



Miércoles, 28 de diciembre de 2022 | 15:35

Las recomendaciones de la mejor gestora de fondos mutuos de acciones chilenas para 2023

Nicolás Donoso, portafolio manager de Compass Group, firma que obtuvo el primer lugar entre las mejores administradoras de la industria analizadas por El Mercurio Inversiones, prevé "mucho apetito de los extranjeros por activos en Chile".



A⁻ A⁺ Enviar

Equipo El Mercurio Inversiones

Estar posicionados en las acciones de SQM y Oro Blanco no fue el único factor que ayudó a Compass Group a liderar el **ránking anual de mejores gestores de fondos mutuos de acciones chilenas de El Mercurio Inversiones**. Nicolás Donoso, portafolio manager de renta variable de la administradora, detalla una segunda parte de la fórmula que llevó a la firma a encabezar tres de los cuatro índices de desempeño evaluados, obteniendo el puntaje máximo (100) en rentabilidad, consistencia y sharpe. Por un lado, el *timing*: "nos benefició haber entrado a mitad de año en *Real Estate*, principalmente en los malls a través de Cencoshop, donde veíamos, a pesar de un ciclo al alza en las tasas, niveles de *cap rate* muy atractivos", señala en alusión a un indicador de valorización altamente ligado a las tasas de referencia del emisor. También "tuvimos exposición en SAAM, éramos de los pocos, y post anuncio de que la compañía vendía los activos de puertos y logística (a Hapag-Lloyd), la acción tuvo un salto muy relevante", recuerda. Una clave adicional, señala, "fue haber estado un poco más fuera de lo que es *retail*, principalmente Falabella".

Su perspectiva sobre fusiones y adquisiciones no varía con el cambio de calendario que se avecina. "Uno de los grandes catalizadores de 2022 fueron las M&A, y para 2023 se sigue viendo mucho apetito de los extranjeros por activos en Chile", señala, apuntando a algunos nombres que podrían ser objeto de compra el año que viene.

En conversación con **El Mercurio Inversiones**, el líder en la gestión de acciones chilenas de la industria de fondos mutuos del último año entrega un mensaje esperanzador para la inversión en la categoría el próximo ejercicio. Asegura que estamos en presencia de “racionalidad en los cambios constitucionales” y confirma un diagnóstico ampliamente expresado por el mercado local: “niveles de valorizaciones muy atractivos versus la historia”. Donoso, de todos modos, cree que la selectividad será, una vez más, determinante. Y tiene claro donde no estar: “en el *retail*”, afirma.

¿Cuáles fueron las claves de su buen desempeño en 2022?

Por un lado, tuvimos exposición en SAAM, éramos de los pocos, y post anuncio de que la compañía vendía los activos de puertos y logística (a Hapag-Lloyd) la acción tuvo un salto muy relevante. Al principio, veíamos las valorizaciones en SAAM muy descontadas y finalmente fue un activo que nos terminó entregando buenos niveles de rentabilidad.

En nuestra exposición en el sector eléctrico, en tanto, tuvimos un *timing* bastante correcto. Comenzamos el año un poco más fuera y, posteriormente, los M&A que se estaban dando en la industria y las mejoras en situaciones hidrológicas nos llevaron a tomar una mayor exposición en el sector, particularmente en Enel Chile.

También nos benefició haber entrado a mitad de año en *Real Estate*, principalmente en los malls a través de Cencoshop, donde veíamos, a pesar de un ciclo al alza en las tasas, niveles de *cap rate* muy atractivos. Por otro lado, haber estado un poco más fuera de lo que es *retail*, principalmente Falabella, nos dio bastante valor.

Otro buen aportante al retorno fue Oro Blanco, que se vio arrastrado por el muy buen *performance* de SQM. Esto, sumado a que finalmente tuvimos su entrada al IPSA, por lo que empezó a aumentar la liquidez y también las valorizaciones en el relativo versus lo que vimos en SQM.

¿Cómo se ve este mismo portafolio de cara a 2023?

Seguimos viendo la Bolsa, en términos generales, en niveles de valorizaciones muy atractivos versus la historia, como en los indicadores de precio/utilidad.

En ciertos indicadores, como los *Dividend Yield* de la Bolsa sobre los que proyectamos nuestros números 2023, 2024, vemos resultados ya normalizados en ciertos *commodities*. Pero la bolsa, en este sentido, sigue estando sobre el 9%, lo que continúa reflejando un índice muy atractivo frente a la historia.

Uno de los grandes catalizadores que vimos el 2022 fueron las M&A y para 2023 se sigue viendo mucho apetito de los extranjeros por activos en Chile, lo que es una noticia muy positiva. Los hemos visto todavía pagando múltiplos muy altos o muy interesantes por los activos chilenos, lo que muestra que siguen teniendo un valor relevante a nivel global, en industrias como la eléctrica, alimentos, agrícola. Y todavía esas valoraciones que estamos viendo en M&A no se están viendo reflejadas en la bolsa, por lo que seguimos viendo oportunidades.

Obviamente vemos un 2023 que, en Chile, en término de *momentum* de utilidades para la bolsa, será un año más difícil que 2022, porque vamos a tener una desaceleración de la economía. Ciertos *commodities* que en el último año estuvieron en un nivel de precios muy altos, uno proyecta a 2023 que van a estar cayendo. De todos modos, no proyectamos algo muy desastroso, porque igual seguimos viendo indicadores positivos en la celulosa y el litio. En este contexto, las utilidades del sector se debieran mantener relativamente razonables el 2023.

Entonces, ¿mantienen sus posiciones en SQM y Oro Blanco?

Seguimos teniendo una posición importante en SQM y en Oro Blanco, ya que proyectamos que el 2023 va a seguir siendo un buen año para el litio. Obviamente no en los niveles que vimos en los últimos meses, pero sí pensamos que el próximo año veremos precios estructuralmente más altos de lo que uno podría pensar a largo plazo. Además, las noticias de la demanda podrían sorprender positivamente respecto a lo que hoy se proyecta en el mercado.

¿Cuáles son, ahora, sus sectores favoritos?

Vemos para 2023 la categoría *small cap* con mucho descuento. Cuando uno mira ciertas indicaciones de valorización del IPSA y aterriza esto a las compañías más pequeñas, el descuento es aún mayor. Y el *momentum* de utilidades en las *small cap* debiera ser más defensivo que en las *large cap* dada la composición de sectores que hoy vemos en las de baja capitalización. Además, cuando pensamos en M&A, que ha sido uno de los grandes catalizadores del 2022, en esta categoría vemos muchos sectores con alto interés de extranjeros de entrar a Chile: el sector salmonero, que está muy atractivo, y las embotelladoras, con Andina y Embonor en valorizaciones muy interesantes.

Por otro lado, a pesar que hemos visto un *rally* importante en el sector eléctrico en la segunda parte del año, seguimos viendo valor y seguimos muy positivos en Enel Chile, ya que creemos que las valorizaciones claramente no reflejan el valor o el potencial que hoy hay en los activos.

En 2022, por otro lado, entramos fuerte en algún minuto en el tema de los malls. Y en 2023, en un escenario donde la tasa del Banco Central ya estaría en el *peak*, debiéramos tener un buen *momentum* para ellos.

¿Qué diferencia a las *small cap*? Acá también se cuentan títulos como La Polar, por ejemplo...

Sus valorizaciones se ven muy atractivas versus la historia, cuando se compara en términos de precio/utilidad y con el IPSA. Se ven descuentos mayores a los que se ven en los registros anteriores.

Segundo, en términos de utilidades 2023, va a ser un sector más defensivo. Gran parte de esto se explicará por las salmoneras, ya que esperamos que la oferta a nivel mundial crezca entre 0-1%, mientras la oferta chilena lo haría en torno al 2%. Cuando en la industria tenemos estos años de oferta contenida y una demanda que estructuralmente tiene rendimientos sólidos -y que en tiempos de recesión igual crece-, tiene sentido esperar buenos niveles de precios en 2023.

También vemos muchas oportunidades por el interés de los extranjeros en los activos, y claramente hoy las valorizaciones no reflejan el precio que están pagando los extranjeros por estos. En salmónes, la verdad es que nosotros seguimos viendo un sector muy atractivo y como uno de los ganadores para el 2023.

Otra que está muy positiva es Embonor, donde vemos valorizaciones muy atractivas para una compañía entregando *dividend yields* de dobles dígitos, en un escenario inflacionario en el que, en general, el negocio embotellador se tiende a defender bastante bien en los números.

Donde estamos más cautos es en el *retail*, sobre todo al ver los balances de algunas compañías. Vamos a pasar por un ciclo en el que los números se van a ver mal, lo que se explica por dos razones: un consumo más deteriorado en el sector para el 2023, especialmente en los inicios del año, a lo que se suma un nivel de inventario muy alto que va a presionar los resultados de estas compañías.

¿Qué papeles se ven con mayor posibilidad de M&A?

En 2022, a pesar de que obviamente existía cierta incertidumbre por el proceso constituyente, se vieron señales súper positivas para la bolsa. Vimos una actividad de M&A muy fuerte. Mucha actividad en la parte eléctrica, muchos fondos y extranjeros entrando en proyectos renovables. Vimos actividad en los activos de transmisión y en el sector agrícola, que es una tendencia a nivel mundial. Por el lado de las salmoneras, tuvimos la entrada de Cargill a la propiedad de Multifoods. Creemos que para 2023 ese interés sigue ahí.

El sector de la salmonicultura hoy tiene un abanico de compradores mucho mayor, donde vemos otros actores de otros tipos de proteínas, como de la industria de la carne, buscando la parte de los salmones. Ya no solo serían las compañías noruegas.

Lo que pasó con Hortifrut, claramente muestra que continuarán los movimientos en la industria agrícola. La industria eléctrica también es un sector muy atractivo para extranjeros, y con las ventajas competitivas que tiene Chile en la parte eólica y la solar, vemos que en general debería ser muy activa en términos de M&A.

Donde también hay posibilidades en el mediano plazo es en una actividad de consolidación en las embotelladoras. Hoy, tanto Andina como Embonor se muestran muy atractivas, con mucho descuento versus las compañías similares de Latinoamérica. Y cuando uno mira los niveles de rentabilidad, las chilenas no tienen nada que envidiarles a las compañías mexicanas, pero están transando con niveles de descuento de 35-40%, lo que es poco justificado.

"VAPORES ES UNA APUESTA POR EL DIVIDENDO"

¿Cómo ve a Vapores en 2023?

Sigue siendo la apuesta del dividendo que finalmente te paguen. Al final, los resultados vistos en 2022 fueron extraordinarios para la historia de la industria, dondè, tras muchos años con resultados muy negativos, la pandemia conjugó todo para que estos fueran extraordinariamente altos. Obviamente esto generó que las compañías, dada las palancas operacionales de las navieras y especialmente Hapag, viera resultados históricos con generaciones de caja muy importantes. Eso generó que la sensación en Vapores fuera muy positiva, lo que se pudo ver en el *rally*.

Para 2023 estamos un poco más cautos, porque, finalmente, lo que estamos viendo es que tenemos una demanda que va a estar un poco más difícil, dado que ciertos mercados importantes podrían entrar en recesión. Esto, sumado a que los niveles de oferta en la industria van a estar creciendo, de acuerdo a nuestras estimaciones, en la segunda parte del año. Y eso hace que el mediano plazo de la industria se vea difícil a pesar de que cuando vemos estos niveles de precio creemos que el dividendo que debiera entregar la compañía por resultados 2022 va a ser muy atractivo.

¿Tienen algún precio objetivo para el IPSA en 2023?

No. Pero, por el lado del IGPA, vemos un *upside* de más de 40% a futuro.

¿Dónde no estar en 2023?

Será un año más difícil, ya que vamos a estar enfrentados a una desaceleración de la economía y con otras que también estarán con mayores dificultades a nivel macro. Hay que tener un poco más de cuidado con sectores con altos niveles de apalancamiento, donde veamos ciertos vencimientos de deudas en que las compañías tendrán que salir a refinanciar. En estos periodos de ciclos más difíciles es dónde uno tiene que ser más cuidadoso.

Pensando en 2023, vemos un *retail* que, en general, se ve bastante apretado, con algunas compañías con niveles de apalancamiento más altos que los valores históricos. El próximo año en el sector se conjugan dos cosas importantes: primero, el *momentum* de corto/mediano plazo, uno que va a estar más difícil y en que los balances se van a ver más apretados; segundo, una industria que al largo plazo está envuelta en una necesidad de invertir montos muy relevantes en términos de Capex y Opex, ya que está en medio de una transformación digital muy importante. Creo que, entrando en 2023, uno de los sectores en el que sería más cauto es el *retail*.

En este sentido, ¿cómo ve a Cencosud? Fue el favorito de varias corredoras en 2022, pero no ha logrado despegar...

Podríamos ver correcciones a la baja en las utilidades a medida de que vayamos entrando a 2023, lo que creo que aplica para el sector en su totalidad. Cencosud viene de un muy buen *momentum* con los supermercados en la segunda parte de 2020 y todo 2021, que llevaron a la compañía a una escala en términos de resultados diferentes a lo que veíamos pre pandemia.

Cencosud está con balances más sanos, con una estructura de capital que claramente mejoró con la pandemia. Pero estar entrando hoy en un mercado nuevo, con la adquisición en EE.UU., va a significar un desafío para la compañía. En ese escenario, creo que, pensando en un Cencosud de corto plazo y a pesar de que la compañía ha mostrado una postura mucho más defensiva que la industria en general, todavía hay que esperar para ver cómo va a actuar con estas nuevas adquisiciones.

En resumen, estamos cautos por el lado de resultados, porque creo que, aunque la parte de supermercados lo va a defender más que otros *retail* discrecionales, los resultados en general sí van a estar cayendo en 2023, esperando un poco cómo va a ser el *delivery* de la compañía en estas nuevas adquisiciones, que en realidad son un desafío muy relevante para la administración.

¿Cómo ve a las forestales?

Tenemos ciertos sectores donde, a pesar de que vemos un 2023 con un *momentum* más difícil en utilidades -como lo puede ser el sector forestal-, vemos valorizaciones muy descontadas. Cuando uno analiza sectores de la bolsa que tengan un descuento importante versus sus pares de Latinoamérica, en el sector forestal también saltan las alertas. Revisando bien sus características, no hay ninguna indicación de por qué deberíamos ver a un Copec transando con tanto descuento.

Uno de los argumentos que explicarían esto es el factor ESG y/o el impacto de estas firmas en materia de biodiversidad. Podría haber un castigo por ese lado...

Sí, yo diría que efectivamente es un tema que hoy es muy importante cuando uno analiza inversiones, cuando uno mira todas las clases de activos y los sectores. Las compañías chilenas forestales, como CMPC y Copec, sin embargo, no tienen nada que envidiar en términos de indicadores ESG, según nuestros propios cuestionarios y análisis de ESG.

¿Y no ven un riesgo por el factor biodiversidad? Wall Street, por ejemplo, luce **mucho más alerta sobre este tema...**

Lo que pasa es que son indicadores que son difíciles de medir, pero cuando nosotros hacemos la medición de las compañías en el sector forestal, que tiene ciertas injerencias en temas ambientales distintas a otras industrias, no vemos un castigo versus las compañías relativas en América Latina.

NUEVA CONSTITUCIÓN: "PODEMOS TENER CAMBIOS EN CIERTAS INDUSTRIAS, PERO NO VEMOS NADA TRANSFORMACIONAL"

Para las acciones locales describe descuentos fuertes. ¿Hay temor en los inversionistas locales? ¿Cuál es la explicación?

Los mercados hablan por sí solos. Cuando se mira la bolsa en los meses anteriores al plebiscito, claramente ésta empezó a anticipar que el rechazo iba a ser la opción ganadora, la más atractiva para el mercado. Por eso, cuando uno mira julio y agosto, tuvo un muy buen *performance*. Y en el *Year to Date* obviamente se refleja bastante que el *momentum* de la bolsa por esto que hemos comentado -M&A, un escenario político que se ha moderado-, lo que ha generado que el relativo de Chile versus otras bolsas a nivel mundial haya seguido siendo muy bueno.

Lo que pasa es que cuando uno mira las series más largas, de los últimos 3-4 años, el rezago que veíamos en términos de valorización y de retornos de la bolsa versus lo que se veía afuera, era muy relevante. Ahora en Latinoamérica hay noticias, como el que ya haya sido electo Lula en Brasil, lo que hace que tengamos menos ruido por el lado político en el corto y mediano plazo.

Estamos en medio de un acuerdo constitucional que es bastante más acotado frente a lo previsto hace un tiempo, con bordes. Aún así, en el mercado foráneo varios insisten en que Chile se encamina a algo parecido a un Estado de bienestar. ¿Qué espera en términos de cambios estructurales para el mercado chileno?

Yo creo que la buena noticia está en que ganó el rechazo en septiembre, y se generó la sensación de que Chile no quería los extremos en los cambios constitucionales. Cuando uno está estructurado, cuando uno ve cómo está conjugado el nuevo acuerdo constitucional, con expertos, etcétera, uno debería asumir que estamos parados en un escenario de racionalidad en los cambios constitucionales, mucho menos extremos que lo que uno proyectaba hace un par de años. Podemos tener cambios en ciertas industrias, pero no vemos nada transformacional. La señal que se dio finalmente con el rechazo es que debíamos movernos hacia algo mucho más razonable. Entonces, a pesar de que con el proceso constituyente podemos ver ciertos cambios, la noticia es mucho más positiva a lo que pensábamos hace uno o dos años.

Realizada por Patricio Torrealba y Cristóbal Muñoz.