igual periodo del 2019 en firmas bajo cobertura (aunque con sorpresas a la baja en utilidades, principalmente por efectos cambiarios). Así, el panorama continúa desafiante para el mercado local.

En línea con lo anterior, los ajustes en las carteras que motiva este escenario se resumen en: i) excluir de ambas carteras a Latam Airlines, dada la elevada incertidumbre que implica su proceso de reorganización para el valor de sus acciones, ii) reducir la exposición a Cap (aunque la mantenemos sobreponderada en la CAF), luego de su elevado retorno del último mes, lo que se compensa con una mayor ponderación de Copec (exposición a materias primas), iii) diversificar el riesgo del sector *retail* al disminuir las posiciones en Falabella, que se excluye de la CAT y se reduce en la CAF, y iv) aumentar la exposición a consumo básico con Cencosud y Andina-B (que también se incorpora a la CAT).

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	15	(+1)	ANDINA-B	←	
BSANTANDER	13	(+1)	BSANTANDER		
COPEC	12	(+4)	CENCOSUD	←	
SQM-B	10		COPEC	←	
COLBUN	10		ENELAM		
CHILE	7		SQM-B		
ANDINA-B	7	(+2)			
CENCOSUD	6	(+6)			
CMPC	6	(+1)			
CAP	5	(-5)			
FALABELLA	5	(-3)			
MALLPLAZA	4				
TOTAL	100				

*Se excluyó la LTM de ambas carteras. Se excluyó a Falabella y Copec de la CAT.

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 IPISA*
Eléctrico	25	28
Forestal	18	13
Bancos	20	23
Commodities Mineros	15	9
Industrial	0	2
Retail	15	10
Consumo	7	7
Telecomunicaciones y TI	0	6
Otros	0	3
Construcción	0	0
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a may-20.

Mantenemos visión neutral 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, la compañía reportó márgenes estables en el IT20, a pesar de la caída en la demanda eléctrica en los mercados en los que opera. Destacan los buenos resultados en Perú y Colombia que compensaron la disminución en el segmento de generación Brasil.

Diversificamos exposición en sector retail. Luego de un deterioro mayor al esperado en Falabella y una caída de 31,3% a/a en las ventas minoristas en abril, consideramos que las perspectivas para el corto plazo en el sector se han ido ajustando a la baja, sobre todo los segmentos relacionados a consumo discrecional. En este escenario, preferimos diversificar nuestra exposición, aumentando la exposición a consumo básico con la incorporación de Cencosud y bajando la exposición en Falabella.

Fuerte incremento en sector forestal. Mantenemos la preferencia por Copec en un sector que mantiene el precio del commodity en mínimos y que lentamente comenzaría a recuperarse. Las reaperturas de EE.UU. y Europa favorecerían el negocio de paneles, con un negocio de combustibles que se mantendría presionado en volúmenes.

Redujimos exposición en sector minero. El sector fue uno de los mejores del último mes y decidimos tomar parte de la utilidad en este. El hierro, específicamente, ha mostrado importantes alzas, lo que ha beneficiado la valorización de Cap. Si bien creemos que la empresa aún no incorpora por completo estos mayores precios en su valorización, decidimos reducir la exposición ante la elevada volatilidad. En SQM mantenemos la exposición a la espera de recuperación en precios del litio y ante una mayor producción de baterías en China.

Diminuimos a cero exposición en sector industrial. Latam Airlines se acogió al capítulo II ante las dificultades que experimenta el sector. Con esto, la compañía mejora considerablemente su posición financiera, con una caja que podría superar los US\$2.000 millones (considerando los aportes del DIP) y con la que debiera sortear la crisis, sumado a importantes reducciones de flota. No obstante, estas operaciones se traducen en importantes diluciones para los accionistas minoritarios y, en muchos casos, el valor residual de la misma es mínimo. Ante el elevado riesgo, eliminamos la posición.

Fortalecemos nuestra preferencia por Andina. Tras los favorables resultados del primer trimestre, y considerando un complejo segundo trimestre por el lado de los volúmenes, 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 los favorables resultados del primer trimestre, 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 1,43% en abril (frente al 1,07% a abril 2019), las cifras de morosidad se han mantenido estables, pasando desde 1,95% un año atrás hasta 1,79% en abril, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,50 veces (1,33 veces a abril 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,9%), con números más positivos que el sistema (47,3%), 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: Los precios del precio sortearon la pandemia en elevados niveles, a diferencia del resto de los *commodities*, e incluso han comenzado a aumentar, ante la reapertura de China y una menor oferta. Esto, en conjunto con unos volúmenes despachados que han comenzado a recuperarse por parte de la empresa durante los primeros meses del año luego del accidente de Guacolda II, permitirían a la compañía mejorar considerablemente su resultado durante el año 2020.

CENCOSUD: Valoramos las mejoras en eficiencia y el aumento en participación de mercado en supermercados que ha mostrado la compañía. Por otro lado, a pesar de que esperamos un impacto proveniente de los segmentos de tiendas por departamento y *real estate*, afectados por cierres de locales y un deterioro en el consumo, consideramos que su alta exposición a supermercados y mejoras operacionales en mejoramiento del hogar le permitiría mostrar un mejor desempeño que sus comparables. Miramos con cautela la exposición de la compañía a Argentina.

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 abril, el banco presenta índices de morosidad de 1,48% frente a 1,84% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 1,57 veces (1,42 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,45%, mejor que el 1,60% 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 1T20 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 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 el IT20 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, junto a un débil consumo en la mayoría de los segmentos en los que opera, aumenten la presión sobre los resultados de la compañía, consideramos que los papeles presentan 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*.

MALLPLAZA: A pesar de un complejo escenario a raíz de los cierres asociados a 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 los espacios de valorización que presenta la compañía, persiste la incertidumbre respecto a la fecha de reapertura de los centros comerciales.

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

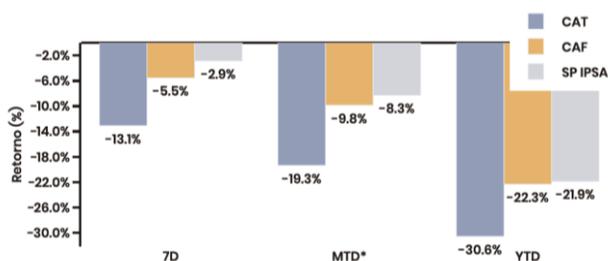
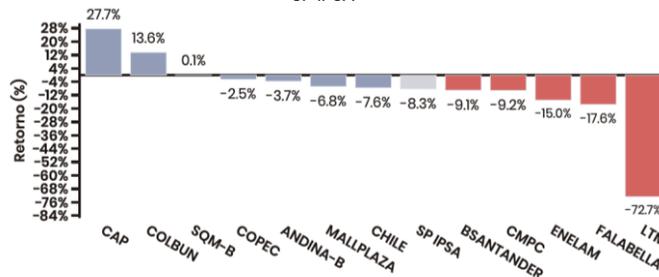


GRÁFICO 2: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SPCLXIPSA calculados entre el 4 y el 31 de mayo del 2020.

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

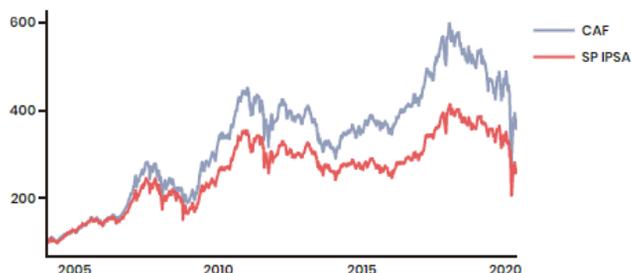
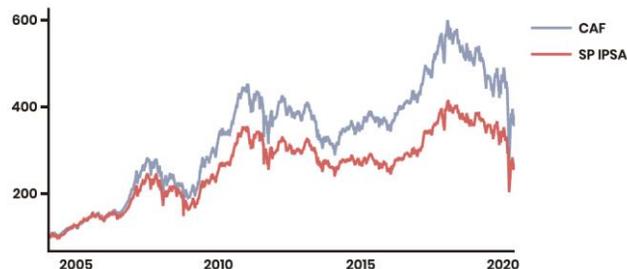


GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS IPSA (12 ACCIONES)**



** 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.