



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2021

Aumentamos ponderación de sector retail tras alza en materias primas

El panorama externo ha continuado mejorando de manera marcada en las últimas semanas, reflejado en una depreciación del dólar global cercana al 2% en diciembre, donde destaca la apreciación del peso en torno a 7%, apoyada en el precio del cobre que continuó escalando para situarse marginalmente bajo US\$3,6/libra. Adicionalmente, otros precios de materias primas se han sumado a la recuperación de los metales, explicado en gran medida por el dinamismo que ha anotado la actividad en China, marcando sorpresas positivas respecto de las estimaciones de mercado. De esta forma, la exposición de las carteras accionarias a compañías exportadoras de commodities implicó un retorno de 3,7% en el caso de la cartera fundamental de 12 acciones, y cercano a 10,3% para la cartera táctica de 6 acciones, comparado con un IPSA que rentó 1,3% en el mes. Con todo, la cartera fundamental cerró el año con un retorno de -6,1%, el que alcanzó a -16,0% para la cartera táctica, comparado con la caída de -10,5% del IPSA, en un desempeño que, a pesar de la fuerte recuperación del último trimestre del año, fue marcadamente inferior al del resto de las bolsas emergentes y desarrolladas, incluida América Latina, que cierra el año con retornos positivos cercanos a 3% en Brasil y México.

A corto y mediano plazo, estimamos que las tendencias globales se mantendrán, con un debilitamiento adicional del dólar global, aunque muy probablemente a un ritmo más moderado, lo que de todas formas debiera mantener los precios de materias primas en niveles elevados (o impulsando una recuperación adicional en aquellos más rezagados). Un punto importante es que, de darse un control moderado de la pandemia y la eventual segunda ola en la economía local, debiéramos continuar observando mejoras graduales en los resultados de los sectores más ligados a la demanda interna (bancos, shopping centers y retail), a la vez que las compañías de consumo masivo mostrarían un desempeño más alineado con el IPSA en los próximos meses.

Nuestro escenario de corto plazo continúa ajustado a un nivel objetivo en torno a 4.300 puntos para el IPSA, consistente con expectativas de un ROE promedio volviendo a 7%, mientras que eventuales sorpresas positivas en los resultados del cuarto trimestre del año, en especial en los sectores ligados al retail, podrían apoyar expectativas hacia rangos más cercanos a 4.700 puntos. Como hemos remarcado en informes anteriores, esto requiere de un proceso político/social ordenado y una reapertura de las actividades más ligadas a servicios que permita una recuperación de base más amplia del mercado laboral y los ingresos de los hogares.

Es en este escenario de mejora paulatina del entorno doméstico, apoyado fuertemente en la mejora de las condiciones globales, en que recomendamos girar la exposición relativa de las carteras desde materias primas (realizando una toma de ganancia luego del fuerte desempeño del último tiempo) hacia un mayor peso del sector Retail, el que de todas formas se mantiene subponderado. Se incrementan los pesos en Falabella (a 9pp) y Cencoshopp (a 6pp) y, en el caso de esta última, también se incluye en la cartera táctica de 6 compañías. Si bien continuamos muy positivos en materias primas, decidimos excluir CAP de las carteras, considerando su desempeño más reciente y valorizaciones más cercanas al precio objetivo sensibilizado a los actuales precios del hierro. Por su parte, SQM-B se mantiene subponderado considerando la valorización respecto del precio objetivo, mientras mantenemos la sobreponderación en celulosa, tanto en CMPC como COPEC, en línea con un escenario en que se va validando la recuperación del precio del commodity respecto de niveles mínimos alcanzados en los trimestres previos. Los otros cambios consideran reducir la exposición a ENELAM (a 10pp) a una ponderación neutral respecto del IPSA, e incluir Colbún (a 5pp) para compensar el peso en el sector Utilities.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Prevía	Δpts.	CAT
BSANTANDER	14	14		ANDINA-B
COPEC	11	11		BSANTANDER
ENELAM	10	14	-4	CONCHATORO
SQM-B	10	10		CMPC
CMPC	10	10		COPEC
CHILE	9	9		CENCOSHOPP ←
FALABELLA	9	7	2	
ANDINA-B	7	7		
CENCOSHOPP	6	4	2	
COLBÚN	5		5	
CONCHATORO	5	5		
ENTEL	4	4		
CAP		5	-5	CAP →
TOTAL	100	100		

En ambas carteras sale CAP, entrando a cambio COLBÚN en la CAF y CENCOSHOPP en la CAT.

- 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.

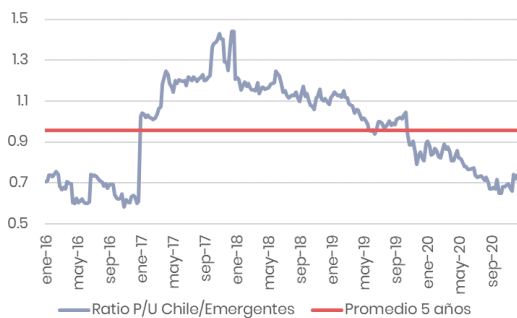
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	15	19
Forestal	21	14
Bancos	23	23
Commodities Mineros	10	15
Industrial	0	1
Retail	15	17
Consumo	12	6
Telecomunicaciones y TI	4	2
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 dic-20.

GRÁFICO 1: RELACIÓN RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Aumentamos exposición en sector retail. A pesar que vemos desafíos relevantes para el sector, especialmente en el segmento de tiendas por departamento, asociado a mejoras logísticas, eficiencias operacionales y recuperación de márgenes, creemos que el escenario ha mejorado. Por su parte, vemos atractivos espacios de valorización en el segmento de centros comerciales, donde las medidas de los operadores han permitido mantener en niveles saludables los costos de ocupación, lo que permitiría atenuar renegociaciones de contratos. En consecuencia, producto de una mejora en las perspectivas hacia 2021, aumentamos la exposición a Cencoshopp y Falabella en la CAF. Aun así, mantenemos el sector subponderado.

Mantenemos subponderado al 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 en noviembre Colombia y Chile. En nuestro país, la generación del sistema no ha mostrado un deterioro significativo durante la crisis sanitaria, principalmente por una operación normal en las principales faenas mineras. Los datos preliminares muestran que este año la generación se mantuvo estable con respecto a 2019 y esperamos que la temporada de deshielos ayude a la acumulación de agua en los principales embalses del país. Dentro de la industria, bajamos a una ponderación neutral a Enel Américas, que debiera gradualmente recuperarse de los efectos en demanda y depreciación de monedas producto de la pandemia. A cambio, incluimos a Colbún en la CAF, donde esperamos márgenes estables para el 4T20. Destacamos, además, 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.

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 próximas entregas. 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.

Disminuimos nuestra 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 anuncio del aumento de capital y la recuperación del precio de la acción, vemos un *upside* acotado para la compañía. Por otro lado, CAP se ha visto fuertemente favorecida el último mes tras los aumentos en los precios del hierro y acero, impulsados por China y una menor producción de parte de Vale. No obstante, la compañía ha mostrado debilidades en los volúmenes exportados en las últimas semanas, sumado a que los elevados precios del hierro disminuyen la rentabilidad de las acereras, pudiendo presionar los precios en el corto plazo y retomar niveles previos. Por estas razones CAP salió de ambas carteras.

Mantenemos 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.

Mantenemos la ponderación en el sector telecomunicaciones con visión neutral. Entel, compañía que presentaría una atractiva valorización tras la reciente corrección de precios, 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, las inversiones asociadas al 5g, 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 de los retiros de las AFP's y a pesar de la reanudación de pagos de una parte de esta, alcanzando 1,65% en términos de morosidad a nov-20 (1,95% a noviembre 2019) y una cobertura de 1,64 veces (1,31x noviembre 2019). Estamos a la espera de una mayor normalización de pagos en el segmento comercial, especialmente en los créditos FOGAPE. 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 destacó el crecimiento 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 los niveles del cuarto trimestre, lo que sumado a la cobertura de monedas y materias primas, le permitiría crecer en márgenes. Finalmente, destacamos su baja exposición al canal *on-premise*, lo que acotaría cualquier efecto negativo de las cuarentenas.

BSANTANDER: A pesar que la compañía ha venido aumentando de forma importante su costo por riesgo, en línea con el deterioro del escenario local, hasta 1,53% a noviembre (frente al 1,24% a noviembre 2019), vemos señales positivas hacia adelante. Por su parte, las cifras de morosidad han mostrado una evolución favorable, pasando desde 1,85% un año atrás hasta 1,45% en noviembre, impulsadas por los retiros de fondos 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 1,95 veces (1,42 veces a noviembre 2019). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,3%), con números más positivos que el sistema (48,7% 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.

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 el 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, valoramos la cobertura de la compañía sobre las cuentas por cobrar (62%), a la vez que 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 noviembre, el banco presenta índices de morosidad de 0,96% frente a 1,65% del sistema, a la vez que en términos de cobertura su ratio alcanza 2,5 veces (1,64x el sistema), acompañado de un costo por riesgo de 1,49%, mejor que el 1,69% 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 (+19% a/a) como Europa (+7% a/a), sumado a un buen 3T20, en donde la compañía sorprendió en resultados, continuamos con una mirada positiva en el sector forestal. Mantenemos nuestra visión de precios de celulosa al alza en el corto plazo, favoreciendo los resultados del ejercicio 2021.

COLBÚN: Con un balanceado porcentaje de contratación entre clientes libres y regulados, solventado con un *mix* eficiente de generación entre hidro (43% de capacidad instalada) y termo, han otorgado estabilidad a sus resultados. Los datos preliminares de generación muestran una caída en torno a un 5% anual para el 4T20, con un incremento en la generación hidro cercana a 60% a/a, que contrarresta parcialmente una caída en la generación termo (-66% a/a). Con esto, esperamos que los márgenes se mantengan por sobre un 45%, principalmente por un aumento en las ventas de clientes libres y menores precios de combustibles, 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.

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, aún no se ha visto reflejado el aumento esperado (en torno a un 6%) en el precio de la uva, por lo que la mejora en márgenes impulsaría los resultados del cierre de año.

COPEC: Tras las alzas de precios en los últimos dos meses, sumado a buenos datos de demanda de la industria del papel en China, esperamos que la celulosa continúe al alza en el corto plazo. Por otro lado, de acuerdo a datos de Aduanas, Arauco registra un crecimiento en volúmenes de productos en Madera y Forestal por sobre nuestras estimaciones. Finalmente, la recuperación de los niveles de movilidad y producción industrial le permitirían recuperar las ventas en el segmento de combustibles en el 4T20.

ENELAM: Dentro del Grupo Enel, es el área de negocios que maneja mayores perspectivas de crecimiento, dada su exposición a países de Latinoamérica y la aprobación de la fusión con EGPA, que le permitirá incorporar más de 2.000 MW de capacidad instalada operativa y la posibilidad de desarrollar proyectos futuros. Esperamos que la compañía mantenga estables sus márgenes al cierre de 2020, 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. Las ventas retomarían paulatinamente los niveles previos a la pandemia, según se mantenga controlada la situación sanitaria. 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: Luego de las positivas cifras sectoriales de octubre y noviembre, donde se ha visto un alza relevante en ventas, acompañado de una recuperación en la categoría de vestuario, esperamos una mejora en las perspectivas del sector. Mantenemos una cuota de cautela en relación a desafíos importantes en el corto plazo, asociado a mejoras logísticas y recuperación de márgenes en tiendas por departamento. Pero con todo, consideramos que los papeles presentan espacios de valorización. 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: Los precios del litio en China han continuado recuperándose, aumentando el carbonato un 14% m/m y -1% a/a, impulsados por el crecimiento en ventas de vehículos eléctricos y la participación de mercado que ya superó el 7% en Europa. No obstante, los datos de Aduanas señalan que tanto los volúmenes como el precio promedio de litio disminuirían en el 4T20, acotando el *upside* de la acción tras el *rally* de cierre de año. Por otro lado, los envíos de yodo continúan cayendo producto de la menor demanda global por el mineral, lo que impactaría en los resultados al representar más del 30% del resultado bruto consolidado. Así, tras el anuncio del aumento de capital y un 4T20 más complejo, mantenemos nuestra subexposición en la acción.

*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

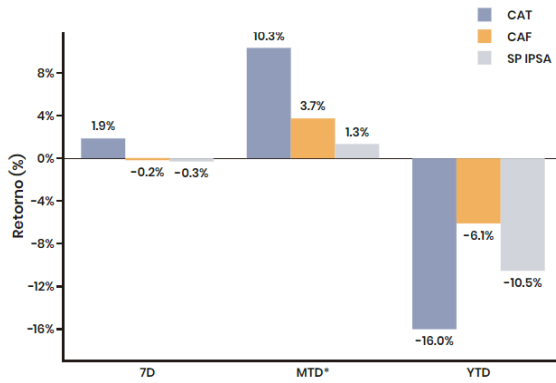
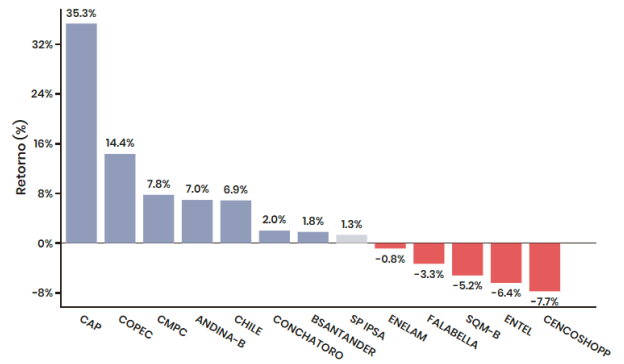
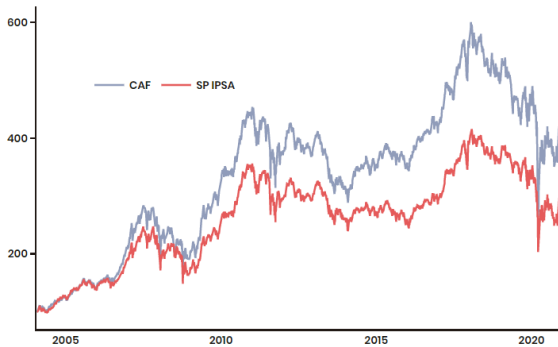


GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



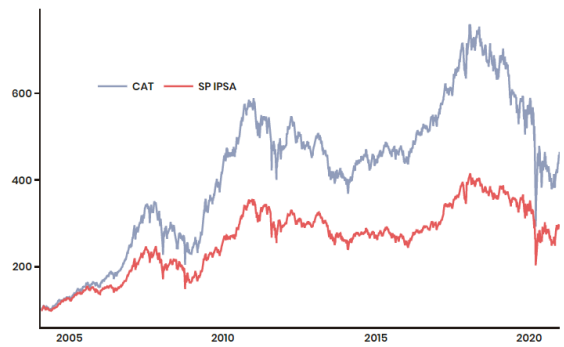
*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 30 de noviembre y el 30 de diciembre de 2020.

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



** Retornos Acumulados

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



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

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
roberto.valladares@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.