



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2020

Mejores perspectivas para consumo dan respiro a mediano plazo

En un mes de elevada volatilidad, el IPSA anotó una leve alza de 1,5%, donde las compañías ligadas a sectores de *commodities* lideraron las alzas, mientras los sectores vinculados a la actividad local retrocedieron. Por su parte, la Cartera Accionaria Fundamental (CAF), que se compone de 12 acciones, registró también una leve alza de 0,9% en el mes, mientras que la Cartera Accionaria Táctica (CAT), con 6 acciones, anotó una variación nula en el periodo.

Los principales factores que han pesado en estos movimientos se asocian con la mejoría continua del entorno externo, con sorpresas positivas en indicadores de actividad en las principales economías, a lo que se han sumado recientes anuncios de nuevas medidas de apoyo por parte de gobiernos y la mantención de la expansividad de parte de los bancos centrales. Respecto de los factores locales, la presión inicial sobre el mercado por la aprobación del retiro del 10% de fondos de pensiones cedió hacia el cierre del mes, en medio de anuncios de medidas por parte de las autoridades (CMF y Banco Central) para contener los esperables impactos negativos del eventual flujo de ventas de activos locales.

Un punto adicional, una vez aprobado el retiro, ha sido el ajuste en expectativas de crecimiento del consumo privado que provocaría el *shock* positivo sobre el ingreso disponible, en particular durante el segundo semestre de este año. Las estimaciones preliminares apuntan a un impacto al alza en crecimiento en un rango 1,5% a 2,5%, dependiendo del porcentaje que los hogares destinen a consumo (principalmente básico), pago de servicios y deudas. Este factor nos lleva a estar relativamente más optimistas en la recuperación de resultados de las compañías ligadas al sector comercio, y ponen una menor presión sobre el riesgo de las carteras de consumo de la banca, ambos puntos que se han mantenido bajo *stress* relevante en el último tiempo. Adicionalmente, no se descartan nuevas medidas orientadas a la recuperación del empleo y apoyo a los ingresos de los hogares, en base al fondo de US\$12.000 millones aprobados para la pandemia.

Por su parte, el periodo de entrega de resultados del segundo trimestre no ha tenido sorpresas relevantes, aunque se debe considerar que las estimaciones apuntan a una caída del Ebitda bajo cobertura cercana a -35% a/a.

En este contexto, se realizan ajustes moderados a las posiciones de las carteras para agosto, los que consideran disminuir en parte la exposición al sector forestal, luego del incremento anotado por Copec y el rezago que continúan mostrando los precios de celulosa a nivel global. Cabe mencionar que la exposición a este sector sigue vinculada a Copec, en la medida que sus otras líneas de negocio (paneles y combustibles) debieran verse favorecidos de las reaperturas de la actividad. Con todo, esta ponderación se traspaasa a SQM-B, ligado a favorables perspectivas para yodo y, algo más estable, en litio. Por su parte, reducimos la exposición al sector eléctrico con una menor ponderación de Enelam, lo que se transfiere a sectores ligados a demanda interna. Así, Falabella aumenta su ponderación, ante expectativas de una recuperación de la actividad en el segundo semestre (frente a nuevos anuncios de apoyo a los ingresos), y a pesar de la caída en resultados que se estima tuvieron en el segundo trimestre del año.

En términos de sesgos, estas carteras mantienen una sobreponderación de los sectores ligados a *commodities* (demanda externa), una subponderación del sector bancario (que se enfoca en los dos mayores bancos), mientras que se lleva a una posición neutral al sector *retail*, en medio de un relativo mayor optimismo para el periodo de recuperación post pandemia.

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

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 3: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	16	(-2)	ANDINA-B	
BSANTANDER	13		BSANTANDER	
SQM-B	13	(+3)	CENCOSHOPP	
COPEC	10	(-2)	COPEC	
COLBUN	7		ENELAM	
CHILE	7		SQM-B	
ANDINA-B	7			
CAP	7			
FALABELLA	7	(+2)		
SMU	5			
CENCOSHOPP	5			
CMPC	3	(-1)		
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 (SP IPSA).

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

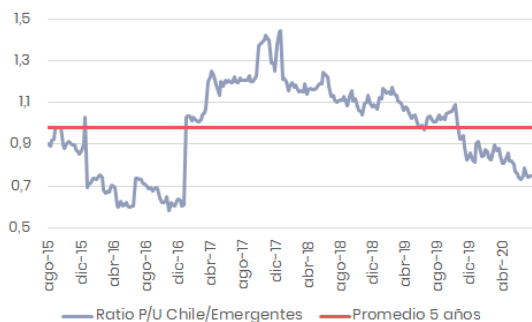
CUADRO 4: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	23	24
Forestal	13	12
Bancos	20	23
Commodities Mineros	20	9
Industrial	0	1
Retail	17	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 julio-20.

GRÁFICO 6: RELACIÓN RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Mantenemos exposición en sector retail. Considerando el fuerte impacto asociado a la crisis sanitaria en los segmentos de tiendas por departamento y retail financiero, mantenemos nuestra exposición a consumo básico por medio de SMU, debido a su mayor exposición a alimentos en Chile y una atractiva valorización. 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.

Disminuimos nuestra ponderación en el sector eléctrico. En las últimas semanas hemos visto una recuperación en la demanda eléctrica de los países de la región, debido al relajo en las restricciones de movilidad impuestas por los distintos gobiernos. En Chile, la generación del sistema no muestra un deterioro significativo, de la mano con una normal 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 de los últimos meses ayuden a la acumulación de agua en los principales embalses del país. 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, que compensan la caída en la demanda de clientes regulados no residenciales. Mientras, en el caso de Enel Américas, estamos a la espera de una recuperación más notoria en la demanda y generación de energía en sus principales mercados. Destacamos su alto porcentaje de generación hidro que le permite obtener márgenes más holgados. Sin embargo, bajamos levemente la ponderación en Enelam, de modo de capturar las recientes y/o nuevas medidas de impulso al consumo a través del sector retail.

Disminuimos el sector forestal. Redujimos la exposición en CMPC y Copec, ante una celulosa que ha demorado más de lo esperado en recuperarse e incluso ha mostrado nuevas disminuciones. Mantenemos la preferencia por Copec en un sector que mantiene el precio del commodity en mínimos y que lentamente comenzaría a recuperarse. Las reaberturas de EE.UU. y Europa favorecerían el negocio de paneles, con un negocio de combustibles que se mantendría presionado en volúmenes.

Aumentamos exposición en el sector minero. El negocio de yodo (SQM) ha mostrado importantes recuperaciones y especialmente en los últimos meses, lo que creemos podría sorprender al mercado. En cuanto al hierro, continúan elevados los precios e importantes recuperaciones en las exportaciones de hierro.

Mantenemos nuestra preferencia por Andina. Tras resultados golpeados a nivel de volúmenes durante el segundo trimestre, pero con signos de recuperación a partir de junio ante el levantamiento de restricciones de movilidad, mantenemos nuestra preferencia por esta acción dentro del sector consumo principalmente por: (i) su portafolio ligado a bienes de 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. Queda por evaluar los posibles efectos de pago de deudas morosidad abte la inyección de liquidez a los hogares que significará el retiro del 10% de las AFP's. Pero, por otro lado, consideramos que ha aumentado la incertidumbre respecto a cambios en el marco regulatorio, lo que podría deteriorar las perspectivas del sector.

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: Destacamos la capacidad de adaptación de la firma ante los cambios en la demanda que han provocado las restricciones en los países donde opera, además de las medidas que le permiten continuar con el funcionamiento de sus plantas y centros de distribución. Además, si bien la depreciación de las monedas locales presionan sus ingresos y costos dolarizados, la cobertura cambiaría que realiza la compañía sobre sus principales materias primas permite disminuir este efecto a nivel de márgenes. Por último, vemos con una nota negativa el deterioro en las operaciones en Argentina, donde las restricciones gubernamentales no le han permitido traspasar toda la inflación a sus precios, afectando directamente la primera línea.

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 1,69% en junio (frente al 1,06% a junio 2019), las cifras de morosidad se han mantenido estables, pasando desde 1,86% un año atrás hasta 1,85% en junio, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,50 veces (1,38 veces a junio 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,7%), con números más positivos que el sistema (47,2% ajustado), 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, lo que se traduciría en descuentos en algunos arriendos hasta noviembre, Cencoshopp continúa operando en torno a un 60% de su GLA, debido al giro que presentan sus *tenants* y algunas aperturas parciales en lugares sin cuarentena. Por otro lado, consideramos que la alta duración promedio de sus contratos (13,5 años) y una alta ocupación (98,7%) le ayudaría a la compañía en el corto plazo ante el caso de un retraso mayor al esperado en las reaperturas totales 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 junio, el banco presenta índices de morosidad de 1,33% frente a 2,03% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 1,66 veces (1,30 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,52%, mejor que el 1,73% 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 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. Para el 2T20, la compañía reportó un Ebitda cayendo -8,7% a/a, explicado por un menor volumen de ventas y menores precios asociados a indexaciones de los contratos. Pese a esto, el margen Ebitda fue de 47,5% (+4,0 p.p. con respecto al 2T19). Estimamos que para este año los resultados se mantengan relativamente estables en comparación al año anterior, apoyados por una demanda estable en Chile, con un aumento en las ventas a clientes libres, que compensarían menores ventas a clientes regulados por el término del contrato con SAESA en dic-19, 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 del comienzo de la construcción en el 3T20 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. Sus resultados del 2T20 se vieron fuertemente afectados por disminuciones significativas en las ventas del segmento distribución producto de la pandemia y por la depreciación de las monedas. Con esto la compañía reportó una disminución en su Ebitda recurrente de -29,4% a/a. Esperamos que las ventas retomen paulatinamente los niveles previos a la pandemia gracias a la flexibilización de las cuarentenas, con esto los resultados del 2T20 serían los peores del año. Evaluamos de manera positiva el holgado perfil financiero de cara a los efectos de esta crisis sanitaria y posibles oportunidades de M&A.

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 empresa se encuentra en una buena posición competitiva en el canal *online*.

SMU: Si bien esperamos un menor dinamismo en el más corto plazo en los formatos de tamaño medio a pequeño como tiendas de conveniencia, valoramos las mejoras en márgenes y eficiencia que ha mostrado la compañía, provenientes en parte, 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 mediano plazo. Con esto, consideramos que SMU presenta una valorización atractiva.

SQM-B: Las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China continúan disminuyendo, ante menores subsidios y el impacto del coronavirus, lo que sumado a una mayor producción de litio, ha impactado fuertemente los precios. Creemos que esta tendencia tendería a revertir en el mediano plazo, al encontrarse los precios bajo el costo marginal de producción y el importante desarrollo que aún le resta por ocurrir a la industria de VE, destacando además nuevas alzas en la producción de baterías eléctricas durante los últimos meses. SQM es 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, con fuertes alzas en exportaciones, ampliando su capacidad en esta línea de negocios y con positivas perspectivas hacia adelante.

*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

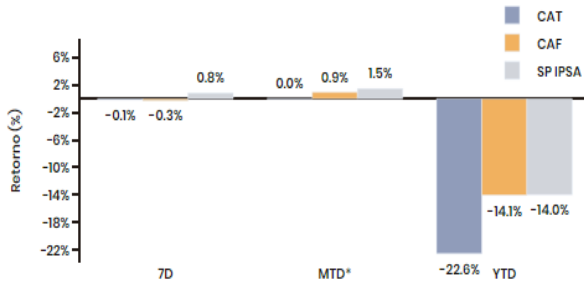
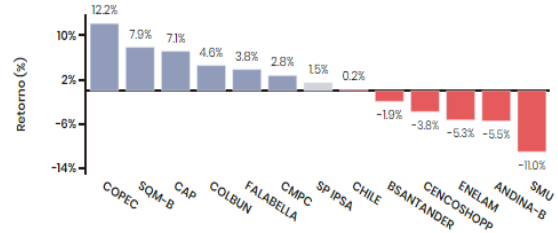


GRÁFICO 8: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 31 de julio 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.