



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2020

Se confirma panorama externo favorable y positiva respuesta de compañías locales

En un giro hacia un escenario de menor incertidumbre global, producto del importante avance en las pruebas de vacunas para hacer frente a la pandemia, se sumó el resultado de las elecciones en EE.UU., lo que configura un escenario más favorable para mercados emergentes, ante una menor incertidumbre política. Esto ha llevado a un renovado apetito por riesgo que se ha reflejado durante el último mes en un incremento, medido en dólares, de las bolsas mundiales (+13%), lideradas por América Latina (+24%) y Chile (+17%), seguidas por Asia emergente (10%) y EE.UU. (12%). Un punto que retoma fuerza es la depreciación del dólar a nivel global, el que perdió cerca de 2% en el periodo, apoyando un significativo aumento de algunos precios de materias primas (cobre ~US\$3,4/libra, petróleo ~US\$45/bl, y hierro ~US\$120/TM), mientras los precios de litio y celulosa han mostrado una incipiente recuperación.

En el plano interno, los resultados de las principales compañías locales para el tercer trimestre sorprendieron al alza. Así, nuestra estimación de variación anual del EBITDA para el trimestre apuntaba a una caída cercana a ~6%, mientras los resultados efectivos anotaron un incremento en torno a 1% a/a, sentando las bases para un descenso de los resultados para el año completo incluso menor al 10% estimado previamente. De repetirse resultados similares para el cuarto trimestre, donde las sorpresas se dieron no sólo en *Retail* y Consumo, sino que también en compañías ligadas a *Commodities* y Telecomunicaciones, se apoyaría la expectativa de una recuperación de resultados cercana al 10% para el próximo año. Con estos elementos, el *target* de IPSA de mediano plazo se mantiene en 4.200-4.300 puntos, pero gana probabilidad un panorama de un mayor retorno.

Este *upside*, que podría darse hacia la segunda parte del 2021, involucra ratios de rentabilidad (ROEs) más cercanos a 9%, y requerirá de todas formas en el escenario global y local de un control amplio de la pandemia y reactivación de sectores de servicios (que impulsaría un mejor panorama para el mercado laboral), paquetes de estímulo adicionales para sobrellevar las presiones sobre hogares y empresas hasta mediados de 2021, y un proceso político/social interno ordenado. En resumen, un escenario optimista es alcanzable, pero aún requiere de gatillantes relevantes a mediano plazo.

Con todo, en la revisión del rendimiento de las carteras en el último mes, el incremento de la ponderación del sector bancario y la reducción de los pesos para el sector eléctrico aportó positivamente, para cerrar el mes con un retorno cercano a 15% en la Cartera Fundamental (12 compañías), que se situó marginalmente por debajo del 16% de rentabilidad del IPSA. Por su parte, la Cartera Táctica (6 compañías) anotó un retorno cercano a 11%.

Para el corto y mediano plazo, los ajustes propuestos para las carteras de diciembre consideran: i) el mejor entorno externo, en particular la reactivación de China y la depreciación del dólar global, ii) una recuperación de la actividad local por sobre lo esperado en los últimos meses, con un mercado laboral que si bien enfrenta desafíos (retorno de trabajadores a la fuerza de trabajo) ha mostrado un rebote importante en el empleo, iii) el apoyo de distintas medidas hacia los ingresos de hogares y situación de las compañías en general para el corto plazo, y iv) un proceso político de relativo orden a nivel local.

Así, en el sector *commodities* recomendamos aumentar la ponderación de CAP (+2pp), para reforzar la apuesta a la recuperación externa, liderada por la demanda en China, y la incorporación de Entel (+4pp) y Cencoshopp (+4pp), de manera de exponerse al ciclo interno, apoyado también en una atractiva valorización, saliendo a cambio SMU. Por su parte, recomendamos reducir la exposición al sector *utilities*, a través de Enelam (-2pp) y la salida de Colbún (-5pp) de las carteras. En el caso de la Cartera Táctica, se reemplaza Enelam por CAP.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF			CAT		
ENELAM	14	(-2)	ANDINA-B		
BSANTANDER	14		BSANTANDER		
COPEC	11		CONCHATORO		
SQM-B	10		CMPC		
CMPC	10		COPEC		
CHILE	9		CAP		←
ANDINA-B	7				
FALABELLA	7				
CONCHATORO	5				
CAP	5	(+2)			
CENCOSHOPP	4	←			
ENTEL	4	←			
TOTAL	100				

En la CAF entran CENCOSHOPP y ENTEL, a cambio de COLBÚN y SMU, mientras en la CAT entra CAP por ENELAM.

- 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.

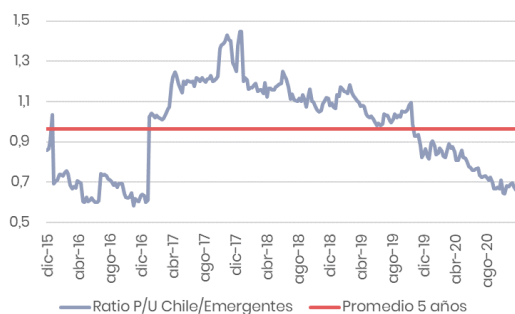
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	14	20
Forestal	21	13
Bancos	23	23
Commodities Mineros	15	13
Industrial	0	1
Retail	11	17
Consumo	12	6
Telecomunicaciones y TI	4	3
Otros	0	3
Construcción	0	0
Total	100	100

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

* Bajo criterio de Estudios Security, con datos a nov-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 espacios de valorización a largo plazo en el sector, creemos que se mantienen desafíos relevantes, especialmente en el segmento de tiendas por departamento, asociado a mejoras logísticas, eficiencias operacionales y recuperación de márgenes. Por otro lado, en el segmento de centros comerciales, en un contexto de bajas en los costos de ocupación al 3T20, lo que permitiría atenuar renegociaciones de contratos, junto a menores descuentos programados y atractivos espacios de valorización, incorporamos a Cencoshopp en la CAF, excluyendo a SMU. Con todo, mantenemos el sector subponderado.

Disminuimos nuestra posición en el sector eléctrico. Con la flexibilización de las cuarentenas en la región, en los últimos meses se observa una recuperación importante en la demanda eléctrica, destacando un incremento en octubre de 2,7% a/a, 2,4% a/a y 1,9% a/a en Chile, Brasil y Colombia, respectivamente. En nuestro país, la generación del sistema no mostró un deterioro significativo durante la crisis sanitaria, principalmente por una operación normal 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. Parte importante de estos factores explican el buen desempeño exhibido por Colbún este año, por lo que decidimos excluirla de la CAF, para dar espacio al sector minero. Así, mantenemos nuestra recomendación en eléctrico a través de Enel Américas (aunque bajándola 2pp en la CAF y sacándola de la CAT), compañía que debería seguir presentando una recuperación gradual de los efectos en demanda y depreciación de monedas producto de la pandemia. Además, respecto a la propuesta de fusión con EGPL, visualizamos un retorno atractivo en la empresa fusionada.

Mantenemos la ponderación del sector forestal. Tras los aumentos en los precios de la celulosa en China y Europa en las últimas semanas, estimamos que los resultados de las compañías incorporarían este efecto en sus próximos resultados. Tanto China como Europa han mostrado buenas señales de recuperación en las industrias del papel y maderas, impulsando otras líneas de negocios junto con mejorar las perspectivas para mayores aumentos del precio de la celulosa en el corto plazo.

Subimos levemente 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. Aun así, tras el rally de las últimas semanas, vemos un *upside* acotado para la acción. Por otro lado, los elevados precios del hierro y altos niveles de producción han permitido a CAP crecer en las exportaciones de hierro, lo que favorecería los resultados de la firma en 2020. La producción de acero en China se ha mantenido muy fuerte, generando un soporte para los precios del hierro en el corto plazo, favoreciendo los resultados de CAP tras un elevado premio al *pellet*. Mantenemos levemente sobreponderado el sector, subiendo a CAP en 2pp en la CAF.

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 recuperación en el sector y en las economías donde operan. La mejora en volúmenes en varios países, en donde incluso aumentaron con respecto al año anterior, da cuenta de un sector operando con normalidad. Por otro lado, las cifras de exportación de Aduanas continúan favoreciendo a la viña en cuanto a volúmenes. Así, vemos espacio para crecimiento en sus valorizaciones, justificado por el buen desempeño del sector.

Incorporamos al sector telecomunicaciones con visión neutral. Retomamos alguna exposición a esta industria a través de Entel, compañía que presentaría una atractiva valorización tras la reciente corrección de precios. Entel ha visto un crecimiento significativo a nivel de ingresos, viéndose favorecida por una mayor demanda por tráfico de datos, crecimiento en la red de fibra óptica y una reactivación de la operación en Perú. Por otro lado, en las últimas semanas se ha ido definiendo el interés por las bandas asociadas al 5g y sus inversiones, las cuales tras la venta de antenas, se darían en un buen momento financiero para la compañía.

Mantenemos 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 1,68% en términos de morosidad (1,97% a octubre 2019) y una cobertura de 1,62 veces (1,28x octubre 2019). Si bien, estamos a la espera de una mayor normalización de pagos en el segmento comercial, creemos que el escenario para el sector ha mejorado. Igualmente, mantenemos una cuota de cautela en relación a los elevados niveles de incertidumbre en el marco regulatorio lo que podría deteriorar las perspectivas de la industria.

Mantenemos en cero la 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 3T20, 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, destacamos su baja exposición al canal *on-premise*, lo que acotaría cualquier efecto negativo de las cuarentenas.

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 1,65% a octubre (frente al 1,12% a octubre 2019), vemos señales positivas hacia adelante. Por su parte, las cifras de morosidad han mostrado una evolución favorable, pasando desde 2,06% un año atrás hasta 1,46% en octubre, 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 1,93 veces (1,25 veces a octubre 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,0%), con números más positivos que el sistema (48,2% 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 y a pesar de los anuncios de aumentos de volúmenes por parte de Vale. Vemos disminuciones en los inventarios en China tras aumentos en la producción de acero, en donde alzas en la demanda generarían un soporte importante para los precios del hierro. Además, el premio por mayor ley continúa elevado, favoreciendo los resultados de CAP. En cuanto a las exportaciones de hierro de los últimos meses, estas alcanzan máximos de los últimos años ante los elevados precios y volúmenes. Lo anterior, en conjunto con un *cash cost* que también iría disminuyendo, permitirían a la compañía mantener un importante crecimiento en resultados hacia el cierre de este año.

CENCOSHOPP: Si bien esperamos que los resultados se mantengan presionados en el corto plazo debido a los descuentos anunciados en los cobros de arriendos, esperamos mejoras en el margen frente a los últimos trimestres. Los costos de ocupación de los arrendatarios en Chile bajaron hasta 7,7% al 3T20, mejorando frente al 9,2% en 2T20, impulsados por los retiros de fondos de pensiones junto con los descuentos y facilidades de pago realizadas por la compañía, lo que atenuaría las presiones en renegociaciones de contratos en el corto plazo. Por otro lado, vemos una mejora en las perspectivas hacia 2021. Con todo, existirían amplios espacios de valorización.

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 octubre, el banco presenta índices de morosidad de 0,95% frente a 1,68% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 2,55 veces (1,62x el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,5%, mejor que el 1,78% registrado por el sistema en su conjunto. Por esto, aunque se mantienen desafíos provenientes de elevados niveles de incertidumbre en el marco regulatorio y en la recuperación de márgenes de interés neto, consideramos que la compañía continúa con una atractiva relación riesgo/retorno.

CMPC: Tras las alzas de precios de la celulosa en las últimas semanas, tanto en China como Europa, sumado a un buen 3T20, en donde la compañía sorprendió en resultados, continuamos con una mirada positiva al sector forestal. Si bien, los precios de la celulosa se vieron afectados tras altos niveles de inventarios y menor demanda, ya observamos una recuperación global de la industria, que continuaría generando presiones al alza para los precios.

CONCHATORO: Tras los significativos aumentos de volúmenes y mejoras en márgenes en el 3T20, 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.

COPEC: Los buenos datos de demanda por celulosa que generaron alzas en precios en las últimas semanas, se suman a buenas cifras de demanda interna que le permitirían recuperar de manera significativa los resultados del 4T20. A pesar que sus negocios de combustibles se vieron afectados por la crisis sanitaria, la recuperación de los niveles de movilidad y producción industrial, un *cash cost* menor a lo esperado y los altos precios de la madera en países como EE.UU., impulsarían los resultados del 2020 y principios de 2021.

ENELAM: Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica. 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. En los resultados del 3T20, la compañía mostró una recuperación importante en relación al 2T20, pero aún por debajo de lo obtenido en el 3T19, con un Ebitda de US\$725,1 millones (-19,5% anual) y una utilidad neta de US\$189,5 millones (-31,6% a/a). 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. 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.

ENTEL: La compañía, después de un 3T20 favorecido en primera línea, sumado a las ventas de antenas que continúan impulsando las utilidades, continuaría con buenos resultados al cierre del 2020. La industria, que experimenta un aumento en la utilidad por usuario y mayor demanda por tráfico de datos, está por su parte comenzando las inversiones asociadas al 5g. En el corto plazo, Entel se vería favorecida por su buen manejo de la pandemia, un crecimiento en la base de clientes postpago, y las inversiones en internet a través de fibra óptica que ya comienzan a ver frutos. Proyectamos un buen cierre de año debido a todos los efectos, con mayor certidumbre respecto a la llegada del 5g y las inversiones asociadas.

FALABELLA: A pesar de la sorpresa positiva en los resultados del 3T20, creemos que la compañía presenta desafíos importantes en el corto plazo, asociado a mejoras logísticas y recuperación de márgenes en tiendas por departamento, junto con descuentos en el segmento de centros comerciales. Por otro lado, consideramos que los papeles presentan espacios de valorización, donde destacamos la posición competitiva en el canal *online*. Finalmente, creemos que el retiro de fondos 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.

SQM-B: Tras el aumento en volúmenes reportado en el tercer trimestre, sumado a los anuncios de mayor capacidad para el 2023, vemos buenas perspectivas para crecer en una industria que ya se normalizó. Las ventas de vehículos eléctricos en China y Europa continúan al alza, tras buenas cifras de reactivación en las últimas semanas. Además, la normalización de producción de baterías eléctricas, sumado al anuncio de Albemarle de mantener los volúmenes en el 2021, favorecerían los resultados de la minera en el mediano plazo. Finalmente, los aumentos en los precios del litio en los últimos días y los pronósticos de crecimiento de la industria han impulsado el precio de la acción, transando cerca de su máximo histórico. Aun así, queda por ver la capacidad de la empresa de cumplir con sus objetivos de volúmenes, junto a la recuperación de los precios del litio, los cuales mantienen cierto grado de incertidumbre. 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 IPISA

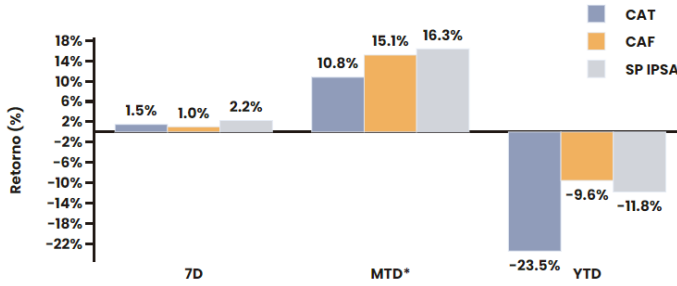
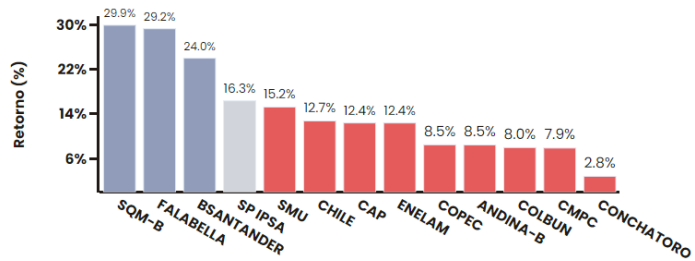


GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPISA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPISA calculados entre el 2 y el 27 de noviembre de 2020.

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

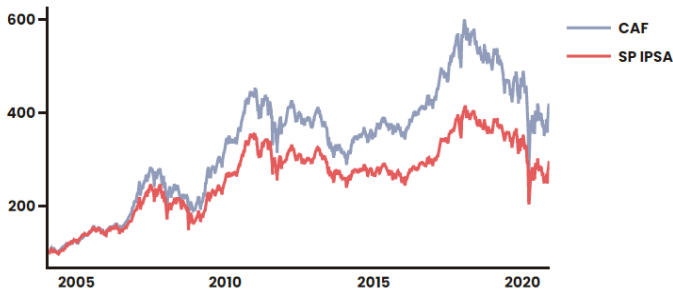
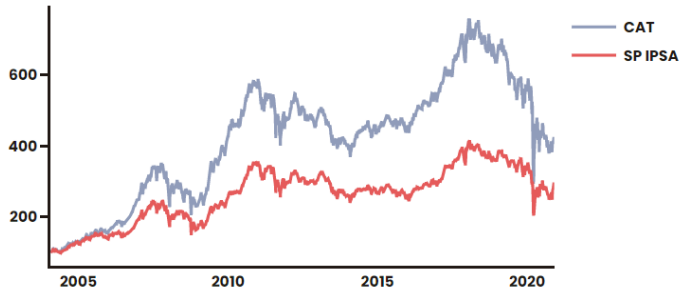


GRÁFICO 5: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPISA** (12 ACCIONES)



** 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

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

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.