



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2020

Mantenemos cautela ante cifras locales aún muy débiles

En el último mes, el mercado accionario local remontó de manera importante las pérdidas que acumulaba luego del impacto de la pandemia en los distintos sectores económicos. Así, el IPSA anotó un incremento de 8,5%, mientras que la cartera accionaria fundamental de 12 compañías (CAF) registró un retorno de 9% y la cartera táctica de 6 acciones, un rendimiento de 10,6% en el periodo. Una buena parte de este retorno provino de la recuperación de los títulos de empresas ligadas al sector *retail*, las que se mantenían castigadas hasta mayo. Otra porción relevante del buen desempeño vino de Copec y SQM, las que, si bien han enfrentado aún bajos precios de sus productos, sus volúmenes exportados han mostrado ser muy resilientes en medio de la pandemia.

El resto de las posiciones, más conservadoras y ligadas a sectores *utilities*, consumo masivo y bancos, mostraron algún rezago esperable en un mes donde el apetito por riesgo retornó a los mercados, a pesar de la aún elevada incertidumbre respecto del control de la pandemia a nivel local y las perspectivas de reapertura económica. Con todo, los riesgos se mantienen abiertos, en particular ante una caída de la actividad, que puede ser mayor a lo previamente anticipado para el segundo trimestre del año (que actualmente estimamos en torno a -15% a/a) y un impacto significativo en el mercado laboral y las perspectivas de los hogares (pérdida de cerca de 800 mil empleos asalariados desde el inicio de la pandemia, sin considerar las casi 700 mil personas bajo protección de empleo). Esto se compensa con la reapertura de las principales economías desarrolladas y asiáticas, que entregan cierta nota de optimismo en los mercados de materias primas, algo que ya se ha notado en las últimas semanas, en particular en metales.

Bajo este escenario, los ajustes a las carteras accionarias para julio consideran rebalancear los sesgos en el sector *retail* al incluir SMU (+5pp) y Cencosud Shopping (+5pp) en reemplazo de Mallplaza y Cencosud, luego de un muy favorable desempeño en el último mes, lo que acota el espacio de alzas adicionales. Por otro lado, rebalanceamos los riesgos en el sector *utilities* al aumentar la ponderación en Enelam (+3pp) versus Colbún (-3pp), lo que disminuye el riesgo de la cartera respecto del IPSA. Finalmente, aumentamos levemente la exposición a CAP (+2pp) versus CMPC, ante un panorama que se ve aún favorable para el mercado del hierro. Estos cambios aplicados a la cartera táctica implican la salida de Mallplaza y la incorporación de Cencosud Shopping.

Este posicionamiento de las carteras considera, además, una visión de más mediano plazo. Si bien los resultados para este año (con una aún limitada visibilidad) apuntan a caídas en un rango entre 5% y 25% en Ebitda según cada sector (en torno a -10% para la muestra completa), estimamos una recuperación de Ebitda hacia niveles algo similares a los de 2019 para las principales compañías, lo que va de la mano de un rebote de la actividad local cercano al 6% para el próximo año. Será relevante la capacidad de recuperar los retornos sobre patrimonio de las compañías hacia niveles más cercanos a 9%, desde los mínimos actuales de 7%, lo que se condice con ratios Bolsa/libro en torno a 1,6x, que actualmente se ubican levemente por sobre 1,0x.

Los factores, más allá del manejo de cada compañía, que serán claves para el mediano plazo, se asocian con una recuperación del empleo relevante, que permitan un nuevo impulso para el consumo (discrecional), una capacidad de pago de los créditos actualmente suspendidos por la banca, que se sumen a la ya en marcha reapertura de la economía a nivel más global.

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

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

Etienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Visión del índice Ipsa al 2021 apunta a niveles cercanos a 4.600 puntos

Hemos corregido nuestras estimaciones de resultados para el año 2020, al incorporar una estimación preliminar para el segundo trimestre del año, sobre la base de los primeros datos efectivos de operación y consumo en el marco de la actual crisis sanitaria, y estimando una normalización gradual a partir de julio-agosto.

En el caso del Ebitda, esperamos una caída de -9% en el promedio de empresas bajo cobertura al cierre de 2020, pero un avance de 13% para 2021 (Tabla 1). Si bien, esto nos dejaría levemente sobre el nivel de Ebitda alcanzado al cierre de 2019, se debe considerar que es un año que incluye un trimestre muy golpeado por las manifestaciones sociales de octubre. En este sentido, creemos que, en realidad, tomaría cerca de 3 años retomar el ritmo de resultados que las compañías locales exhibían hasta el 3T19, lo que se alinea a lo esperado por el lado de la actividad interna.

En términos de utilidad, el análisis es similar pero con variaciones algo más abruptas, al incorporar efectos cambiarias y pérdidas no recurrentes en 2020. Para este año esperamos que la utilidad de la muestra caiga un -56%, para subir un 150% en 2021 (Tabla 2). Si a estas cifras sumamos a bancos bajo cobertura, el ajuste se modera a -44% en 2020, con una mejora de 95% en 2021.

CUADRO 1: ESTIMACIONES EBITDA (MMS)

SECTORES	EBITDA				
	2019	2020e	% Var. a/a	2021e	% Var. a/a
CONSUMO	789.580	644.483	-18%	712.270	11%
COMMODITIES MINERO	628.384	893.938	42%	854.489	-4%
ELÉCTRICO	6.235.491	5.919.445	-5%	6.587.552	11%
FORESTAL	2.389.595	2.062.165	-13%	2.372.193	15%
TELECOM & II	886.052	680.428	-23%	703.206	3%
RETAIL	2.758.308	2.280.623	-17%	2.849.245	25%
CONSTRUCCIÓN	58.076	55.297	-5%	71.327	29%
MUESTRA	13.723.464	12.536.376	-9%	14.150.261	13%

Fuente: CMF Chile y Estudios Security

CUADRO 2: ESTIMACIONES UTILIDAD (MMS)

SECTORES	UTILIDAD				
	2019	2020e	% Var. a/a	2021e	% Var. a/a
BANCO	1.673.112	1.428.813	-15%	1.788.226	25%
CONSUMO	377.603	221.716	-41%	365.808	65%
COMMODITIES MINERO	120.826	265.557	120%	273.780	3%
ELÉCTRICO	2.015.566	880.643	-57%	2.241.770	180%
FORESTAL	234.598	-16.236	-107%	329.816	-2131%
TELECOM & II	177.348	28.364	-84%	71.836	153%
RETAIL	1.177.127	423.804	-64%	1.189.786	18%
CONSTRUCCIÓN	23.263	16.396	-30%	23.435	43%
MUESTRA	5.798.443	3.229.056	-44%	6.282.437	95%
MUESTRA EX BANCOS	4.126.331	1.800.244	-56%	4.496.211	150%

Fuente: CMF Chile y Estudios Security

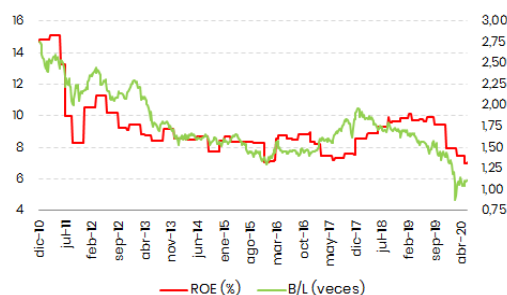
Lo anterior se traduce que, a pesar del fuerte impacto provocado por el coronavirus, las valorizaciones bursátiles actuales y sus ratios implícitos estarían incorporando un escenario de ajuste de resultados aún más marcado o más permanente. De esta forma, al considerar una duración determinada para este shock y que es esperable alguna recuperación hacia fin de año y 2021, existiría un espacio para revalorizaciones para las compañías.

Al respecto, un ejercicio simple de estimación de precios en base a ratios target (valor que podría implicar un castigo por los efectos de la pandemia) entrega retornos esperados entre 12% y 22% promedio para 2021, dependiendo del ratio utilizado.

Esto respaldaría un Ipsa en torno a 4.600 pts. hacia el 2021. Si bien, el plazo para alcanzar estas cifras sería 2021, al tratarse de expectativas, no descartamos que estos valores converjan en un periodo menor dependiendo de la velocidad con que las compañías retomen una operación "normalizada".

Esta proyección de Ipsa también se ve respaldada por la correlación histórica de sus valuaciones. Actualmente, el ROE (Return on Equity) del índice alcanza un 7%, con un ratio Bolsa/Libro de 1,1x (Gráfico 1). Si pensamos que el ROE pueda retornar a niveles más cercanos a 9% (nivel pre crisis), esto se condice con un B/L en torno a 1,6x, lo que de acuerdo a nuestras perspectivas de resultados implica un Ipsa cercano a 4.700 pts.

GRÁFICO 1: ROE VS BOLSA LIBRO IPSA



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Finalmente, en relación a la salud financiera de estas empresas, en la mayoría de los casos esperamos que el endeudamiento suba en este periodo. Lo que se observó en el IT20 fue efectivamente un aumento en el stock de deuda, pero también en el nivel de caja. Una de las medidas que emplearon las empresas para enfrentar esta crisis fue girar líneas bancarias de modo de contar con la mayor liquidez posible en los meses más complejos de la pandemia. La extensión de las restricciones sanitarias obligaría a hacer uso de esa liquidez, por lo que la normalización de estas métricas demoraría algo más de lo contemplado, alcanzando máximos similares a los observados durante la crisis asiática (Gráfico 2).

GRÁFICO 2: NIVEL DE ENDEUDAMIENTO
(MUESTRA EMPRESAS LOCALES)

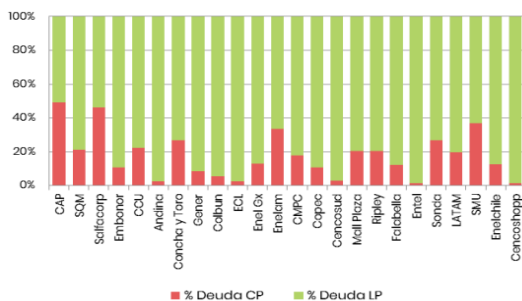


Fuente: CMF Chile y Estudios Security

Nota: Los puntos de proyección incluyen el supuesto de aumento de 12% en la deuda para 2020 y 5% para 2021, con las estimaciones promedio de Ebitda de la Tabla 2.

No obstante, se debe recalcar que, en general, hacia fines de 2019, las compañías chilenas mostraban índices más elevados pero estables de endeudamiento (que conversaba con tasas de financiamiento muy bajas), y un perfil de pagos mayormente de largo plazo (Gráfico 3). Además, sus índices de cobertura y liquidez se mostraban saludables. Por ende, aunque esperamos un impacto importante en estos indicadores en el 2T20 y 3T20, por el momento vemos que las firmas cubiertas tendrán la espalda financiera para soportar este escenario.

GRÁFICO 3: PASIVOS FINANCIEROS SEGÚN PLAZO (AL 1T20)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

En síntesis, aunque vemos oportunidades de *upside* en el mercado accionario local, nuestra visión aún es cauta en la medida que se acoten diversos focos de incertidumbre, mayormente relacionados con la extensión de la crisis sanitaria. En este sentido, nuestra selección de activos apunta, por un lado, a empresas con impactos más acotados en resultados y, por otro, en firmas con la solidez financiera que les permita superar este impacto sin mayores consecuencias.

GRÁFICO 4: DFN/EBITDA (VECES)

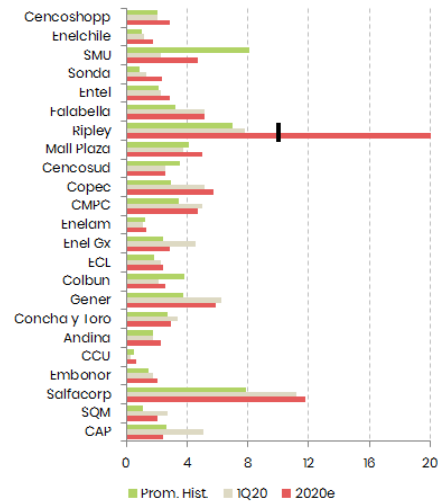
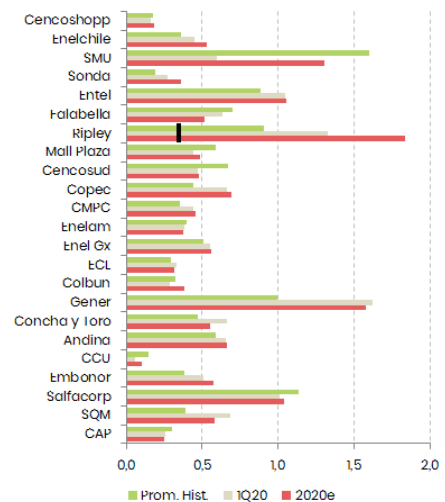


GRÁFICO 5: DFN/PATRIMONIO (VECES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

(*) En el caso de Ripley, as barras incluyen negocio bancario. La franja negra muestra situación sin banco (al 1T20).

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 3: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	18	(+3)	ANDINA-B	
BSANTANDER	13		BSANTANDER	
COPEC	12		CENCOSHOPP	←
SQM-B	10		COPEC	
COLBUN	7	(-3)	ENELAM	
CHILE	7		SQM-B	
ANDINA-B	7			
CAP	7	(+2)		
SMU	5	(+5)		
FALABELLA	5			
CENCOSHOPP	5	(+5)		
CMPC	4	(-2)		
TOTAL	100			

*Se excluyó a CENCOSUD de ambas carteras, y a MALLPLAZA de la CAF.

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 (SP IPSA).

3. La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

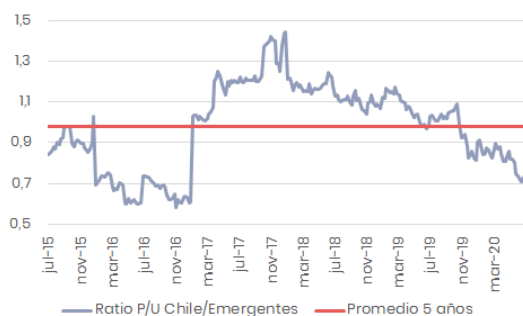
CUADRO 4: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	25	24
Forestal	16	12
Bancos	20	23
Commodities Mineros	17	8
Industrial	0	1
Retail	15	18
Consumo	7	6
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 junio-20.

GRÁFICO 6: RELACIÓN RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Mantenemos exposición a consumo básico en sector retail. Considerando el fuerte impacto asociado a la crisis sanitaria en los segmentos de tiendas por departamento y retail financiero, preferimos mantener exposición a consumo básico mediante la incorporación de SMU, debido a su mayor exposición a alimentos en Chile, excluyendo Cencosud, tras el buen desempeño de las últimas semanas. En el caso de Falabella, pese al alza de junio, creemos que aún presenta un atractivo espacio de valorización frente a los cambios de canal que presenta la industria y ante una posible mejora en las perspectivas de reapertura de las tiendas físicas.

Mantenemos visión neutral en el sector eléctrico. En las últimas semanas hemos visto una recuperación en la demanda eléctrica de los países de la región, debido al relajamiento en las restricciones de movilidad impuestas por los distintos gobiernos. En Chile, la generación del sistema se encuentra levemente por debajo de los niveles del año pasado y no se observa un deterioro en la actividad minera, lo que se debería mantener en los próximos meses si la situación sanitaria se mantiene controlada en las principales faenas del rubro. Esperamos que la generación se mantenga estable con respecto al año 2019 y que las lluvias ayuden con el déficit hídrico. Dentro de la industria, nuestra preferencia continúa en Colbún y Enel Américas. La primera destaca por su estabilidad en márgenes, su buen mix de generación termo e hidro y su alto porcentaje de clientes libres no mineros. Mientras, en el caso de Enel Américas, vemos de manera positiva la recuperación de la demanda en sus principales mercados y su alto porcentaje de generación en base hidro que la ayudan a obtener márgenes más holgados. Para estabilizar las posiciones en torno al Ipsa, hemos disminuido en 3 p.p. nuestra exposición en Colbún y traspasamos ese porcentaje a Enelam.

Disminuimos levemente el sector forestal. Redujimos la exposición en CMPC, ante la lenta recuperación en el precio de la celulosa. 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.

Aumentamos levemente exposición en sector minero. Las exportaciones de hierro se encuentran en sus máximos de los últimos años y las perspectivas del hierro se mantienen favorables, lo que apoyaría a CAP. En SQM mantenemos la exposición a la espera de recuperación en precios del litio y ante una mayor producción de baterías en China.

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.

Mantenemos sector bancario subponderado. Creemos que el fuerte deterioro en la actividad local, junto con una menor inflación, mantendrán los resultados del sector presionados mediante posibles alzas en los costos por riesgo y presiones en los márgenes. Por otro lado, consideramos que persiste una alta incertidumbre respecto al rezago que podrían mostrar los indicadores de calidad de activos.

Mantenemos en cero exposición al sector industrial. Esto, ante los elevados riesgos que se mantienen sobre Latam Airlines y que el capítulo II se traduce en importantes diluciones para los accionistas minoritarios y, en muchos casos, el valor residual de la misma es mínimo.

Acciones Recomendadas: Fundamentos

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 1,49% en mayo (frente al 1,09% a mayo 2019), las cifras de morosidad se han mantenido estables, pasando desde 2,1% un año atrás hasta 1,75% en mayo, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,55 veces (1,25 veces a abril 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,3%), con números más positivos que el sistema (47,5%), 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 hierro continúan sorprendiendo al alza desde hace varios años, ante un importante crecimiento de la industria acerera en China, sumado a problemas de producción del *commodity*, especialmente por parte de Vale. En cuanto a Cap, las exportaciones de hierro de los últimos meses alcanzan sus máximos de los últimos años, ante los elevados precios y volúmenes que se han ido normalizando. Esto, en conjunto con un *cash cost* que también iría disminuyendo, permitirían a la compañía un importante crecimiento en resultados durante 2020.

CENCOSHOPP: A pesar de un complejo escenario a raíz de los cierres asociados a la emergencia sanitaria, Cencoshopp continúa operando en torno a la mitad de su GLA, debido al giro que presentan sus *tenants*. Por otro lado, consideramos que la alta duración promedio de sus contratos (13,5 años) y una alta ocupación (98,7%) le ayudarían a la compañía en el corto plazo ante el caso de un retraso mayor al esperado en las reaperturas de los centros comerciales.

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 mayo, el banco presenta índices de morosidad de 1,47% frente a 1,84% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 1,56 veces (1,43 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,49%, mejor que el 1,66% 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: Su adecuado porcentaje de contratación, solventado con un *mix* eficiente de generación entre hidro (43% de capacidad instalada) y termo, han otorgado estabilidad a sus resultados. Vemos poco probable que sus resultados se vean afectados por paralizaciones mineras, ya que sólo un 34% de sus ingresos provienen de este tipo de clientes y el 29% corresponde a contratos con Codelco. En Perú, Fénix Power vuelve a operar luego de un primer trimestre con mantenciones que comenzaron en el 4T19 y la orden de no despacho del coordinador. Estimamos que para este año los resultados se mantengan relativamente estables en comparación al año anterior, apoyados por una demanda estable en Chile y una caída en los precios de los combustibles que mitigarían una menor recaudación. 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.

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 de la región producto de la pandemia. Esperamos que los resultados se vean levemente afectados por un menor crecimiento y la depreciación de las monedas. Con un segmento de generación parecido al año pasado, por menores costos de combustibles que contrarrestarían las caídas en la demanda y un segmento de distribución que se vería un poco más afectado por el deterioro económico en los distintos países donde opera. Sin embargo, vemos una evaluación positiva de adquisiciones anteriores, que junto con el pago de deuda con firmas relacionadas la posicionan con una espalda financiera más holgada para aprovechar nuevas oportunidades de M&A 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*.

SMU: Valoramos las mejoras en eficiencia que ha mostrado la compañía, provenientes principalmente de una mayor centralización de sus operaciones. Por otro lado, consideramos que su exposición al formato mayorista y las soluciones digitales asociadas al segmento podrían sostener una mejora en resultados en el corto y mediano plazo. Con esto, consideramos que SMU presenta una valorización atractiva.

SQM-B: Las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China han sufrido una importante caída durante el último año, afectado en parte por la guerra comercial y el coronavirus. Esto, en conjunto con una mayor producción de litio, han impactado fuertemente los precios, encontrándose estos incluso bajo el costo marginal de producción. Creemos que esto último y el importante desarrollo que seguiría ocurriendo en la industria de VE, permitiría una recuperación en precios para el *commodity*, siendo SQM 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. Por otro lado, la minera ha experimentado un importante crecimiento en sus resultados de yodo, ampliando su capacidad en esta línea de negocios y positivas perspectivas hacia adelante, a lo que sumarían mayores ventas de sales solares durante este y el próximo año.

*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 7: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SP IPSA

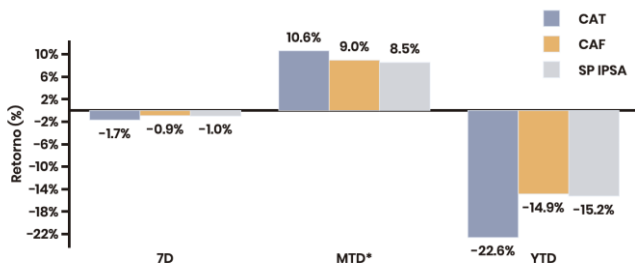
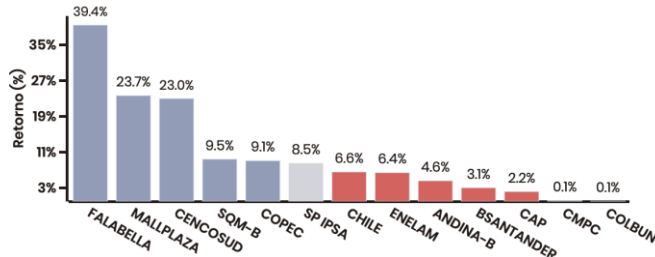


GRÁFICO 8: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 30 de junio del 2020.

GRÁFICO 9: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA (6 ACCIONES)**

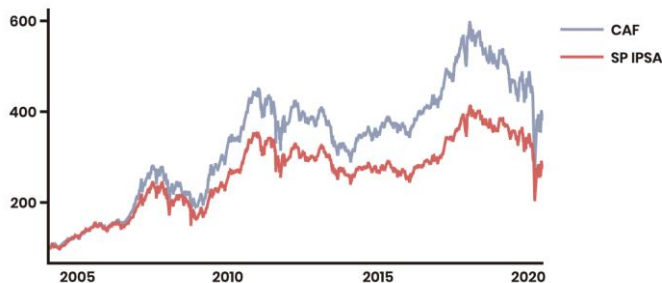
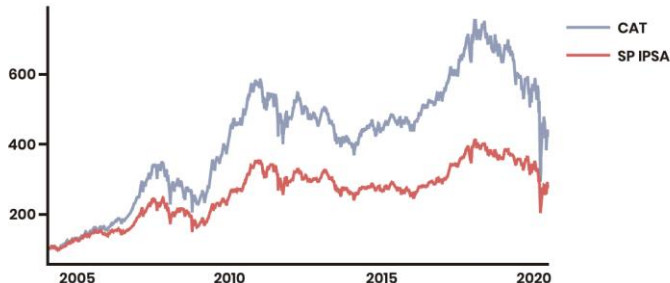


GRÁFICO 10: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



** 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.