



# CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2020

## Rebotes e incertidumbre global ponen presión al cierre de año

Los rebotes de la pandemia en las principales economías de Europa y en EE.UU. han llevado a los mercados a una renovada fase de cautela. Si bien el dólar ha continuado debilitándose levemente en el margen, variables ligadas a los riesgos de la segunda ola de contagios, una mayor percepción de riesgo de los inversionistas, y la creciente incertidumbre sobre el impacto en actividad de nuevas medidas de restricción a la movilidad y apertura de sectores, apuntan a que este debilitamiento podría revertirse en el corto plazo. Por su parte, China continúa con señales favorables de reactivación, lo que compensa el panorama externo para las economías emergentes, y América Latina en particular.

A nivel local, el proceso político y social continúa encauzado en las etapas acordadas en noviembre del año pasado, lo que de todas formas mantiene una cuota de incertidumbre sobre los activos locales y presiones latentes por demandas sociales sobre las cuentas fiscales. Todo ello aporta a una mayor tasa de descuento para Chile, lo que finalmente se ha ido reflejando en la clasificación de riesgo soberano (con repercusiones en clasificaciones corporativas), manteniendo su brecha en términos de ratios de valorización con el resto de los emergentes, en especial Asia.

Los gatillantes para que esta brecha comience a cerrarse estarán, a nuestro juicio, altamente ligados a una clara fase de recuperación de los resultados de las compañías, en medio de la reactivación que vemos a nivel macro, rebotes de la pandemia muy contenidos, y un proceso político y social enmarcado dentro de la institucionalidad. En términos de resultados, para el tercer trimestre del año esperamos una caída en EBITDA cercana a 5% para el total de la muestra bajo cobertura del IPSA, un ajuste mucho menor al impacto del segundo trimestre. De todas formas, si bien todos los sectores comienzan a recuperarse, el *retail* continuará siendo el más rezagado (EBITDA -40% a/a), mientras que las compañías de *commodities* y ligadas al sector externo mostrarían un panorama más favorable.

A nivel macro, si bien la incertidumbre pone una nota de cautela para el cierre del año, mantenemos expectativas de recuperación de la actividad, para cerrar con una caída del PIB cercana a 5% a/a en 2020 y un crecimiento en torno al 6% a/a para el próximo año (los indicadores de más alta frecuencia continúan apoyando este escenario). La mayor fuente de riesgo continúa siendo el rebote de la pandemia, las medidas de restricción y su impacto en la actividad, ante gobiernos y bancos centrales con menor poder de fuego.

Con todo, con un target de IPSA en rangos de 4.200-4.300 puntos a mediano plazo, bajo un escenario de riesgos controlados a nivel externo e interno, mantenemos las carteras recomendadas con fuerte sesgo hacia sectores externos, aunque este mes aumentamos en parte la ponderación del sector bancario considerando el atractivo descuento que presenta el sector, sumado a un escenario algo más favorable en provisiones e indicadores de mora.

En resumen, reducimos marginalmente la ponderación del sector eléctrico en Enelam (-2pp) y Colbún (-1pp) para aumentar las posiciones en Santander (+1pp) y Chile (+2pp), mientras mantenemos las posiciones en las compañías del sector forestal, minero y *retail* (el cual continúa subponderado ante la elevada incertidumbre sobre la recuperación de sus márgenes a corto y mediano plazo). Con esta composición, esperamos capturar de mejor manera una eventual recuperación de la bolsa local, la que el último mes rentó -1,5% versus una caída de -0,3% de la Cartera Fundamental (12 compañías) y de -1,5% de la Cartera Táctica (6 compañías). Con todo, a la fecha el IPSA acumula un descenso de -23% versus -21% de la Cartera Fundamental.

## Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT	
ENELAM	16	(-2)	ANDINA-B	
BSANTANDER	14	(+1)	BSANTANDER	
COPEC	11		CONCHATORO	
SQM-B	10		CMPC	
CMPC	10		COPEC	
CHILE	9	(+2)	ENELAM	
ANDINA-B	7			
FALABELLA	7			
COLBUN	5	(-1)		
CONCHATORO	5			
CAP	3			
SMU	3			
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>			

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.

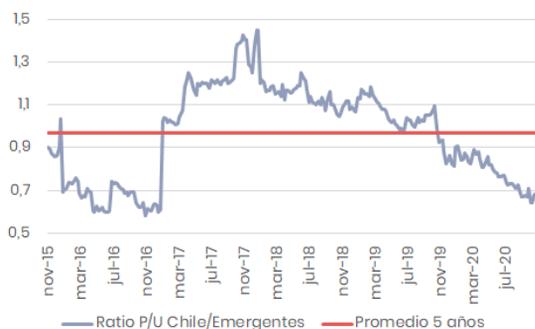
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	21	20
Forestal	21	13
Bancos	23	23
Commodities Mineros	13	13
Industrial	0	1
Retail	10	17
Consumo	12	6
Telecomunicaciones y TI	0	3
Otros	0	3
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 oct-20.

GRÁFICO 1: RELACIÓN RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

**Mantenemos exposición en sector retail.** A pesar de 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 y centros comerciales, junto con los elevados niveles de incertidumbre en relación a la evolución en la recuperación de márgenes, preferimos mantener el sector subponderado.

**Disminuimos nuestra posición en el sector eléctrico.** Debido a la flexibilización de las cuarentenas en la región en los últimos meses, vemos una recuperación en la demanda eléctrica, destacando un incremento en septiembre de 3,7% a/a y 0,9% a/a en Brasil y Chile, respectivamente. En nuestro país, la generación del sistema no ha mostrado un deterioro significativo durante la crisis sanitaria, principalmente gracias a la normal operación en las principales faenas mineras. 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, resalta su estabilidad en sus márgenes, con un margen Ebitda de 50,9% (+1,5 p.p. a/a) reportado en el 3T20. Además, destacamos 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. Mientras que Enel Américas debiera gradualmente recuperarse de los efectos en demanda y depreciación de monedas producto de la pandemia. Respecto a la propuesta de fusión con EGPL, de concretarse a los valores de mercado para este tipo de compañías, visualizamos un retorno atractivo en la empresa fusionada. Reducimos la exposición de Colbún y Enel Américas en 1 p.p. y 2 p.p., respectivamente, en esencia para mantener al sector equilibrado respecto al peso en el benchmark y dar espacio para incrementar la posición en bancos.

**Mantenemos la ponderación del sector forestal.** Estimamos que los precios actuales de la celulosa, que se encuentran en mínimos de los últimos años y bajo el costo marginal de producción, no serían sostenibles en el mediano plazo, observando señales de mejoras en los mismos durante las últimas semanas. Catalogamos al sector con un atractivo retorno y acotados riesgos, manteniendo su exposición en la cartera.

**Mantenemos exposición en el sector minero.** Mantenemos una visión favorable para SQM en el mediano plazo, con precios del litio al alza en las últimas semanas. Por otro lado, los elevados precios del hierro y altos niveles de producción 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.

**Matenemos nuestra preferencia por el sector consumo.** Tras los buenos resultados del tercer trimestre de Andina y Conchatoro, y las atractivas valorizaciones, mantenemos la sobreponderación del sector en la cartera. Ambas compañías reportaron crecimientos significativos de márgenes y Ebitda, dando buenas señales de la recuperación del sector y de las economías donde operan. Por otro lado, las cifras de exportación de Aduanas continúan favoreciendo a la viña en cuanto a volúmenes.

**Aumentamos exposición al sector bancario.** El sistema ha registrado una notoria mejora en la calidad de la cartera, luego del retiro del 10% de las AFP's y a pesar de la reanudación de pagos de una parte de esta, alcanzando 1,76% en términos de morosidad (1,92% a septiembre 2019) y una cobertura de 1,53 veces (1,29x septiembre 2019). Si bien estamos a la espera de una mayor normalización del segmento comercial, creemos que el escenario para el sector ha mejorado. Por otro lado, mantenemos una cuota de cautela en relación a los 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 desafíos 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. Los escenarios probables continúan muy abiertos ante los riesgos de rebrote de la pandemia y los posibles cierres de sectores.

## Acciones Recomendadas: Fundamentos

**ANDINA-B:** Después de los buenos resultados del 3Q20, donde destacamos el crecimiento a nivel individual de cada operación, mejorando en márgenes y acotando las caídas en volúmenes, mantenemos nuestra exposición en la embotelladora. El crecimiento en volúmenes que consiguió la compañía en Brasil da buenas señales de la recuperación que vendría en los próximos meses en el resto de los países, en la medida que las restricciones se levanten. Vemos con buenos ojos la leve caída en volúmenes y aumento en ingresos en la operación de Argentina, contrarrestando la debilidad económica y depreciación del peso argentino. Finalmente, estamos a la espera de ver cómo el nuevo acuerdo de distribución de cervezas, a partir de este mes, apalancará la venta de bebidas gaseosas.

**BSANTANDER:** A pesar de que la compañía ha venido aumentando de forma importante su costo por riesgo, en línea con el deterioro del escenario local, hasta 1,70% a septiembre (frente al 1,11% a septiembre 2019), las cifras de morosidad han mostrado una evolución positiva, pasando desde 1,98% un año atrás hasta 1,54% en septiembre, impulsadas por el retiro del 10% de las AFP y a pesar de una mayor normalización de los pagos diferidos, especialmente en la cartera de consumo, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 1,87 veces (1,30 veces a septiembre 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,6%), con números más positivos que el sistema (47,9% ajustado), potenciando con ello su rentabilidad. A la espera de un mayor retorno a la normalidad en las condiciones de pago de los clientes comerciales, 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 elevados, 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 este 2020.

**CONCHATORO:** Tras los significativos aumentos de volúmenes y mejoras en márgenes en el 3Q20, mantenemos nuestra ponderación de la viña. En el 4T20 continuarían los efectos positivos del tipo de cambio en la conversión de resultados, aunque en menor medida. En cuanto a los costos, si bien se espera un alza en los precios de la uva por una peor vendimia, esta se acotaría a un 6% y tendría efectos reducidos, favoreciendo los márgenes del corto plazo.

**CHILE:** Consideramos que la compañía se encuentra en una buena posición frente a un menor dinamismo de la economía local, donde se mantienen las presiones en el mercado laboral, mostrando buenas cifras en calidad de activos. A septiembre, el banco presenta índices de morosidad de 0,97% frente a 1,76% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 2,51 veces (1,53 veces el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,57%, el que considera \$27.000 millones en provisiones adicionales, y mejor que el 1,73% registrado por el sistema en su conjunto. Por esto, aunque se mantienen desafíos provenientes de mayor incertidumbre en el marco regulatorio y presión en los márgenes de interés neto, consideramos que la compañía presenta una atractiva 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 mensual en aumento y con inventarios disminuyendo, lo que ha generado alzas de precios en las últimas semanas. 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 3T20, la compañía reportó un Ebitda de US\$175 millones (-2,1% a/a), con un margen holgado de 50,9%. Para lo que queda del año, esperamos que los márgenes se mantengan por sobre un 45%, principalmente 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 continuarían mejorando en el corto plazo, desde los mínimos en que se encuentran actualmente. Si bien los resultados de sus negocios de paneles y combustibles se vieron afectados por la crisis sanitaria, creemos que gran parte de lo anterior ya se encuentra incorporado en la valorización de la acción. Por último, la reducción de su plan de inversiones favorecería el 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, con una recuperación en la demanda de energía de la región por la flexibilización de las cuarentenas. 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 el 3T20, estimamos que la compañía reportaría un Ebtida de US\$728 millones (-19,2% anual), mostrando una recuperación con respecto al segundo trimestre del año. Esperamos que las ventas sigan retomando paulatinamente los niveles previos a la pandemia y mejoras en la generación hidro para lo que queda de año. 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. En particular, evaluamos positivamente 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*. Finalmente, creemos que el retiro del 10% de las AFP's ha mejorado el escenario de más corto plazo en los segmentos *retail*, junto con aliviar las presiones en la calidad de la cartera en el segmento financiero.

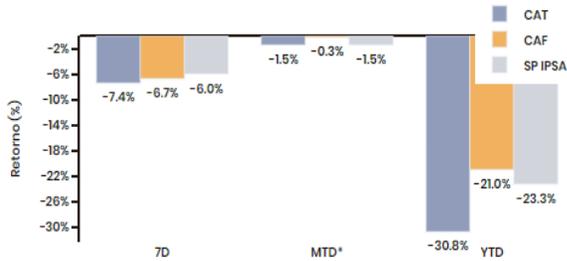
**SMU:** A pesar de que esperamos un menor dinamismo en el más corto plazo en los formatos de tamaño medio a pequeño como tiendas de conveniencia, valoramos las mejoras en márgenes y eficiencia que ha mostrado la compañía durante los últimos años, provenientes en parte, de una mayor centralización de sus operaciones. Por otro lado, consideramos que su exposición al formato mayorista y las soluciones digitales asociadas al segmento, junto con su alta exposición a alimentos, 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*, han mostrado señales de recuperación en las últimas semanas. Creemos que esta tendencia continuaría 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.

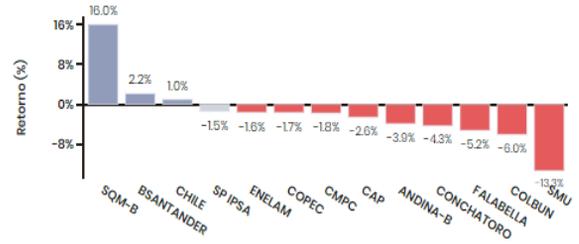
\*La estructura de las Carteras Accionarias Security se determina mediante distintas metodologías de valorización que incluyen, pero no se limitan, a valorización por múltiplos, descuentos de flujo de caja y perspectivas de mediano y largo plazo a nivel inter e intra sectorial. Ningún precio objetivo 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 2: DESEMPEÑO CAT (6), CAF (12) VS SP IPSA**



**GRÁFICO 3: 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 30 de octubre de 2020.

**GRÁFICO 4: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY TÁCTICA VS SP IPSA\*\* (6 ACCIONES)**



**GRÁFICO 5: 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 Célery P.**

Analista de Inversiones

*etienne.celery@security.cl*

**Sebastián Montero A.**

Analista de Macroeconomía

*sebastian.montero@security.cl*

**Paulina Feliú Q.**

Analista de Inversiones

*paulina.feliu@security.cl*

**Nicolás Libuy**

Analista de Inversiones

*nicolas.libuy@security.cl*

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://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.