

### Marzo 2010

02 de Marzo de 2010

Estudios EuroAmerica  
estudios@euroamerica.cl

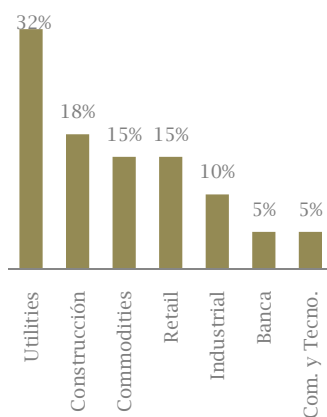
Entran
Besalco
Cencosud
Salfacorp

Salen
Chile
La Polar
Socovesa

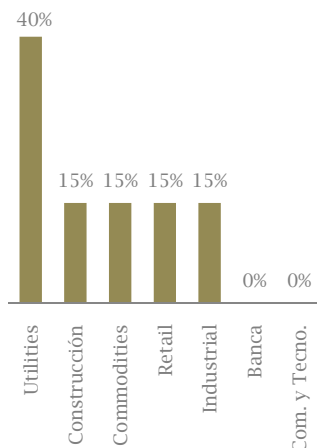
Nuestras carteras recomendadas buscan seleccionar un grupo relativamente pequeño de acciones que, a nuestro juicio, ofrecen un potencial de retorno superior al mercado dentro de un horizonte de 6 a 12 meses, con un nivel de riesgo similar al IPSA.

#### Carteras Recomendadas

##### Cartera 12 acciones



##### Cartera 6 acciones



#### Criterios de selección

La selección de acciones se realiza tomando en consideración criterios de valor, momentum de precios, momentum de utilidades, riesgo y liquidez. El objetivo es lograr un retorno superior al IPSA a un riesgo equivalente. Los criterios de valor premian aquellas acciones que ofrecen mayor potencial de retorno esperado calculado a partir de los flujos de caja descontados de la acción, con mayor potencial de apreciación de acuerdo al consenso de mercado o que se transan con un descuento respecto de sus comparables o su historia. Los criterios de momentum de precios premian aquellas acciones que han obtenido un desempeño superior al mercado en el período reciente (3 a 6 meses). Los criterios de momentum de utilidades premian aquellas acciones cuyos resultados tendrán un mejor desempeño a un año plazo respecto de sus pares. Los criterios de riesgo castigan aquellas acciones que presentan mayor variabilidad con el mercado, volatilidad o menor liquidez. Las ponderaciones sugeridas buscan mantener el nivel de riesgo de la cartera similar al IPSA.

#### Carteras recomendadas

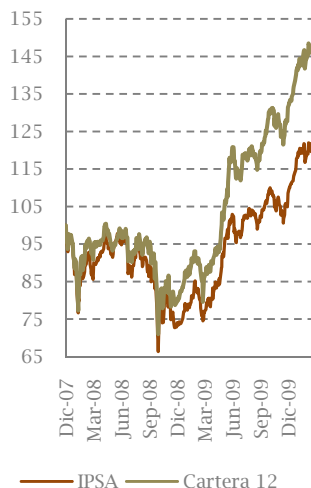
Cartera 12 acciones	
Colbún	12%
Enersis	12%
Besalco	10%
Copec	10%
Falabella	10%
Lan	10%
Endesa	8%
Salfacorp	8%
BCI	5%
Cap	5%
Cencosud	5%
Entel	5%

Cartera 6 acciones	
Colbún	20%
Enersis	20%
Besalco	15%
Copec	15%
Falabella	15%
Lan	15%

### Rentabilidad

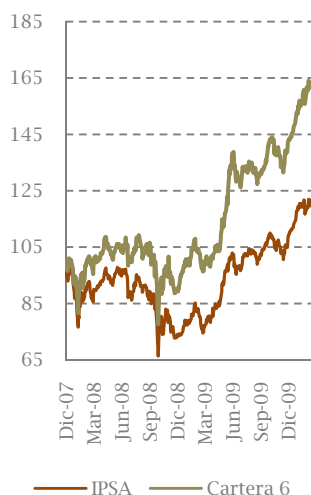
#### IPSA vs Cartera 12 acciones

Base 100



#### IPSA vs Cartera 6 acciones

Base 100



### Desempeño reciente

Desde el inicio de nuestras carteras\*, el IPSA ha registrado un aumento de 20,9%, mientras que la cartera de 12 acciones ha registrado una ganancia de 47,3%, un mayor rendimiento que el benchmark, al igual que la cartera de 6 acciones, que ha registrado un avance de 62,7%. Las principales alzas del mes que aportaron a nuestras carteras fueron La Polar, Chile y Lan con rentabilidades de 10,1%, 8,9% y 5,5%, respectivamente. En tanto, aquellas acciones más rezagadas en relación al IPSA fueron Enersis, BCI y Endesa, que retrocedieron -5,7%, -3,2% y -3,1%, cada una.

#### Desempeño

	IPSA	Cartera 12	Cartera 6
Rentabilidad acumulada*	20,9%	47,3%	62,7%
Rentabilidad Últimos 12 meses	55,0%	68,5%	63,4%
Rentabilidad 2010	6,9%	7,6%	10,2%
Rentabilidad Febrero	0,5%	1,8%	2,3%
Beta	1,00	0,94	0,97
Tracking error	-	4,4%	5,6%
Volatilidad	-	15,7%	16,6%

\*Inicio carteras 11 Diciembre 2007.

### Cambios en carteras

**En el caso de la cartera de 12 acciones** ingresan Besalco (10%), Cencosud (5%) y Salfacorp (8%). Por otro lado, salen Chile, La Polar y Socovesa. **En tanto a la cartera de 6 acciones** ingresan Besalco (15%) y Enersis (20%). A su vez, salen Chile y Entel.

Dada la alta volatilidad experimentada recientemente por los mercados, la racionalidad en la recomposición de nuestras carteras se puede resumir en:

(1) Incrementar el sesgo defensivo, incluyendo empresas de calidad, de flujos y resultados predecibles, sólidos balances (Copec, Endesa y Entel), con interesantes perspectivas de crecimiento (Colbún, Falabella y Lan) y que además se puedan favorecer de la recuperación de la actividad y el resurgimiento de la inflación (BCI y Enersis).

(2) Aumentar la exposición construcción en nuestras carteras por el mayor esfuerzo de inversión que se requerirá tras el terremoto que ha azotado a nuestro país (Besalco y Salfacorp); y reducir la exposición al retail, por las consecuencias negativas de este desastre sobre el consumo privado (Cencosud). En el caso particular de Cap, el negocio de acero está enfocado prácticamente en un 100% al mercado doméstico, mientras que en el negocio minero -enfocado en torno a un 87% al mercado externo- vemos que el riesgo a la baja está limitado, dada la estrechez de oferta y bajos inventarios de mineral de hierro, y el fuerte desempeño de la demanda China que se espera para 2010.

### Números clave

#### BCI

Últimos 3 meses	16,6%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	10,1x
Upside Consenso	9,9%
Ebitda 10 /09 E	-

#### BESALCO

Últimos 3 meses	25,4%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	-
Upside Consenso	-
Ebitda 10 /09 E	-

#### CAP

Últimos 3 meses	14,9%
EV/EBITDA 10E	17,5x
P/U 10E	22,8x
Upside Consenso	8,3%
Ebitda 10 /09 E	250,9%

### Potencial y riesgos

#### Banco de Crédito e Inversiones:

- ✓ Panorama favorable para el negocio bancario, impulsado por variables como el mayor dinamismo de la economía y el repunte de la inflación, con el consecuente impacto positivo que esto debería representar sobre la rentabilidad del banco.
- ✓ La base de comparación generada por el gasto en provisiones del año 2009 debería operar favorablemente en el crecimiento esperado del banco.
- ✓ Valoración atractiva en términos de múltiplos Precio/Utilidad y Precio/Valor Libro.
- ✓ Fuerte avance de las utilidades del mes de enero de 2010 respecto del año previo (127,5%).
- \* Perspectivas de incremento en el riesgo de crédito del portafolio de préstamos vigentes en las zonas geográficas afectadas por el terremoto.
- \* Fuerte avance reciente en el precio de la acción sugiere algún límite en el potencial de crecimiento de mediano plazo.

#### Besalco:

- ✓ Sólido track record de resultados, mostrando utilidades positivas en cada uno de los años desde su apertura en bolsa (1995), alcanzando una rentabilidad sobre el patrimonio que promedia 17,4%.
- ✓ Diversificación geográfica (Chile y Perú) y de áreas de negocio (Construcción de Infraestructura y Obras Civiles, Servicio de Maquinarias, Desarrollo Inmobiliario y Montaje, entre las más importantes)
- ✓ Sólida posición financiera, donde aproximadamente un 85% de la deuda financiera de la compañía se encuentra asociada a las inversiones necesarias para el desarrollo de proyectos de mediano y largo plazo.
- ✓ Repunte del crecimiento y la inversión, junto a la mantención de tasas de interés bajas auspician un escenario más favorable para el sector construcción.
- \* Acción con baja liquidez en relación a su capitalización de mercado y a sus comparables.
- \* Retraso o suspensión de proyectos de infraestructura pública o privada.
- \* Alzas en costos de construcción (materias primas y servicios de ingeniería) e incrementos en competencia podría poner presión sobre los márgenes de la compañía.

#### Cap:

- ✓ Importante mejora en los resultados de la compañía, gracias a significativo retroceso de los costos. Los ingresos llegaron a MMUS\$ 404 durante el 4T09, que representa un avance de 10,8% anual. Esto se ve apoyado por mejores precios y mayores envíos de mineral de hierro al extranjero; despachos de acero más dinámicos, aunque compensado parcialmente por el retroceso en los precios.
- ✓ Se anticipa crecimiento de 7,7% para la inversión en construcción en Chile durante 2010 (CChC), lo cual da soporte a la demanda por acero.
- ✓ Exposición al mercado local a través del negocio de acero limita la volatilidad del precio de la acción ante nuevas medidas para retirar los estímulos monetarios en China.
- ✓ Reestructuración de la división minera de Cap, debido al ingreso de Mitsubishi a la propiedad de Compañía Minera del Pacífico, implicaría el ingreso de recursos frescos que podrían ser utilizados en reactivar importantes proyectos de inversión para incrementar la capacidad de producción de mineral de hierro.
- \* Importante *downside risk*, producto de niveles de valoración históricamente altos.
- \* Bloqueo de la reestructuración de la división minera, impulsado por accionistas minoritarios.
- \* Ajuste abrupto de la demanda China, ante mayores restricciones al crédito.

### Números clave

#### COLBÚN

Últimos 3 meses	15,7%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	-
Upside Consenso	12,6%
Ebitda 10 /09 E	14,5%

#### COPEC

Últimos 3 meses	10,7%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	23,5x
Upside Consenso	3,6%
Ebitda 10 /09 E	52,2%

#### ENDESA

Últimos 3 meses	7,5%
EV/EBITDA 10E	8,4x
P/U 10E	19,9x
Upside Consenso	25,4%
Ebitda 10 /09 E	-10,4%

#### ENERSIS

Últimos 3 meses	17,1%
EV/EBITDA 10E	7,7x
P/U 10E	9,1x
Upside Consenso	19,6%
Ebitda 10 /09 E	-2,4%

#### Colbún:

- ✓ Positivas perspectivas de resultados para el 4T09, que se explica fundamentalmente por la fuerte generación hidro, el menor aporte de las unidades térmicas y la reducción de costos por menores precios de combustibles. A su vez, las compras en el mercado spot se redujeron de manera relevante y se realizaron a menores precios que en 2008.
- ✓ La compañía cuenta con holguras financieras para enfrentar requerimientos operativos y de su plan de inversión, tras reciente colocación privada de US\$ 500 millones.
- ✓ La mayor disponibilidad de gas natural para generación, dada la operación de la planta de GNL Quintero, podría ser aprovechada por Colbún.
- \* Su cartera de proyectos depende en gran medida de la aprobación ambiental del proyecto HidroAysén, cuyo Estudio de Impacto Ambiental ha sufrido diversos retrasos.
- \* Materialización de una hidrología seca en Chile pondría presión sobre los resultados de la compañía.

#### Copec:

- ✓ Esperamos una importante recuperación en los resultados del 4T09, dado los mayores precios de la celulosa y la consolidación de Tafisa en el negocio de paneles. En el negocio de combustibles esperamos un leve retroceso, explicado por menores volúmenes y compensado parcialmente por mayores precios en comparación a trimestre previo.
- ✓ Precios de la celulosa han continuado racha alcista.
- ✓ Inversiones recientes en Uruguay y Brasil tienen el potencial de agregar valor para la compañía en el largo plazo.
- ✓ Oportunidades de crecimiento orgánico en el negocio de paneles en Brasil, ingreso a nuevas áreas de negocio (generación eléctrica) o países (Colombia).
- \* Recuperación rápida de inventarios de celulosa impedirían nuevos avance en el precio de este *commodity*.
- \* Mayor competencia en el negocio de combustibles.

#### Empresa Nacional de Electricidad:

- ✓ Buenos resultados operativos en el 4T09, a pesar de la fuerte base de comparación.
- ✓ Mix de tecnologías de generación de la compañía permite limitar riesgos operativos.
- ✓ Un atractivo y diversificado portafolio de inversiones, financiado principalmente con recursos propios.
- ✓ Positivas perspectivas de crecimiento en los mercados en que opera, impulsaría ventas físicas de energía.
- \* Su cartera de proyectos depende en gran medida de la aprobación ambiental del proyecto HidroAysén, cuyo Estudio de Impacto Ambiental ha sufrido diversos retrasos.
- \* Materialización de una hidrología seca en Chile pondría presión sobre los resultados de la compañía.

#### Enersis:

- ✓ Buenos resultados operativos en el 4T09, a pesar de fuerte base de comparación.
- ✓ Importante contribución a los ingresos del negocio de distribución, entrega estabilidad a los flujos de la compañía.
- ✓ Presiones inflacionarias crecientes podrían llevar a alzas en las tarifas en el negocio de distribución, debido a cláusulas de indexación.
- ✓ Positivas perspectivas de crecimiento en los mercados en que opera, impulsaría ventas físicas de energía.
- \* Impulso vigoroso a medidas de eficiencia en el consumo de energía, limitaría el potencial de crecimiento en los ingresos.
- \* Exposición a los riesgos hidrológicos a través del negocio de generación.

### Números clave

#### ENTEL

Últimos 3 meses	8,9%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	11,4x
Upside Consenso	16,6%
Ebitda 10 /09 E	5,5%

#### FALABELLA

Últimos 3 meses	17,7%
EV/EBITDA 10E	16,6x
P/U 10E	32,3x
Upside Consenso	5,5%
Ebitda 10 /09 E	38,7%

#### LAN

Últimos 3 meses	14,9%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	17,7%
Upside Consenso	13,7%
Ebitda 10 /09 E	23,5%

### Empresa Nacional de Telecomunicaciones:

- ✓ Avance de 22% en las utilidades del cuarto trimestre de 2009.
- ✓ La empresa mantiene su capacidad de mostrar buenos resultados operacionales, con un margen Ebitda alrededor de 40%, incluso en el escenario más restrictivo por el que acaba de pasar la economía.
- ✓ Retorno por dividendos en torno al 6%.
- ✓ La base de comparación generada por el efecto de la disminución en los cargos de acceso en 2009, es un factor que ayudaría a impulsar la tasa de crecimiento en los resultados operacionales de los próximos trimestres.
- \* Desempeño de la acción relativamente plano.
- \* Recientes sucesos ocurridos en las zonas centro y sur del país afectarían negativamente el desempeño de la compañía, aunque esto sería un efecto transitorio, focalizado en las zonas afectadas y a nivel de: (i) inversiones en equipos que puedan haber sido afectados, (ii) incobrables y (iii) reposición del suministro de energía eléctrica.

### S.A.C.I. Falabella:

- ✓ Repunte de 28,4% en el ebitda del cuarto trimestre, por sobre las expectativas de consenso.
- ✓ Plan de inversiones por US\$1.744 millones a ser ejecutado entre 2010 y 2012, tiene el potencial de generar valor.
- ✓ Portafolio de inversiones diversificado entre economías de la región que presentan buenas perspectivas, aspecto que debería reflejarse en mejores niveles de consumo.
- \* Múltiplos de valoración por sobre promedios históricos.
- \* Elevada competencia en el sector.
- \* Repunte de la inflación durante 2010.

### Lan Airlines:

- ✓ Reportó importante mejora en sus resultados del 4T09, desempeño que se explica por la recuperación de las cifras de tráfico de pasajeros y de carga, bajas en los costos de combustible, todo lo cual permitió una fuerte expansión trimestral de los yields.
- ✓ Interesantes perspectivas de crecimiento tras el anuncio de aumento y renovación de flota que hizo la compañía durante diciembre.
- ✓ Probable consolidación en el sector, a través de actividades de M&A, donde consideramos que Lan podría ser una empresa target.
- ✓ Recuperación de la demanda externa y mejoras en mercado laboral apoyarían repunte de los negocios de carga y pasajeros, respectivamente.
- \* Sobreoferta de papeles, ante posibilidad de venta en bolsa del 11,37% de la propiedad de la compañía que posee el grupo Piñera.
- \* Aumento del precio del petróleo implicaría incrementos en la tarifas, limitando el dinamismo del tráfico de pasajeros y de carga.

### Números clave

#### CENCOSUD

Últimos 3 meses	27,0%
EV/EBITDA 10E	12,0x
P/U 10E	30,3x
Upside Consenso	9,6%
Ebitda 10 /09 E	17,3%

#### SALFACORP

Últimos 3 meses	19,3%
EV/EBITDA 10E	-
P/U 10E	-
Upside Consenso	-
Ebitda 10 /09 E	-

#### Cencosud:

- ✓ Reactivación de plan de inversiones por US\$700 millones tiene el potencial de generar valor.
- ✓ Portafolio de inversiones diversificado entre economías de la región que presentan buenas perspectivas, aspecto que debería reflejarse en mejores niveles de consumo.
- \* Exposición a la economía Argentina (25% de las ventas consolidadas a diciembre de 2009).
- \* Elevada competencia en el sector.

#### Salfacorp:

- ✓ En términos de ventas y capitalización de mercado, es la empresa constructora más grande que transa en bolsa.
- ✓ Es la manera más eficiente de ganar exposición al sector construcción, que será uno de los más dinámicos durante 2010, dadas las positivas perspectivas en infraestructura pública y privada.
- ✓ Fuerte y experimentado equipo gerencial ha conducido un proceso de crecimiento pragmático, manteniendo una posición financiera conservadora.
- ✓ Enfoque en mejorar eficiencia operativa y reducción de costos, ha preparado a la compañía para un escenario de competencia más intenso.
- ✓ Diversificación geográfica (Argentina, Chile, Colombia y Perú) y de áreas de negocio (Ingeniería y Construcción e Inmobiliaria).
- \* Acción con baja liquidez en relación a su capitalización de mercado y a sus comparables.
- \* Retraso o suspensión de proyectos de infraestructura pública o privada.
- \* Alzas en costos de construcción (materias primas y servicios de ingeniería) e incrementos en competencia podría poner presión sobre los márgenes de la compañía.

### Glosario

---

<b>Nomenclatura</b>	<b>Descripción</b>
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> . Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	<i>Enterprise value</i> . Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	<i>Return on Assets</i> . Retorno sobre los activos.
ROE	<i>Return on Equity</i> . Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
Volatilidad	Desviación estándar de los retornos semanales de una acción durante los últimos doce meses.
Tracking Error	Variabilidad estimada de la diferencia del retorno de la cartera con su benchmark (IPSA).

### Departamento de Estudios EuroAmerica

---

**Luis Óscar Herrera B.**

Director de Estudios

lherrera@euroamerica.cl

**William Baeza L.**

Analista Financiero

Sector Eléctrico

wbaeza@euroamerica.cl

**Jorge Chang R.**

Gerente de Estudios de Renta Variable

jchang@euroamerica.cl

**Francisco Marcet O.**

Analista Financiero

Economía

fmarcet@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.