



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2021

Eventual avance hacia un relativo orden en medidas por pandemia traería algo de calma al mercado

En un mes de muy favorables condiciones reales y financieras globales, se combinaron: i) un leve retroceso de las tasas de interés en EE.UU. hacia niveles de 1,65%, ii) inmejorables términos de intercambio, con un precio del cobre por sobre los US\$4,5/libra, iii) primas por riesgo de mercados emergentes en niveles bajos, y iv) una percepción de riesgo por parte de los inversionistas que se ubicó por primera vez desde el inicio de la pandemia en niveles bajo los 20 puntos para el VIX (índice de volatilidad del S&P500). Es en este contexto que el S&P500 avanzó 5,2% en el mes, acumulando 11,3% de retorno en el año, mientras que el MSCI Latam y Asia rentaron 3,2% y 2,4% en el mes (-3,1% y 4,3%, acumulado en el año). Así, el contraste del IPSA en el mes es relevante, al anotar un retroceso de 8,7% en abril (similar para el periodo de vigencia de las carteras recomendadas), acumulando no obstante un incremento de 7% en el año.

Los factores locales ligados a las tensiones político-institucionales, la aprobación de un tercer retiro de fondos de AFPs, la inclusión de retiros para rentas vitalicias y, hacia el cierre del mes, propuestas de cambios tributarios como IVA diferenciado e impuestos al patrimonio, generaron nuevos ruidos a nivel local, que han presionado la agenda que estaba llevando adelante en planes de ayuda y revisión de exenciones tributarias el gobierno. En otras palabras, se instala una dinámica de mayor incertidumbre respecto del curso que seguirían las políticas públicas en los próximos meses. Gran parte de este panorama explica la fuerte alza de tasas de interés locales, un tipo de cambio que se resiste a apreciarse de manera significativa, a pesar de las extraordinarias condiciones externas para Chile, siendo la única excepción la mantención de las primas por riesgo soberano que los inversionistas externos cobran al país. Así, las caídas de precios de los activos locales debieran enfrentar la contraposición de inversionistas domésticos con una clara mayor percepción de riesgo y la aún tranquila mirada de los inversionistas externos.

A nivel de carteras recomendadas, la Cartera Fundamental (12 acciones) registró una caída de 10,9% en abril, algo mayor a la registrada por el índice de referencia, mientras que la Cartera Táctica (6 acciones) retrocedió 10,5% en el periodo. Si bien todos los sectores anotaron caídas en el mes, los sectores ligados a minería, consumo masivo, *retail*, y tecnológico soportaron de mejor manera el impacto de los factores locales. Las mayores caídas se dieron en los títulos de centros comerciales, bancos, forestal, *utilities* y telecomunicaciones. De esta descomposición de la caída del IPSA estimamos que, si bien el mercado local se mantendría presionado ante la incertidumbre en términos de medidas tributarias, de regulación y flujos de venta de los locales, existe el atenuante del comportamiento de los inversionistas externos y, particularmente, el repunte que se espera continúe en los resultados de las compañías.

Así, de darse algún giro hacia un mayor orden en la discusión de las medidas de apoyo por pandemia, reapertura y, muy especialmente, aquellas ligadas a cambios tributarios, estimamos que se darían las bases para una recuperación del índice. En este sentido, estimamos que las favorables perspectivas para el sector forestal continúan vigentes, de la mano de la recuperación de la actividad global y los mercados de *commodities*. Asimismo, a pesar de la mayor incertidumbre sobre las medidas mencionadas más arriba, la liquidez de los hogares debiera ser la tónica de estas, por lo que mantenemos la apuesta por consumo masivo y posiciones neutrales (aunque con sesgos importantes a nivel individual) en los sectores bancario, *retail*, minero, en desmedro de los sectores ligados a servicios.

Estos sesgos se materializan en los siguientes cambios a las carteras: i) incluir BCI por Chile, de manera de recoger el mayor castigo de este título, luego de las caídas de abril, ii) incluir Cencosud por Falabella, donde esperamos muy buenos resultados para el primer trimestre del año, iii) retomar la posición en CAP, ante el muy favorable panorama para precios de metales, que han llevado a corregir al alza las estimaciones resultados para este año, iii) reducir la exposición en Enelam para llevarla a neutral respecto de su peso actualizado en el IPSA, y iv) aumentar levemente la apuesta en CMPC y Copec, a la luz de la continua mejora en los precios de celulosa en los distintos mercados.

Carteras Accionarias: Selección de Activos

CUADRO 1: CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
COPEC	15	13	2	ANDINA-B
BSANTANDER	14	13	1	BSANTANDER
CMPC	12	10	2	BCI ←
SQM-B	10	10		CMPC
BCI	10		10	CONCHATORO
CENCOSUD	9		9	COPEC
ANDINA-B	7	7		
CENCOSHOPP	6	6		
ENELAM	5	9	-4	
CONCHATORO	5	5		
CAP	4		4	
RIPLEY	3	3		
CHILE		11		
FALABELLA		9		
ENTEL		4		
TOTAL	100	100		

Se excluyó a CHILE, FALABELLA y ENTEL de la CAF. En el caso de la CAT, sale CHILE, reemplazada por BCI.

- 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	5	14
Forestal	27	14
Bancos	24	24
Commodities Mineros	14	18
Industrial	0	2
Retail	18	18
Consumo	12	6
Telecomunicaciones y TI	0	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 abr-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, eficiencias operacionales y protección de márgenes, creemos que el escenario para comienzos de año se mantiene positivo, donde esperamos un crecimiento en Ebitda en torno a 11% a/a durante el 1T2021 en el sector, producto de bajos niveles de actividad promocional ante una caída de los inventarios en los formatos *retail* en Chile, el impulso de los retiros de fondos y mejoras en eficiencias. Por su parte, seguimos viendo espacios de valorización en el segmento de centros comerciales, donde esperamos una recuperación de resultados a partir del segundo trimestre. Con todo, incorporamos Cencosud en lugar de Falabella, producto de una valorización atractiva junto a una mejora en las perspectivas de sus segmentos *retail* en Chile, a la vez que mantenemos la exposición en Cencoshopp, manteniendo al sector neutral respecto al *benchmark*.

Mantenemos subponderado el sector eléctrico. Con la flexibilización de las cuarentenas en la región, en los últimos meses se observa una recuperación en la generación eléctrica, destacando Perú, Brasil y Colombia. 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, lo que se debería mantener a pesar de las cuarentenas decretadas a lo largo del país. Los datos preliminares muestran un incremento aproximado de 5,4% a/a en la generación de abril, principalmente por la caída que mostró la generación luego del inicio de la pandemia en 2020. Sin embargo, el costo marginal promedio de abril sigue en niveles sobre los US\$70/MWh, lo que implica un incremento de más de un 60% con respecto a abr-20. 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. Es por esto que hemos disminuido nuestra ponderación en el papel en 5 p.p, acorde a la nueva ponderación en el índice después de cerrar la OPA, para dar espacio a valorizaciones más atractivas en el sector forestal.

Aumentamos nuestra exposición en el sector minero. Mantuvimos subponderado a SQM-B, a pesar de las alzas del litio. Los resultados de sus otras líneas de negocios continuarían afectados en el 2021, tras una menor demanda en el segmento de yodo y mayores *cash costs* a nivel consolidado. Los precios del hierro en el último mes continúan favorecidos por mayor demanda China por el metal, lo que impulsaría los resultados de CAP. Adicionalmente, actualizamos nuestro precio objetivo para la compañía (ver anexo 1), incorporándola a nuestra cartera.

Aumentamos la ponderación del sector forestal. Tras los aumentos en los precios de la celulosa en China y Europa, principalmente de la fibra larga y en las últimas semanas también de la fibra corta, vemos espacio adicional de crecimientos, lo que impulsaría los resultados de CMPC y Copec este año. Preferimos levemente a Copec por sobre CMPC debido al rezago de la fibra corta y a mejores cifras de exportación en los últimos datos de Aduanas.

Mantenemos nuestra preferencia por el sector consumo. Tras los buenos resultados del IT21 para Andina y los esperados 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 Andina. Por otro lado, según datos de Aduanas, las exportaciones se mostraron favorables en el último mes, lo que sumado a las alzas contenidas en el precio de la uva, le permitiría a Conchatoro acotar las disminuciones de márgenes esperadas para el 2021. Así, vemos espacio para crecimiento en sus valorizaciones, justificado por el buen desempeño del sector, con *upside* significativo.

Llevamos a cero nuestra ponderación en el sector telecomunicaciones. Si bien esperamos que los resultados de Entel del IT21 se mantengan estables con respecto al mismo período de 2020, vemos mayores oportunidades de valorización en el sector de *commodities* minero y por eso hemos decidido excluir al sector de las carteras para incluir a CAP.

Mantenemos exposición al sector bancario. El sistema ha mostrado positivas cifras en términos de 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 1,57% en términos de morosidad a marzo 2021 (2,05% a mar-20) y una cobertura de 1,70 veces (1,26x a marzo 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 marzo, junto con favorables perspectivas en márgenes y comisiones netas para la segunda mitad del año. Ante el mayor espacio de valorización en BCI, decidimos realizar un cambio por Banco de Chile. Por su parte, aumentamos levemente la exposición en Santander, producto de una atractiva calidad de cartera, una positiva evolución de los márgenes de interés y una mejora en las perspectivas de comisiones netas.

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 II, 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.

Anexo 1: Mejora en Expectativas de CAP tras Alza en Precio del Hierro

Tras las recientes alzas de los precios del hierro y del acero, y además de sumar a CAP a la CAF este mes, actualizamos nuestro precio objetivo para la acción a US\$16.000 (desde US\$12.000 publicado en marzo), con recomendación Sobreponderar. Nuestro escenario base para los precios del hierro consideran un *peak* en el 3T21, cuando el hierro de 62% alcanzaría US\$185/t, para luego cerrar el año en US\$110/t. Si bien estas proyecciones están por sobre las del mercado futuro del hierro, siguen las estimaciones de CBA y otros analistas del hierro, que si bien esperan caídas a fines del 2021, indican que los precios se mantendrían elevados en el corto plazo. Cabe mencionar que los premios por mayor ley favorecerían adicionalmente a la compañía en el presente año, transando estos por sobre su promedio histórico. Por otro lado, proyectamos un Ebitda positivo de US\$ 29,5 millones para el segmento de Acero, principalmente explicado por los elevados precios y a pesar de un mayor cash cost asociado al hierro.

Ello nos lleva a revisar nuestras estimaciones de Ebitda y utilidad para el 2021 y 2022, considerando precios efectivos para CAP de US\$165/t y US\$78/t para cada año. El Ebitda 2021 estimado es de US\$1.886 millones (47,4% sobre ingresos), con una utilidad de US\$772 millones. Para el 2022 esperamos una disminución significativa, aunque continuaría por sobre los márgenes de mediano y largo plazo, con US\$608 millones (25,1% de margen Ebitda) y US\$131 millones, respectivamente.

MM US\$	Ebitda			Utilidad		
	ANT	ACT	Var.	ANT	ACT	Var.
2021e	1334	1886	41,4%	506	772	52,6%
2022e	552	609	10,2%	112	131	17,3%
2023e	345	432	25,1%	41	78	89,5%

Fuente: Estudios Security

Anexo 2: Exposición de Empresas Chilenas a Mercado Peruano

En el marco de los recientes cambios en el ambiente político en Perú, sensibilizamos los precios objetivos vigentes de las empresas bajo cobertura, asumiendo un aumento de 100 pts. en el Embi de ese país (aplicado a nuestras tasas de descuento de cada modelo).

El sector con mayor presencia en Perú es *retail*, seguido de Telecom & TI, Eléctrico y Forestal. El resto de las industrias no presentan inversiones en dicho mercado, lo que se refleja como "n.a." (no aplica) en la Tabla. Lo anterior implica un porcentaje acotado de exposición del Ipsa a este país.

	P. Objetivo	Embi Perú +100 pb	
	Actual	P. Objetivo	Var. %
SECTOR COMMODITIES M.			
CAP	\$16,000		n.a
SQM-B	\$39,700		n.a
SECTOR FORESTAL			
CMPC	\$3,000	\$2,967	-1.1%
Copec	\$10,500	\$10,484	-0.1%
SECTOR TELECOM. Y TI			
Entel	\$6,390	\$5,928	-7.2%
Sonda	\$570	\$568	-0.4%
SECTOR CONSUMO			
Andina-B	\$2,700		n.a
CCU	\$7,300		n.a
Concha y Toro	\$1,450		n.a
Embonor-B	\$1,500		n.a
SECTOR BANCARIO			
Itaú Corpbanca	\$3.6		n.a
Bci	\$42,500		n.a
Banco de Chile	\$95		n.a
Santander	\$54		n.a

Fuente: Estudios Security

	P. Objetivo	Embi Perú +100 pb	
	Actual	P. Objetivo	Var. %
SECTOR RETAIL			
Cencosud	\$1,650	1,617	-2.0%
Cencoshopp	\$1,840	1,840.0	0.0%
Falabella	\$3,400	3,142	-7.6%
Mallplaza	\$1,760	1,760.0	0.0%
SMU	\$190	190	0.0%
Ripley	\$370	321	-13.4%
SECTOR ELÉCTRICO			
AES Gener	\$150		n.a
Colbún	\$155	\$153	-1.3%
Engie Chile	\$1,250		n.a
Enel Américas	\$145	\$141	-2.8%
Enel Chile	\$72		n.a
Enel Generación	\$360		n.a

Resumen Recomendaciones de Acciones Bajo Cobertura

	Precio	Fecha	Informe	Precio/Utilidad		EV/Ebitda	
	Objetivo (\$)	Actualización	Sectorial	2021e	2022e	2021e	2022e
AES Gener	150	feb-21	Eléctrico	3.6x	9.3x	5.5x	8.9x
Andina-B	2,700	feb-21	Consumo	11.9x	11.6x	6.8x	7.1x
Banco de Chile	95	feb-21	Bancario	13.7x	11.9x	-	-
Banco Santander	54	feb-21	Bancario	13.4x	11.5x	-	-
BCI	42,500	feb-21	Bancario	12.1x	8.9x	-	-
CAP	16,000	may-21	Minero	3.5x	21.3x	2.4x	7.8x
CCU	7,300	feb-21	Consumo	11.8x	14.1x	8.2x	8.7x
Cencoshopp	1,840	mar-21	Retail	6.6x	6.2x	13.2x	11.6x
Cencosud	1,650	mar-21	Retail	12.9x	15.5x	7.7x	8.0x
CMPC	2,800	abr-21	Forestal	14.8x	12.8x	6.3x	6.0x
Colbún	155	feb-21	Eléctrico	14.8x	13.8x	6.9x	7.1x
Concha y Toro	1,450	feb-21	Consumo	12.3x	12.6x	7.8x	8.0x
Copec	10,500	abr-21	Forestal	14.4x	11.7x	8.0x	7.4x
Embonor-B	1,500	feb-21	Consumo	17.2x	16.7x	7.1x	6.8x
Enel Américas	145	feb-21	Eléctrico	17.9x	17.6x	7.0x	6.9x
Enel Chile	72	feb-21	Eléctrico	9.7x	11.6x	5.3x	5.7x
Enel Generación	360	feb-21	Eléctrico	10.2x	7.3x	5.0x	5.1x
Engie Chile	1,250	feb-21	Eléctrico	8.3x	9.7x	4.3x	4.1x
Entel	6,390	mar-21	Telecom.&TI	11.8x	28.9x	4.1x	4.1x
Falabella	3,400	mar-21	Retail	31.2x	23.7x	10.6x	9.3x
Itaú Corpbanca	3.6	feb-21	Bancario	12.3x	8.0x	-	-
Mallplaza	1,760	mar-21	Retail	21.5x	17.6x	15.9x	13.7x
Ripley	370	mar-21	Retail	8.3x	7.0x	7.7x	6.7x
SMU	190	mar-21	Retail	37.8x	50.8x	5.1x	5.0x
Sonda	570	mar-21	Telecom.&TI	17.1x	13.8x	5.4x	5.1x
SQM-B	39,700	mar-21	Minero	43.2x	40.2x	22.7x	19.9x

Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security

Acciones Recomendadas: Fundamentos

ANDINA-B: Después de los buenos resultados del IT21, donde destacó el crecimiento de cada operación en volúmenes, mantenemos nuestra exposición en la embotelladora. El 2T21 tendría una base de comparación menor, lo que le permitiría crecer en Brasil y Chile. 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. Finalmente, la compañía realiza coberturas sobre sus principales materias primas, por lo que acotaría los efectos en márgenes tras las alzas de estas, aunque la depreciación del real podría presionar dicha operación.

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 continúan presionados. Luego de la sorpresa positiva en los resultados al primer trimestre, producto de un menor gasto en provisiones al esperado, creemos que la compañía se encuentra en una buena posición después de las provisiones adicionales registradas durante los últimos 12 meses (\$181.548 millones), a la vez que registra una morosidad de 1,21% (1,57% el sistema), bajo el 1,36% de un año atrás y con una cobertura de 1,75 veces (1,70x el sistema). Al mismo tiempo, esperamos un mejor escenario para los márgenes de interés y las comisiones netas hacia la segunda mitad del año. Con todo, creemos que presenta un atractivo espacio de valorización ante una mayor normalización de la economía.

BSANTANDER: Seguimos viendo señales positivas, luego de una recuperación importante durante los últimos meses en relación al costo por riesgo, llegando a 1,43% a marzo, frente a 1,72% en julio 2020 (aunque aún por sobre el 1,38% de marzo 2020). Por su parte, las cifras de morosidad continúan mostrando una evolución favorable, pasando desde 1,94% un año atrás hasta 1,25% en marzo, 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 2,29 veces (1,36 veces a marzo 2020). Destacamos también sus buenos niveles de eficiencia (41,9% frente a 50,2% el sistema) 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.

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 mantenciones en los inventarios en China en el último mes, 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* bajo que también iría disminuyendo, permitirían a la compañía mantener un importante crecimiento en resultados hacia el cierre de este año.

CENCOSUD: Destacamos los cambios operacionales que ha realizado la compañía, como el cierre del segmento de tiendas por departamento en Perú y Johnson en Chile y los cambios hacia formatos como *cash & carry* en Perú y Atacarejo en Brasil. En la misma línea, valoramos el desempeño registrado en el canal *online*, donde luego de las restricciones a la movilidad y la alianza con Cornershopp, la compañía registró una penetración *online* en el segmento de supermercados de 11,0% en el 4T20 (1,9% 4T19), alcanzando números más positivos que sus comparables y permitiéndole ganar participación de mercado. En este escenario, esperamos un crecimiento en Ebitda de 27% a/a durante el IT20, impulsado principalmente por los formatos *retail* en Chile y mejoras en eficiencia. Por último, tenemos una cuota de cautela por su alta exposición en Argentina (en torno a un 18% de los ingresos), lo que podría presionar las perspectivas de la compañía.

CENCOSHOPP: Si bien una eventual prolongación de las restricciones a la movilidad generan una cuota de cautela para el corto plazo, mantenemos nuestra exposición a la compañía producto de su *mix* de arrendatarios orientados a servicios esenciales (53,6% del GLA). Por su parte, esperamos una caída de -20% en Ebitda durante el IT2021, registrando un desempeño similar al 4T20, asociado a menores descuentos a arrendatarios, un GLA operativo en torno a 85% en promedio 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 último, valoramos la cobertura de la compañía sobre las cuentas por cobrar (61%) y la alta exposición a segmentos de altos ingresos (45,2% del GLA), 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 existen espacios de valorización.

CMPC: Tras las alzas de precios de la celulosa, tanto en China (+67% a/a para la fibra corta) como Europa (+38% a/a), sumado a la sorpresa en el 4T20 en resultados y a un buen 2021 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 resto del año para la compañía.

CONCHATORO: Tras los significativos aumentos de volúmenes y mejoras en márgenes del 2020, mantenemos nuestra ponderación en la viña. Si bien los resultados del 2021 tendrían un efecto negativo de la canasta de monedas, estimamos que los costos se mantendrían en niveles bajos. Tanto el mercado local como el de exportación continuarían viéndose favorecidos por la pandemia, donde nuevamente destacarían América del Sur y Europa Occidental. Con respecto a la vendimia 2021, esta sería récord para la compañía tanto en calidad como en volumen, asegurando un buen año en términos de costos.

COPEC: Tras las alzas de precios del último trimestre, sumado a buenos datos de demanda de la industria del papel en China, ya observamos en los datos de Aduanas una incorporación de estos aumentos en las exportaciones de los últimos 3 meses. Tanto en precios como en volúmenes, la compañía destaca por sobre CMPC, razón por la cual mantuvimos nuestra preferencia en la firma. Adicionalmente, el proyecto de Mina Justa le entrega *upside* adicional a estos niveles del cobre, sumado al efecto FIFO que impulsaría los resultados de Copec Combustibles en el primer semestre 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 y la ejecución de la fusión con EGPA, que incorporó más de 2.000 MW de capacidad instalada operativa y la posibilidad de desarrollar proyectos futuros. Los resultados del 1T21 seguirían mostrando los efectos de las medidas tomadas por los distintos gobiernos para enfrentar la pandemia, con una recuperación en los segmentos de distribución y generación, en Colombia y Perú, pero con caídas en los resultados de Brasil y Argentina. Esperamos una recuperación paulatina durante 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.

RIPLEY: Valoramos la evolución del segmento inmobiliario que está mostrando la compañía en Perú, donde esperamos mayores economías de escala luego de la ampliación del Mall Aventura Santa Anita, la apertura del centro comercial de Chiclayo y las próximas aperturas de Iquitos y San Juan de Lurigancho, a la vez que el segmento está mostrando importantes señales de recuperación en el país. Por otro lado, estimamos un alza de 6% a/a en Ebitda para el 1T2021, a pesar de una *mix* de ventas más desfavorable en Chile y como consecuencia de una baja actividad promocional y un mejor desempeño en el retail financiero, escenario que a partir del segundo trimestre se encuentra acompañado de una débil base de comparación. Con todo, y a pesar de que vemos riesgos en términos de protección de márgenes, en la recuperación de colocaciones en el *retail* financiero y un aumento de la incertidumbre en Perú (en torno a 34% de los ingresos de la compañía), consideramos que la compañía presenta un atractivo espacio de valorización.

SQM-B: Los precios del litio en China moderaron sus alzas en el último mes, quedando planos en relación a marzo. Por el lado de los resultados, y de acuerdo a datos de Aduanas hasta marzo, aún no se han hecho patentes las alzas de los precios en las exportaciones. Si bien estimamos mejores precios que los reportados en el 4T20 (estando en mínimos), la compañía se estaría demorando en hacer tangibles en sus despachos los aumentos de precios, a pesar de no tener grandes contratos a largo plazo con sus clientes. Sumado a esto, el riesgo de un nuevo royalty específico al cobre y al litio en Chile –por hasta un 13% del valor del mineral extraído– genera riesgos adicionales a la baja para la acción, por lo que mantuvimos la subponderación.

*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

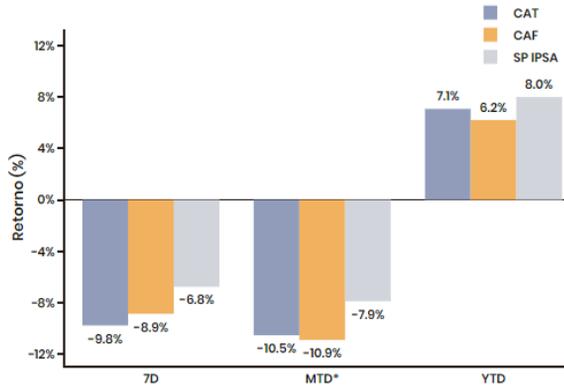
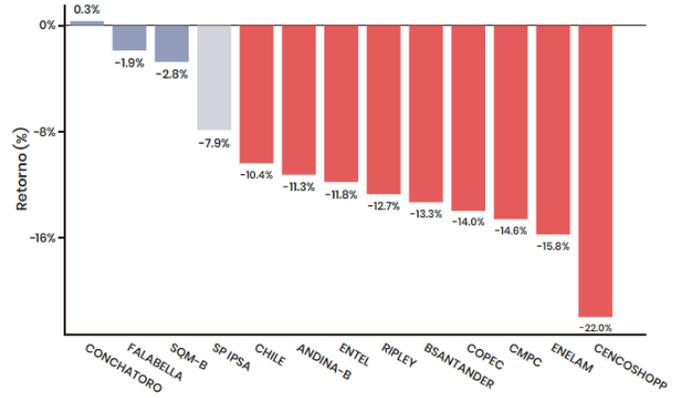


GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ACCIONES RECOMENDADAS VS SP IPSA*



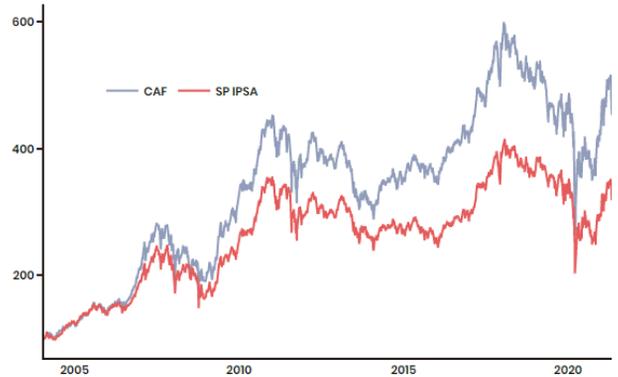
*Rendimientos de las CAT (6), CAF (12), acciones recomendadas y del SP IPSA calculados entre el 1 y el 30 de abril de 2021.

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

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente Estrategia Global
jorge.cariola@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.