



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2020



Cautela a nivel local nos lleva a reforzar apuestas por demanda global

Ante la mayor aversión al riesgo de los mercados globales, lo que también tuvo efectos a nivel de la región y en Chile, el IPSA retrocedió 3,5% en el mes, mientras que la cartera fundamental de (12 acciones) disminuyó 3,0% en igual periodo y la cartera táctica (6 acciones) anotó una caída de 1,8%. Por sectores, nuevamente las compañías ligadas al sector externo y aquellas vinculadas a posiciones más defensivas anotaron un mejor desempeño, mientras que la mayoría de los papeles ligados a demanda interna continuaron rezagados. A esto se sumó el impacto inicial del anuncio de Enel Spa de la operación de venta de los activos de Enel Green Power Latinoamérica (EGPL) a Enelam, lo que está en vías de valorización por parte de expertos.

Con todo, es importante destacar que la bolsa local acumula una caída de 22% en el año y, si bien se ha acoplado en las últimas semanas a los movimientos de los índices de Asia y América Latina, registra un descuento cercano a 30-40% (dependiendo del ratio de valorización considerado) respecto de la historia contra estos pares. Así, los factores locales han pesado dentro del desempeño de las principales compañías, donde los niveles de incertidumbre sobre los procesos políticos a mediano plazo, los efectos de la pandemia y la mayor carga sobre las cuentas fiscales de ambos eventos ponen una nota de cautela respecto de la prima por riesgo de los activos locales.

Por un lado, para este mes mantenemos la apuesta por papeles vinculados a la demanda externa, que continúa dando señales de recuperación y perspectivas de mejora en precios y volúmenes exportados de materias primas (CMPC, Copec, SQM-B y CAP). Por otro lado, preferimos papeles con cierta protección o que se beneficien a la vez de posibles presiones adicionales sobre el tipo cambio, aunque a estos niveles nos parece cercano a su valor justo dadas las condiciones locales y externas (Colbún, Enelam y Concha y Toro). Finalmente, a nivel local, mantenemos parte de la cartera anclada a consumo masivo, el que esperamos vaya recuperando terreno a medida que se relajan las condiciones (Andina-B y SMU). Estas posiciones combinan descuentos atractivos para los distintos papeles respecto de su valor fundamental -que de todas formas es la norma para la mayoría de las compañías del IPSA-, a la vez que debieran enfrentar *drivers* favorables en el corto y mediano plazo. Con todo, dentro del ajuste de carteras de este mes, el principal cambio es la entrada de Concha y Toro por Cencoshopp en ambas carteras. Asimismo, se reduce en parte la exposición a SMU, aunque se mantiene por sobre su ponderación en el IPSA.

De esta manera, a nivel de sectores, y como estrategia de las apuestas para la bolsa local, mantenemos una sobreponderación en el sector *commodities*, principalmente forestal, y en consumo masivo, mientras nos mantenemos neutrales en el sector eléctrico. Continuamos con una posición más cauta en bancos y *retail*. Finalmente, en la medida que los ROEs y márgenes se mantengan presionados en los próximos meses, estimamos que el IPSA podría retornar a niveles más cercanos a los 4.000 puntos. No obstante, se requiere de una normalización más sostenida de los resultados de las compañías para apuntar a rangos más cercanos a 4.600 puntos. Esto debiera comenzar a pavimentarse en la medida que la caída del Ebitda que estimamos en 10% para este año se revierta para apuntar a un crecimiento en torno a 9% para 2021 (sujeto a un importante rebote de la actividad local que se sume al favorable escenario externo).

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 3: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF		CAT	
ENELAM	18	ANDINA-B	
BSANTANDER	13	BSANTANDER	
SQM-B	10	CONCHATORO	←
COPEC	11 (+1)	CMPC	
CMPC	10 (+1)	COPEC	
CHILE	7	ENELAM	
ANDINA-B	7		
FALABELLA	7		
COLBUN	6		
CONCHATORO	5 (+5)		
CAP	3		
SMU	3 (-2)		
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	24	20
Forestal	21	13
Bancos	20	22
Commodities Mineros	13	12
Industrial	0	1
Retail	10	18
Consumo	12	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 oct-20.

GRÁFICO 6: RELACION RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Disminuimos exposición en sector retail. A pesar que vemos atractivos espacios de valorización a largo plazo en el sector, creemos que, ante la falta de catalizadores en el corto plazo producto del fuerte impacto asociado a la crisis sanitaria en los segmentos de tiendas por departamento, *retail* financiero y centros comerciales, junto con los elevados niveles de incertidumbre en relación a la evolución en la recuperación de márgenes, preferimos aumentar nuestra exposición a otros sectores.

Mantenemos nuestra posición 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 implementadas 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 gracias a una situación sanitaria controlada en las principales faenas del rubro. Esperamos que este año la generación se mantenga estable con respecto a 2019 y que la temporada de deshielos ayude 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 Colbún, destacamos 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 que Enel América debiera gradualmente recuperarse de los efectos en demanda y depreciación de monedas producto de la pandemia. Respecto a la propuesta de fusión con EGPL, si bien estamos a la espera de nuevos antecedentes, de concretarse a los valores de mercado de este tipo de compañías, visualizamos un retorno atractivo en la empresa fusionada, por lo que mantenemos nuestra ponderación.

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 serán sostenibles en el mediano plazo, observando justamente algunas señales de mejoras en los mismos durante las últimas semanas. Catalogamos al sector con un atractivo retorno y acotados riesgos, siendo nuestra principal preferencia en las carteras, y aumentando levemente la exposición, ante algunas señales negativas en la economía local.

Mantenemos exposición en el sector minero. Consideramos como una sobreracción la caída de SQM-B luego de los anuncios de Tesla, manteniendo una visión favorable para la compañía en el mediano plazo. Por otro lado, los elevados precios del hierro y normalización de volúmenes han permitido a CAP alcanzar nuevos máximos en cuanto a sus exportaciones de hierro, lo que favorecería los resultados de la firma en 2020. Mantenemos levemente sobreponderado el sector.

Aumentamos nuestra preferencia por el sector consumo. Tras las reaperturas de los países donde operan tanto Andina como Concha y Toro, vemos que las compañías han logrado aprovechar el crecimiento del consumo masivo, acotar el efecto de las restricciones en los volúmenes y continuar con normalidad sus operaciones. En el caso de la viña, las exportaciones continúan creciendo con fuerza en los últimos meses, logrando en agosto revertir la tendencia negativa que llevaban a 12 meses, continuando con un aumento importante hacia el Reino Unido. Adicional a esto, la vemos como una herramienta de cobertura frente a un posible deterioro en el escenario local.

Mantenemos al sector bancario subponderado. El retiro del 10% de las AFP's habría impulsado una mejora en la morosidad de las carteras, sobre todo en el segmento *retail*, llegando a 1,85% a nivel consolidado (1,88% un año atrás). Sin embargo, esperamos que el deterioro de la actividad local, una inflación desfavorable y posibles alzas en los costos por riesgo en relación a provisiones asociadas a los deducibles de la cartera FOGAPE, junto a provisiones adicionales producto de diferimientos de pago, mantendrían los resultados del sector presionados en el corto plazo. Esto se suma a elevados niveles de incertidumbre 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 II, 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 el aumento en volúmenes en las operaciones de Brasil y Paraguay, además de una acotada caída en Chile, dando cuenta de la recuperación de la actividad en línea con las reaperturas de estos países. Además, si bien la depreciación de las monedas locales presiona 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 aumentar los precios, quedando debajo de la inflación y con márgenes más ajustados.

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 agosto (frente al 1,15% a agosto 2019), las cifras de morosidad han mostrado una evolución positiva, producto de medidas de flexibilización de pagos y el retiro del 10% de las AFP, pasando desde 1,97% un año atrás hasta 1,66% en agosto, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,73 veces (1,32 veces a agosto 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,7%), con números más positivos que el sistema (47,8% ajustado), potenciando con ello su rentabilidad. A la espera del impacto en provisiones proveniente de los deducibles de la cartera FOGAPE, y el gradual retorno a la normalidad en las condiciones de pago de los clientes, consideramos 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.

CONCHATORO: Destacamos el aumento de las exportaciones en los últimos meses, que ya ven mejoras en relación al 2019, y que da cuenta de una demanda robusta desde el mercado europeo. Por el lado de los costos, el incremento en el precio de la uva por una peor vendimia sería, por el momento, acotado y aún no se reflejaría en las operaciones de la viña hasta el 4Q20, manteniendo positivos márgenes.

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 agosto, el banco presenta índices de morosidad de 1,06% frente a 1,85% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 2,03 veces (1,43 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,50%, el que considera \$105.000 millones en provisiones adicionales, y mejor que el 1,72% 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, la construcción de proyectos de energías renovables y la posible venta de su filial Colbún Transmisión, que podría aportar valor a la compañía y sus accionistas.

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 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. 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. En relación al anuncio de fusión con Enel Green Power Latam, Enelam obtendría una manera de crecer en el negocio de generación y la posibilidad de desarrollar proyectos en el futuro, pero la evaluación final dependerá del valor que se le otorgue a la filial. Además, 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: A pesar de que 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: Los precios del litio, luego de la caída en las ventas de vehículos eléctricos (VE) en 2019 y el primer semestre de 2020, en conjunto con una mayor oferta del *commodity*, se mantienen presionados. Creemos que esta tendencia se revertiría 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 y en ventas de VE en 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

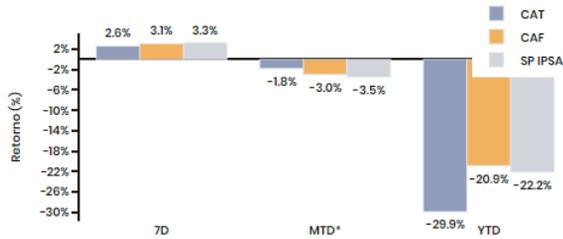


GRÁFICO 8: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



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

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.

Subgerente Estrategia Global

jorge.cariola@security.cl

Étienne Célèry P.

Analista de Inversiones

etienne.celery@security.cl

Sebastián Montero A.

Analista de Macroeconomía

sebastian.montero@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.

Analista de Inversiones

juancarlos.prieto@security.cl

Nicolás Libuy

Analista de Inversiones

nicolas.libuy@security.cl

Paulina Feliú Q.

Analista de Inversiones

paulina.feliu@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/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.