



CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2021

Recuperación local toma ritmo y acompaña rally de materias primas

Durante el último mes, la recuperación de los mercados globales retomó algo de fuerza, la que sin embargo se revirtió en medio del alza de tasas de largo plazo en EE.UU., producto de mejoras sustantivas en las expectativas de crecimiento de esa economía, temores renovados por presiones inflacionarias (en particular ligadas a presiones de costos por el incremento en precios de materias primas), y una incipiente reversión de la tendencia de debilidad del dólar a nivel global. Con todo, Chile cerró nuevamente parte del desacople que se había acumulado durante fines de 2019 y 2020, aumentando 6,6% en febrero, versus EE.UU. y mercados asiáticos que cerraron el período virtualmente planos, y mercados de América Latina a la baja en rangos cercanos a -5%. En términos de las carteras recomendadas, la cartera fundamental (12 acciones) registró un incremento de 8,2% en el mes, mientras la cartera táctica (6 acciones) anotó un aumento de 10,4%.

A nivel local, los principales factores detrás del buen desempeño de la bolsa se refieren a: i) el significativo avance del proceso de vacunación que pone a Chile dentro de los países con mejor ejecución en esta materia, favoreciendo las expectativas de reapertura de los sectores más rezagados, ii) sorpresas relevantes al alza en los resultados de las compañías al cuarto trimestre de 2020, en particular a nivel de bancos, retail y shopping centers, y iii) una continua mejora en los precios de materias primas, lo que ha impulsado las expectativas de resultados de las empresas exportadoras, en particular, aquellas ligadas al sector forestal y minero.

Dentro de estos factores, nuestras expectativas de crecimiento del EBITDA para las compañías al cuarto trimestre de 2020 apuntaban originalmente a cerca de un 5% anual. Con las cifras publicadas a la fecha, aunque aún resta un grupo importante de empresas por publicar, apoyarían un incremento más cercano a 15% en los resultados del período, lo que adelanta de manera importante la recuperación de los distintos sectores. Si bien esto disminuye la incertidumbre respecto de la primera parte del año, no cambia de manera significativa las expectativas de resultados para todo 2021, lo que nos lleva a mantener por ahora un target de IPSA en torno a 4.700 puntos a mediano plazo, coherente con niveles de Bolsa/Libro en torno a 1,5x y una recuperación del ROE promedio de la muestra hacia 8% en la segunda parte del año.

Por otro lado, dentro de las sobreponderaciones más relevante en nuestras carteras, el fuerte incremento de los precios de materias primas de inicios de 2021 nos lleva a mantener esas posiciones, a pesar de la mayor volatilidad que hemos observado en medio del cambio de tono en los mercados internacionales con alzas de tasas de interés y una estabilidad del dólar (con depreciaciones de monedas, en particular en América Latina). Con todo, dentro de las apuestas destaca el sector forestal (que potenciamos levemente este mes), el que debiera continuar beneficiándose de la recuperación global y, particularmente, de la reactivación de la demanda interna en China. Respecto del sector minero, si bien las expectativas son favorables, las valorizaciones actuales para SQM-B y CAP dejan un espacio más acotado, corrigiendo por los niveles de volatilidad habitual de estos papeles.

Respecto del impacto de estos factores en los papeles ligados a demanda interna, mantenemos la preferencia por Banco Santander y BCI, para capturar la recuperación más rápida de la mano de una buena ejecución del plan de vacunación y su impacto macro esperable para este año. En retail, Falabella y Cencosopp debieran continuar liderando las mejores perspectivas del sector, por sobre otras compañías. En consumo masivo y telecomunicaciones, Andina-B, Concha y Toro y Entel debieran capitalizar la recuperación local y externa, a pesar de la presión de un tipo de cambio más apreciado para las viñas, lo que adicionalmente da soporte para los períodos de mayor volatilidad, la que a nivel local y global se mantiene más cercana a episodios de estrés que de normalidad (por ejemplo, al revisar el índice VIX que se mantiene en torno a 25 puntos vs 15 puntos en tiempos normales).

Finalmente, en utilities, mantenemos un subponderación a través de Enelam y Colbún, considerando que un período de recuperación de la actividad, este sector defensivo se mantendría rezagado, de la mano también de incertidumbre regulatoria en los distintos segmentos.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δptos.	CAT
BSANTANDER	14	14		ANDINA-B
COPEC	13	11	2	BSANTANDER
SQM-B	10	10		CONCHATORO
CMPC	10	10		CMPC
ENELAM	9	10	-1	COPEC
BCI	9	9		CENCOSHOPP
FALABELLA	9	9		
ANDINA-B	7	7		
CENCOSHOPP	6	6		
CONCHATORO	5	5		
COLBÚN	4	5	-1	
ENTEL	4	4		
TOTAL	100	100		

Sólo se realizaron reponderaciones menores este mes.

- 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.

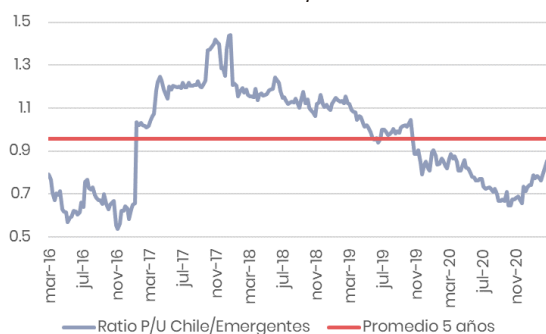
CUADRO 2: PONDERACIONES SECTORIALES

Sector	Pond. CAF	Pond. SP IPSA*
Eléctrico	13	17
Forestal	23	14
Bancos	23	24
Commodities Mineros	10	15
Industrial	0	2
Retail	15	18
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 feb-21.

GRÁFICO 1: RELACIÓN RATIO P/U CHILE VS EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Mantenemos exposición en sector retail. A pesar de que vemos desafíos relevantes para el sector, especialmente en el segmento de tiendas por departamento, asociado a mejoras logísticas y eficiencias operacionales, creemos que el escenario continúa mostrando señales de mejora, donde se ha visto una importante recuperación de márgenes en los resultados del 4T20, sostenida por bajos niveles de actividad promocional ante una caída de los inventarios en los formatos retail en Chile y el fuerte impulso del retiro de fondos, lo que ha llevado a sorpresas positivas en los resultados del sector. Por su parte, seguimos viendo espacios de valorización en el segmento de centros comerciales, segmento en el que esperamos una recuperación importante de resultados a partir del segundo trimestre, producto de una mayor apertura del GLA, menores descuentos a los arrendatarios y niveles saludables de costos de ocupación.

Mantenemos nuestras preferencias en el sector eléctrico. Con la flexibilización de las cuarentenas en la región, en los últimos meses se observa una recuperación en la demanda eléctrica, destacando Brasil. 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. Los datos preliminares muestran un incremento aproximado de 0,5% a/a en la generación de febrero. Sin embargo, el costo marginal promedio de febrero muestra preliminarmente un incremento cercano al 90% a/a, llegando a niveles sobre los US\$75/MWh, tras la salida de centrales a carbón a fines de 2020. Dentro de la industria, mantenemos una ponderación neutral con Enel Américas, que debiera gradualmente recuperarse de los efectos en demanda y depreciación de monedas producto de la pandemia. Además, mantenemos nuestra posición en Colbún, luego de los holgados márgenes reportados en el 4T20, favorecidos por el aumento de 59,0% anual en la generación hidro de la compañía. La compañía debiera mantener un buen mix termo vs hidro y tendrá una menor exposición a compras spot durante este trimestre.

Aumentamos la ponderación del sector forestal. Tras los aumentos en los precios de la celulosa en China y Europa, principalmente de la fibra larga, vemos espacio adicional de crecimientos, lo que impulsaría los resultados de CMPC y Copec este año. Aumentamos la exposición en Copec debido al rezago de la fibra corta respecto a su par, y a mejores cifras de exportación en los últimos datos de Aduanas.

Mantuvimos nuestra exposición en el sector minero. Mantenemos una visión favorable para SQM en el mediano plazo, con precios del litio con alzas significativas. Aun así, los resultados de sus otras líneas de negocios continuarían afectadas en el 2021, tras una menor demanda en el segmento de yodo y mayores cash costs a nivel consolidado.

Mantenemos nuestra preferencia por el sector consumo. Tras los buenos resultados del 4T20 para Andina y los estimados para Conchatoro, mantenemos la sobreponderación del sector en la cartera. El acuerdo de distribución de cervezas en Chile, la recuperación de los volúmenes y la renovación del contrato con Heineken impulsarían las valorizaciones de la Andina. Por otro lado, las cifras de exportación de Aduanas continúan favoreciendo a la viña en cuanto a volúmenes, con un impacto acotado en el precio de la uva. Así, vemos espacio para crecimiento en sus valorizaciones, justificado por el buen desempeño del sector y con *upside* significativo.

Mantenemos la ponderación en el sector telecomunicaciones con visión neutral. Entel presentaría una atractiva valorización después de un exitoso 4T20, con crecimientos significativos a nivel de ingresos, ARPU y número de clientes, y 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 y con buenas perspectivas tras los resultados de la licitación.

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 1,55% en términos de morosidad a ene-21 (2,08% a enero 2020) y una cobertura de 1,74 veces (1,24x a enero 2020). Si bien seguimos a la espera de una mayor normalización de pagos en el segmento comercial, especialmente luego de FOGAPE 2.0, vemos positivas las señales de comportamiento de la cartera a enero, junto con una mejora en las perspectivas de márgenes. Como consecuencia, mantenemos la preferencia en activos donde vemos un mayor espacio de valorización que sus comparables, con una buena calidad de activos. Igualmente, mantenemos una cuota de cautela en relación a posibles cambios 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 4T20, donde destacó el crecimiento de cada operación salvo Paraguay, mejorando en márgenes y en volúmenes, mantenemos nuestra exposición en la embotelladora. El 1T21 sería similar a este, con crecimientos en volúmenes en Brasil y Chile y que le permitiría crecer *a/a* en su Ebitda. Por otro lado, el acuerdo de distribución de cervezas le permitiría continuar creciendo en Chile en su resultado operacional, apalancando el negocio principal de bebidas. Además, la renovación del contrato con Heineken en Brasil le aseguraría los volúmenes en los próximos años.

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 1,48% a enero (frente al 1,36% a enero 2020), vemos señales positivas hacia adelante y una mejora importante desde agosto, cuando registró un gasto en provisiones sobre colocaciones de 1,72%. Por su parte, las cifras de morosidad continúan mostrando una evolución favorable, pasando desde 1,93% un año atrás hasta 1,31% en enero, impulsadas por los retiros de fondos de las AFP y a pesar de la normalización de una parte de los pagos diferidos, especialmente en la cartera *retail*, lo que le ha permitido mejorar sus ratios de cobertura, hasta 2,16 veces (1,39 veces a enero 2020). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (42,2%) y una positiva protección de los márgenes de interés neto, con números más positivos que el sistema, 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.

BCI: Si bien consideramos que se mantienen algunos riesgos en el sector, provenientes de la normalización de pagos en la cartera comercial y márgenes de interés que se encuentran particularmente presionados, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición de cara a una mayor normalización de la economía, registrando una morosidad de 1,18% (1,55% el sistema), con una cobertura de 1,86 veces (1,74x el sistema). Con todo, creemos que presenta un amplio espacio de valorización ante una mejora del escenario local.

CENCOSHOPP: Luego de una sorpresa positiva en los resultados del 4T20, donde el Ebitda registró una caída de -19% *a/a*, vemos una mejora en las perspectivas para el año producto de un mayor GLA operativo, menores descuentos a arrendatarios y una baja en las provisiones por incobrables. Por otro lado, los costos de ocupación de los arrendatarios en Chile bajaron hasta 7,3% al 4T20 (7,7% en 3T20), impulsados por los retiros de fondos de pensiones junto con los descuentos y facilidades de pago realizados 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 (61%), a la vez que creemos que el segmento se mantiene como base para una mayor recuperación en el *mix* de venta de tiendas por departamento. Con todo, creemos que aún existen espacios de valorización.

CMPC: Tras las alzas de precios de la celulosa en las últimas semanas, tanto en China (+49% *a/a*) como Europa (17% *a/a*), sumado a la sorpresa en el 3T20 en resultados y a un buen 4T20 proyectado, 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. Al 4T20 mostró una caída de 5,7% anual en la generación, que significó un fuerte incremento en las compras físicas en Chile. Los ingresos presentaron una disminución de 4,7% *a/a*, principalmente por menores ventas físicas en Chile y Perú. Lo anterior fue parcialmente compensando por menores costos de combustibles. Con esto, el Ebitda fue de US\$179,9 millones (-1,7% *a/a*), con un margen 1,6 p.p. por sobre el obtenido en 2019. 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, estimando un 36% de crecimiento *a/a* en su Ebitda.

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 e incorporándose en los despachos de la compañía. Por otro lado, de acuerdo a datos de Aduanas de diciembre, los despachos de celulosa de Arauco tanto en volumen como precio fueron mejores que los de CMPC, lo que sumado al rezago de la fibra corta respecto de la larga en precios, ofrecen un *upside* atractivo para la acción. Finalmente, la recuperación de los niveles de movilidad y producción industrial le permitirán 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. Los resultados del 4T20 muestran una recuperación en los segmentos de distribución y generación, en comparación al 3T20, pero aún por debajo de los obtenidos en el cuarto trimestre de 2019. Esperamos que una recuperación paulatina para el año, llegando a niveles pre pandemia en 2022, según se mantenga controlada la situación sanitaria. Además, evaluamos de manera positiva el holgado perfil financiero de cara a los efectos de esta crisis y posibles oportunidades de M&A en la región, con foco en distribución en Brasil.

ENTEL: Después de un 4T20 favorecido en primera línea, con crecimientos en la base de clientes de los segmentos Consumidores y Empresas, además de un ARPU elevado, la compañía continuaría con buenos resultados en el 2021. 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 dar frutos. Proyectamos un buen año debido a todos estos efectos, con mayor certidumbre respecto a la llegada del 5g y las inversiones asociadas.

FALABELLA: Luego del crecimiento de 60,9% a/a en Ebitda durante el 4T20, impulsado por una importante mejora en los segmentos *retail* en Chile y sorprendiendo positivamente al mercado, vemos una recuperación algo más rápida a lo esperado. Por su parte, las cifras sectoriales correspondientes a enero, reflejaron un alza en ventas (+5,8% a/a IVCM), junto con presiones en el *mix* de ventas, donde la categoría de vestuario alcanzó el ≈45% de la venta (≈57% un año atrás). A pesar de que un *mix* de venta más desfavorable podría generar presiones en márgenes, consideramos que el efecto de los bajos niveles de inventarios y menor actividad promocional sería más relevante en el más corto plazo. Por último, si bien 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, mantenemos una cuota de cautela por la sostenibilidad del impulso, junto con los desafíos asociados a mejoras logísticas y protección de márgenes. Con todo, consideramos que los papeles presentan espacios de valorización

SQM-B: Los precios del litio en China han continuado recuperándose, aumentando el carbonato un 11% m/m y 15% 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

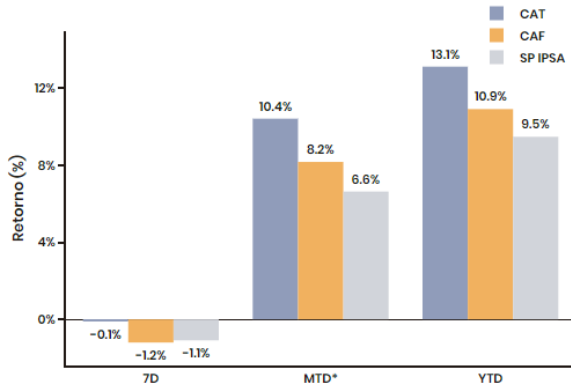
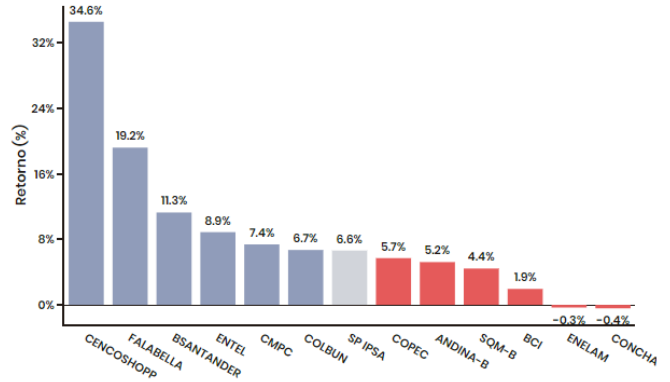


GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 26 de febrero de 2021.

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

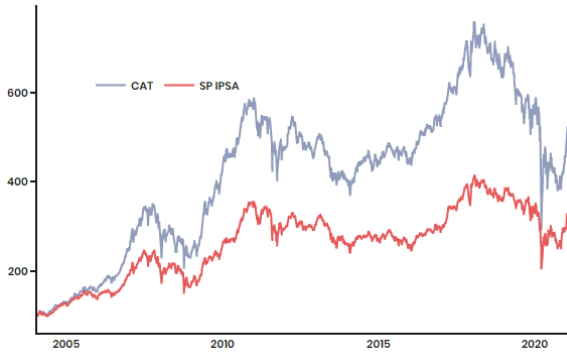
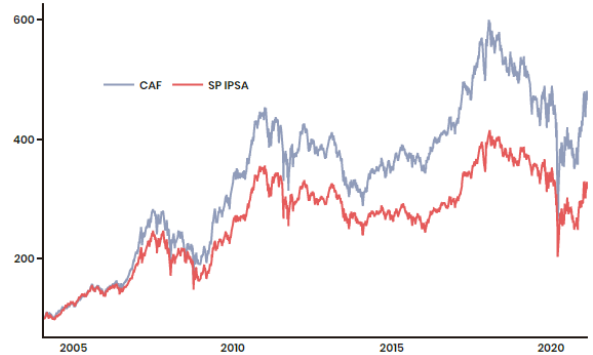


GRÁFICO 5: DESEMPEÑO CARTERA SECURITY FUNDAMENTAL VS SP IPSA (12 ACCIONES)**



** 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 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.