



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2020

## Mantenemos la apuesta por demanda externa

En el último mes, el IPSA registró una caída en torno a 6%, mientras la cartera accionaria fundamental (12 acciones) disminuyó 5% en igual periodo y la cartera táctica (6 acciones) retrocedió en torno a 8%. Por sectores, las compañías ligadas a demanda externa, como CAP, SQM-B y las forestales CMPC y Copec anotaron el mejor desempeño, aunque no alcanzó a compensar el retroceso en papeles ligados al mercado interno como shopping centers, *retailers* y bancos.

En el plano externo, las sorpresas económicas al alza en las principales economías desarrolladas y emergentes (en particular en Asia) han continuado y, aunque se han moderado, se han unido a la depreciación del dólar a nivel global. Ambos factores han permitido una tendencia al alza en los precios de materias primas, donde si bien celulosa se ha mostrado algo rezagada, debiera sumarse a la evolución de otros *commodities* en el mediano plazo. Por su parte, aunque las medidas de desconfinamiento local y las cifras de actividad comienzan a definir un panorama de recuperación desde los mínimos alcanzados en abril-mayo, los resultados de las compañías durante el segundo trimestre han sorprendido a la baja en el agregado. En nuestro escenario, sin considerar resultados de los bancos, estimábamos una contracción en Ebitda de 34% a/a en el trimestre, y a la fecha la caída acumulada se ubica sobre el 40% a/a para el periodo.

A mediano plazo, los factores locales seguirían pesando sobre los activos riesgosos. Así, a la incertidumbre por la reapertura que enfrentan todas las economías, se sumaría una mayor prima por riesgo, que se resume en que las todas las clasificadoras de riesgo soberano mantienen a Chile en *outlook* negativo para su nota crediticia, reflejo de las presiones fiscales producto de demandas sociales crecientes y las dudas respecto de la capacidad de crecimiento a más largo plazo de nuestra economía. Así, no sólo el IPSA se mantiene desacoplado de otros mercados emergentes (y más cercano al comportamiento de América Latina), sino que también el tipo de cambio se mantiene bajo presión, a pesar del fuerte incremento de los términos de intercambio por el alza del precio del cobre. Con todo, la extensión de medidas de apoyo a los ingresos de hogares y créditos a empresas, sumado al efecto del retiro del 10% de fondos de pensiones, serían sólo atenuantes de corto plazo. Lo clave será la forma que tome la recuperación de la inversión pública y privada, el mercado laboral y, finalmente, el consumo privado.

Respecto de los ajustes de carteras para septiembre, disminuimos las posiciones en CAP y SQM-B, luego del significativo repunte de estos títulos en agosto. El comportamiento más moderado de los papeles del sector forestal nos lleva a rebalancear la exposición a mercados de *commodities*, aumentando su ponderación, apoyado además en la debilidad que muestra el dólar a nivel global. Este cambio se enfoca principalmente en CMPC, aumentando su ponderación en la cartera fundamental, e ingresando por SQM-B en la cartera táctica. En el sector eléctrico, redistribuimos los pesos aumentando marginalmente Enelam, a la espera de una mejor visibilidad de recuperación de resultados en otros sectores ligados a demanda interna (en particular, *retail*).

Finalmente, en términos de sesgos, mantenemos una sobreponderación de los sectores ligados a *commodities* (demanda externa), una subponderación del sector bancario (que se enfoca en los dos mayores bancos), y una posición neutral en el sector *retail* y *utilities*.

**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)

**Paulina Feliú Q.**  
Analista de Inversiones  
[paulina.feliu@security.cl](mailto:paulina.feliu@security.cl)

**Etienne Célèry P.**  
Analista de Inversiones  
[etienne.celery@security.cl](mailto:etienne.celery@security.cl)

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 3: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT		
ENELAM	18	(+2)	ANDINA-B		
BSANTANDER	13		BSANTANDER		
SQM-B	10	(-3)	CENCOSHOPP		
COPEC	10		CMPC	←	
CMPC	9	(+6)	COPEC		
CHILE	7		ENELAM		
ANDINA-B	7				
FALABELLA	7				
COLBUN	6	(-1)			
SMU	5				
CENCOSHOPP	5				
CAP	3	(-4)			
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>				

En la CAT ingresa CMPC a cambio de SQM-B.

- Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera anterior.
- 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).
- La Cartera Accionaria Táctica (CAT) asigna la misma ponderación a cada acción.

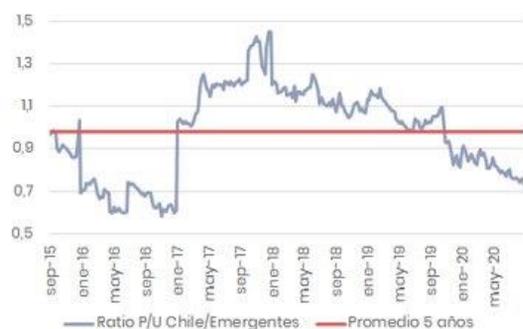
CUADRO 4: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	24	24
Forestal	19	12
Bancos	20	22
Commodities Mineros	13	10
Industrial	0	1
Retail	17	17
Consumo	7	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 ago-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 preferencia por consumo básico por medio de SMU, debido a su mayor exposición a alimentos en Chile y una atractiva valorización. En el caso de Falabella, creemos que aún presenta espacios 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 para 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 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 continúa controlada en las principales faenas del rubro. Esperamos que este año la generación se mantenga estable con respecto a 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 Enel Américas y Colbún. 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. Mientras que Colbún 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. Sin embargo, bajamos levemente la ponderación en Colbún, para potenciar la posición en Enelam y capturar la recuperación de la región.

**Aumentamos peso del sector forestal.** Creemos que los precios actuales de la celulosa, los que se encuentran en mínimos de los últimos años y bajo el costo marginal de producción, no serían sostenibles en el mediano plazo. Es así como aumentamos fuertemente nuestra exposición en CMPC, la que, a pesar de la situación, ha operado normalmente, viéndose favorecida además en sus costos de producción ante la depreciación del real. De esta manera, aumentamos a 7 puntos el largo para el sector forestal con respecto al Ipsa, como una alternativa con un atractivo retorno (el que podría demorar algunos meses en ocurrir) y limitados riesgos.

**Disminuimos exposición en el sector minero.** Tomamos utilidad en el sector, luego de las importantes alzas que han experimentado tanto CAP como SQM-B en los últimos meses. No obstante, mantenemos una visión favorable para el hierro y el litio, justificado principalmente en la demanda por estos commodities, manteniendo sobreponderado el sector.

**Mantenemos nuestra preferencia por Andina en consumo.** Tras resultados golpeados a nivel de volúmenes durante el segundo trimestre, pero con atractivos 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 al 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 empeoramiento de márgenes. Queda por evaluar los posibles efectos de pago de deudas morosas ante 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.** Latam Airlines mantiene importantes problemas de liquidez, los que serían apoyados a través del DIP que permite el capítulo 11, pero que normalmente se traduce en importantes diluciones para los accionistas minoritarios, con un valor residual que en la mayoría de los casos es cercano a cero.

## 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 1,72% en julio (frente al 1,17% a julio 2019), las cifras de morosidad se han mantenido estables, pasando desde 2,02% un año atrás hasta 1,78% en julio, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,59 veces (1,31 veces a julio 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,7%), con números más positivos que el sistema (47,9% 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 como nuestra principal apuesta en el sector.

**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 64% 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 (13,6 años) y una alta ocupación (98,5%) 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 julio, el banco presenta índices de morosidad de 1,17% frente a 2,01% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 1,88 veces (1,34 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,52%, mejor que el 1,71% 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 2020, esperamos que la compañía mantenga sus márgenes holgados, con un margen Ebitda por sobre un 45%. Fundamentalmente, por un aumento en las ventas de clientes libres, menores precios de combustibles y mayor generación hidro en la segunda mitad del año, que contrarrestarían la caída en las ventas físicas de clientes regulados por el término de contrato con Saesa en dic-19 y los efectos de la pandemia. 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 resultados de sus negocios de paneles y combustibles se vieron fuertemente afectados ante la crisis sanitaria, creemos que gran parte de lo anterior ya se encuentra incorporado en la valoración 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. Para este año, esperamos que la compañía mantenga estables sus márgenes, a pesar de una fuerte caída en ingresos producto de los efectos negativos de la pandemia en las ventas de energía en sus principales mercados y la depreciación de monedas. Para lo que queda de año, esperamos que las ventas retomen paulatinamente los niveles previos a la pandemia gracias a la flexibilización de las cuarentenas y mejoras en la generación hidro. Evaluamos de manera positiva el holgado perfil financiero de cara a los efectos de esta crisis sanitaria y posibles oportunidades de M&A en la región, con foco en distribución en Brasil.

**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, mantengan la presión sobre los resultados de la compañía, consideramos que los papeles presentan espacios 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.

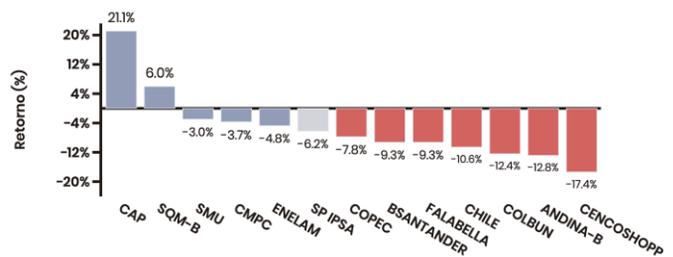
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo 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 2 y el 31 de agosto de 2020.

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

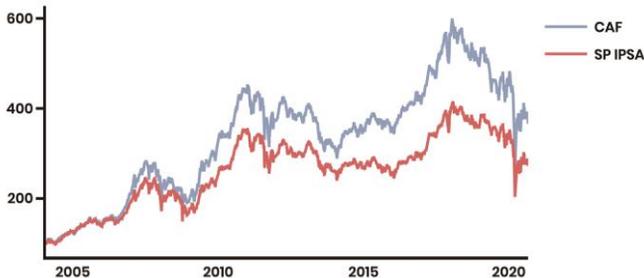
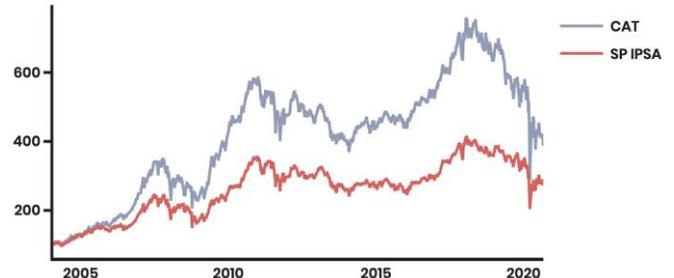


GRÁFICO 10: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA\*\* (12 ACCIONES)



\*\* 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.