

Informe Security: SQM

Juan Carlos Prieto (juancarlos.prieto@security.cl)

Diciembre 2017

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$37.500

Precio de Mercado : \$34.150

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE SQM

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Precio/Utilidad	23,2	26,9	34,2	32,4	28,9
Bolsa/Libro	2,1	3,3	6,6	6,6	6,6
EV/EBITDA	5,8	9,0	15,8	14,0	12,2

VALORIZACIÓN SQM (Millones de dólares)

Valor Económico de Activos	16.686
Valor Presente Flujo de Caja	13.583
Caja	905
Inv. En Emp. Rel.	2.198,5
Valor de Deuda Financiera	-1.155
Interés Minoritario	-59
Valor del Patrimonio	15.666
Dividend Yield	2,9%
Número de Acciones*	263
Precio Objetivo 12 Meses**	37.500

*En millones de acciones

**Valoración en pesos

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de Dólares)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingreso por Ventas	1.728	1.939	2.117	2.305	2.557	2.766
Costo de Ventas + GAV	-1.272	-1.417	-1.468	-1.585	-1.694	-1.777
Res. Operacional	361	448	650	695	837	946
EBITDA	727	772	893	1.013	1.160	1.286
Utilidad Neta	213	278	434	444	475	505

(*) Considera Caucharí Olaroz

EVOLUCIÓN SQM-B V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de SQM, estimando un precio objetivo de \$37.500 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación de Neutral.

Consideramos que el litio, línea de negocio que a la fecha ya representa más de 60% del resultado bruto de la compañía, mantendría su precio en torno a los niveles actuales en el mediano plazo (sobre US\$13.000/kg.). Esperamos un ajuste en este valor a medida que se vayan incorporando nuevos proyectos, sin embargo, la empresa seguiría viéndose beneficiada de aumentos de producción y los nuevos proyectos en Argentina y Australia.

Además anticipamos una recuperación en el precio del yodo, el que habría alcanzado su mínimo valor en el 2T17. Incorporamos un alza de 13% en su valor para 2019, justificado en que a raíz de los bajos precios de los últimos años, varios productores chilenos han debido aminorar su producción, así como mayores restricciones para el yodo japonés. SQM por su parte, ha ido ganando participación de mercado, dados sus menores costos.

El precio del cloruro de potasio (KCL) por su lado se mantendría presionado por lo menos hasta 2021. Esto, a raíz de un exceso de oferta, principalmente de bajo costo. Solamente en Brasil, donde SQM vende un 30% de su KCL podríamos observar ciertas mejoras. Además, en nitratos de potasio la empresa se vería beneficiada gracias a la paralización de parte de la producción de su principal competidor.

Los principales riesgos para la recomendación son: (i) la resolución y condiciones implícitas en la renovación de los derechos de extracción en el Salar de Atacama, (ii) aumentos adicionales de *royalties* en Chile, Australia y/o Argentina, (iii) atrasos en sus nuevos proyectos. Por el contrario, no descartamos que (i) la demanda de vehículos eléctricos siga sorprendiendo, (ii) atrasos en la nueva producción de los competidores y (iii) posibles nuevos proyectos de SQM.

Con todo, consideramos que el escenario base descrito ya estarían incorporados en los precios, por lo que recomendamos una posición neutral.

VALORIZACIÓN SQM

La valorización económica de SQM se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$37.500 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación Neutral.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingreso por Ventas	1.728	1.939	2.117	2.319	2.557	2.766
Crecimiento (%)	-14,2%	12,2%	9,1%	9,5%	10,3%	8,2%
Costo de Ventas + GAV	-1.272	-1.417	-1.468	-1.589	-1.694	-1.777
Res. Operacional	361	448	650	705	837	946
Crecimiento (%)	-21,1%	24,1%	44,9%	8,4%	5,4%	6,2%
EBITDA	727	772	893	1.023	1.160	1.286
Crecimiento (%)	-0,8%	6,2%	15,6%	14,5%	13,4%	10,9%
Margen Ebitda	42,1%	39,8%	42,2%	44,1%	45,4%	46,5%
Utilidad Neta	213	278	434	450	475	505

(*) Considera Caucharí Olaroz

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

FLUJO CAJA SQM (MMUS\$)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Resultado Operacional	361,3	448,5	649,9	704,3	742,4
Impuestos	-27,8%	-32,0%	-28,5%	-30,0%	-30,0%
Resultado después de impuesto	260,8	304,8	464,7	493,0	519,7
Depreciación	268,3	239,5	243,6	250,4	254,0
Inversión bruta	-111,3	-131,3	-170,0	-200,0	-150,0
Capital de Trabajo	19,4	-25,5	116,6	-86,9	-107,2
Flujo Caja Libre	437,1	387,5	654,9	456,5	516,5

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Dólares)

Valor Económico de Activos	16.686
Valor Presente Flujo de Caja	13.583
Caja	905
Inv. En Emp. Rel.	2.198,2
Valor de Deuda Financiera	-1.155
Interés Minoritario	-59
Valor del Patrimonio	15.667
Dividend Yield	2,9%
Número de Acciones*	263
Precio Objetivo 12 Meses**	37.500

*En millones de acciones

**Valoración en pesos

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Precio/Utilidad	23,2	26,9	34,2	32,0	28,9
Bolsa/Libro	2,1	3,3	6,6	6,6	6,6
EV/EBITDA	5,8	9,0	15,8	13,8	12,2

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de Descuento (WACC)				
		7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	2,0%	35.459	33.040	30.980	29.205	27.660
	3,0%	39.578	36.346	33.675	31.431	29.520
	4,0%	45.882	41.200	37.500	34.503	32.024
	5,0%	56.741	49.026	43.356	39.013	35.580
	6,0%	79.881	63.750	53.441	46.283	41.022

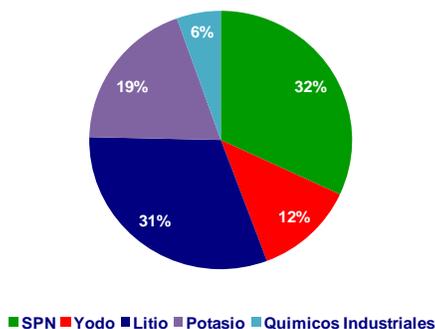
Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

China y el Litio: La Causa del Importante Rally de SQM

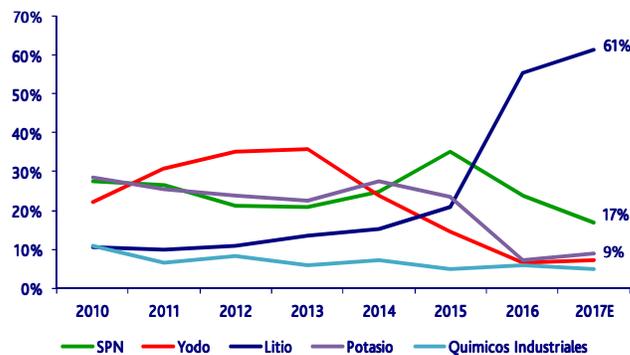
SQM ha sido uno de los principales protagonistas en el rally que ha experimentado el IPSA desde el año 2016. Pese a ser el mayor productor de yodo y nitrato de potasio a nivel mundial, la explicación se encuentra en el litio, segmento que ha experimentado un notable crecimiento y que ha pasado de representar 10% del resultado bruto de la compañía hasta hace algunos años, a 61% del mismo a la fecha (ver gráficos 1 y 2).

GRÁFICO 1: COMPOSICIÓN INGRESOS POR SEGMENTO 2017 ESPERADO



Fuente: Estados Financieros y Departamento de Estudios Security.

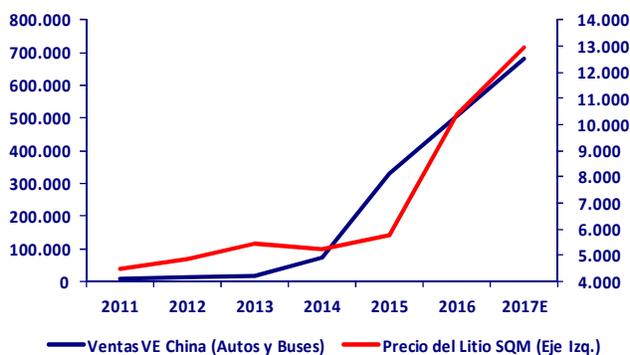
GRÁFICO 2: COMPOSICIÓN RESULTADO BRUTO POR SEGMENTO



Fuente: Estados Financieros y Departamento de Estudios Security.

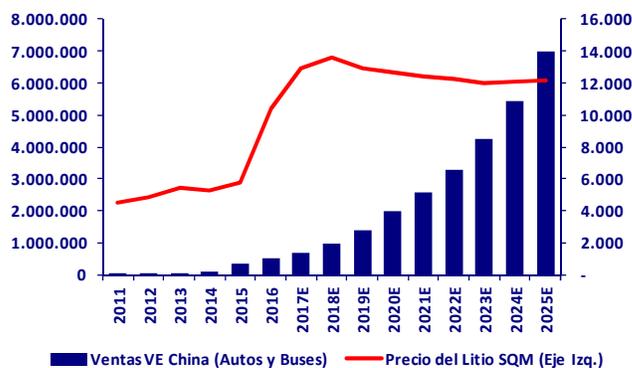
Para entender lo anterior, es importante comprender el desarrollo de los vehículos eléctricos (VE), cuyas ventas han ido aumentando constantemente durante los últimos años, destacando principalmente el crecimiento de China. En este mercado se observó un aumento en sus ventas de más de 9 veces en los últimos 3 años, pasando de representar desde menos de 15% del total global, a más de 50% a la fecha. De esta manera el litio, siendo uno de los componentes relevantes que se utiliza en las baterías de autos y buses eléctricos, ha experimentado una importante alza en precios. Para el caso de SQM, dada su estructura de ventas por contratos, ha alcanzado valores que promediarían US\$13.000/kg. en 2017 (ver gráfico 3). Sin embargo, el déficit actual ha permitido precios por sobre los US\$25.000/kg. en el mercado *spot* de China, aunque este representa sólo 10% aproximadamente del litio que se comercializa a nivel global.

GRÁFICO 3: VENTAS VE CHINA Y PRECIO DEL LITIO



Fuente: CAAM y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: VENTAS VE CHINA Y PRECIO DEL LITIO



Fuente: CAAM y Departamento de Estudios Security.

Pese al notable aumento de ventas, los VE en China representan a octubre de este año sólo 2,1% del mercado total. Un desafío adicional será escalar las ventas, donde las estimaciones actuales sitúan en aproximadamente 7.000.000 los volúmenes vendidos para 2025 (crecimiento anual de 34%, ver gráfico 4). A esto, debemos adicionar los anuncios de producción de vehículos eléctricos tanto en Europa como en EE.UU, donde los mayores productores de automóviles en el mundo han comenzado a invertir en el desarrollo de estos vehículos. En ese sentido, resultará fundamental el hecho de la competitividad de los vehículos eléctricos en relación a los de combustión interna, siendo relevantes en un comienzo incentivos gubernamentales hacia el uso de VE (dados sus beneficios, como menor contaminación), así como menores costos de producción, a medida que los avances tecnológicos lo permitan. En relación a esto último, siguen siendo relevantes los avances en lo que se refiere al costo de las baterías de ión litio, las que pese a haber disminuido 16% anual en promedio durante las últimas dos décadas, siguen siendo el principal costo de fabricación de los VE. Esto se ha dado pese al considerable aumento en el valor del litio, dado que esta materia prima representa tan sólo 4% del costo total de las baterías.

El *boom* del litio se explica por el largo tiempo que tardan los nuevos proyectos en comenzar su producción, que normalmente varía entre 3 a 5 años desde la construcción, e incluso más de 7 años si se consideran los plazos de viabilidad y obtención de financiamiento. Esto explica la brecha entre los costos de extracción -que en sus depósitos de menor eficiencia bordean los US\$8.000/t.- y el precio de mercado. Es por esto que se espera una corrección, la cual se ve reflejada en los contratos entre 3 a 5 años que se transan en valores cercanos a los US\$12.000. El alto margen actual en conjunto con los ya anunciados mayores volúmenes de los principales productores de litio y la entrada en operación de los nuevos proyectos en desarrollo, disminuirían la brecha entre oferta y demanda a partir de 2019, llevando el precio de largo plazo a valores cercanos a los US\$12.000. Para escenarios de sensibilización, ver cuadro 6.

Cuadro 6: SENSIBILIZACIÓN VALORIZACIÓN SQM DE ACUERDO AL VALOR DEL LITIO DE LARGO PLAZO

Precio Litio LP	9.000	10.000	11.000	12.000	13.000	14.000	15.000
Precio Objetivo sq	31.775	33.984	35.689	37.500	39.313	41.128	42.945

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Potencial de Crecimiento de la Empresa Debiera Ir Asociado a Nuevos Proyectos de Litio

El directorio de SQM recientemente aprobó aumentos en los volúmenes de producción desde las 50.000 toneladas actuales hasta 63.000 toneladas, con el fin de no disminuir su participación de mercado. A lo anterior, debemos adicionar los nuevos proyectos de producción de litio en Argentina y Australia, los que representan cerca de 13% de nuestra valorización.

En el contexto de una demanda por litio que debiera alcanzar un crecimiento anual cercano a 14% durante los próximos años, los elevados retornos de los proyectos asociados a este negocio, sumado al bajo nivel de endeudamiento y liquidez de la empresa, anticipamos que la minera no metálica debiera continuar con esta tendencia, anunciando nuevos proyectos similares a Caucharí Olaroz (Argentina) y Mt. Holland (Australia), los que entrarían en operación en 2019 y 2022 respectivamente. Nuevos proyectos no han sido considerados en nuestra valorización y por lo tanto corresponden a un riesgo al alza.

¿No era Soquimich un Productor de Fertilizantes?

Hasta hace algunos meses, el precio de esta acción tenía una correlación bastante fuerte con la variación en el precio de los granos, particularmente el maíz (ver gráfico 5), hecho que se vio interrumpido a raíz del reciente boom del litio. Pese a que la valorización de SQM dependerá fuertemente del valor de este último, un 39% de su Ebitda tiene relación con sus otras líneas de negocio.

-Cloruro de Potasio (KCL)

Su demanda a nivel mundial depende directamente de los incentivos que tengan los agricultores para aumentar los rendimientos por área cultivada (*yields*), debido a que mayores precios para los principales granos significan mayor inversión en fertilizantes (ver gráfico 6). Pese a la fuerte correlación entre ambas variables y posibles aumentos en el precio del maíz (sus contratos de futuros para fines de 2018 se están transando un 14% por sobre el precio actual), esperamos que el precio del potasio se mantenga relativamente plano,

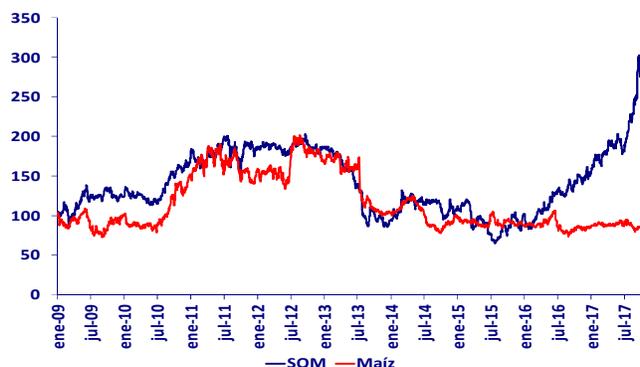
producto de que la oferta de KCL aumentaría por sobre la demanda hasta 2021 aproximadamente (en 2018, por ejemplo, esperamos un crecimiento de la oferta de 4%, en comparación a una demanda que crece en un 2%). Este exceso de oferta podría exacerbarse de materializarse los siguientes proyectos:

- BHP Billiton: La minera piensa invertir entre US\$12.000-US\$14.000 millones en su planta Jansen (Saskatchewan, Canadá). Cabe mencionar que este se construiría en varias etapas, en donde la primera inyectará otras 4 millones de toneladas para fines de 2020.
- Sirius Minerals: A través de su fertilizante Poly4, el cual contiene 4 de los 6 nutrientes esenciales (azufre, calcio, magnesio y potasio) con una producción estimada de 2,6 millones de toneladas a partir de 2021.

De esta manera, pese a ser un mercado que debiera continuar desarrollándose y a excepción de Brasil (30% de las ventas de SQM), no vemos grandes impulsores de corto ni de largo plazo que se traduzcan en una recuperación relevante en el precio del KCL, el que seguiría acotado en valores de entre US\$200-US\$300 (FOB Vancouver), debido principalmente por la nueva producción de bajo costo en este mercado.

En el caso específico de SQM, esperamos un leve aumento en el precio implícito de esta línea de negocio, justificado por la recuperación de la agricultura en Brasil, aumentando el premio del KCL en ese país en comparación a su símil de Vancouver.

GRÁFICO 5: VALORIZACIÓN SQM VS. PRECIO DEL MAÍZ



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: PRECIO MAÍZ Y CLORURO DE POTASIO



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

-Nutrientes Vegetales de Especialidad (SPN)

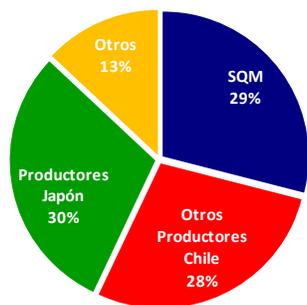
Pese a que esta línea de negocio tiene una estrecha relación con el cloruro de potasio, sí anticipamos alzas en el valor promedio de los nutrientes vegetales de especialidad. Lo anterior, a raíz del cierre indefinido del tanque de amoníaco en Israel de Haifa Chemicals, su principal competidor en lo que se refiere a nitrato de potasio, y lo que debiera afectar aproximadamente su producción en 45.000 mT. (lo que representa alrededor de un 5% de la producción mundial). Por otro lado, la mayor demanda por productos *premium* para uso de fertilizante también debiera impulsar al alza su valor, aumentando su premio en comparación con el KCL. A la vez, destacamos el interés de SQM por enfocarse en esta línea de negocio, cuyo mercado debiera crecer a tasas de 5% anuales, y el que además corresponde a un producto más rentable, lo que debiera permitir mejorar los márgenes a la empresa.

-Yodo

En relación al yodo, cabe mencionar que es un mineral relativamente escaso, el cual es producido mayoritariamente en Chile y Japón (los que en conjunto representan más de un 85% de la producción mundial, ver gráfico 7). Ambos países aumentaron su producción en los últimos años, lo que se tradujo en caídas de precios. Estimamos que este habría alcanzado su mínimo valor en el 2Q17 (cuando el precio implícito de SQM alcanzó un valor cercano a US\$19/Kg.), observándose una recuperación en el 3Q17.

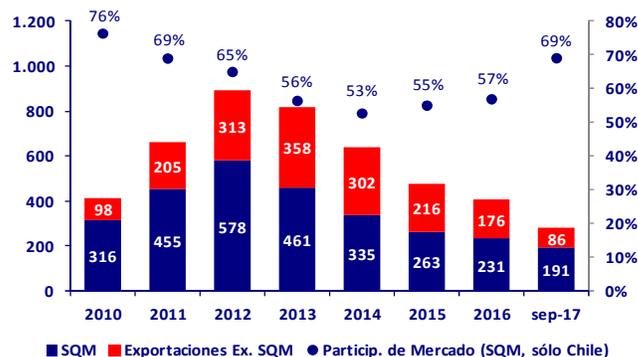
Además de observar algunos contratos para 2018 que ya se encuentran transando por entre US\$24-25/Kg., esperamos que el precio de este mineral comience a recuperarse. Los bajos márgenes que implican los valores actuales del yodo, han mermado la producción del resto de los competidores a nivel local de SQM. Esta última por su parte, y debido a una estructura de costos más eficientes, ha logrado aumentar su participación de mercado (ver gráfico 8). Asumimos un valor para 2018 y 2019 de US\$21,5/Kg. y US\$23/Kg. respectivamente, incorporando una lenta pero constante recuperación hacia adelante.

GRÁFICO 7: PARTICIPACIÓN DE MERCADO YODO



Fuente: SQM y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPORTACIONES DE YODO CHILE (MMUS\$)



Fuente: Banco Central y Departamento de Estudios Security

SQM, una Inversión de Riesgo

-Renovación de los Derechos de Extracción en el Salar de Atacama

En vista de los mayores volúmenes previstos de venta para los próximos años, estimamos que éstos finalizarían en 2022 y que se renovarían con nuevas condiciones, principalmente mayores niveles de royalty (en nuestra valorización este pasaría desde una tasa fija de 6,8% de los ingresos a una tasa marginal y escalonada que alcanza máximos de 40% en caso de que el valor del carbonato de litio comercializado supere los US\$10.000/t, condiciones similares a las cuenta Albemarle hoy en día). Un riesgo a la baja serían aumentos adicionales en las tasas de royalty ya sea para Argentina, Australia y/o Chile.

-Ritmo de Crecimiento de la Demanda y Oferta por Litio

Pese a los anuncios de fabricación de autos eléctricos de las mayores compañías europeas y estadounidense, la demanda por litio dependerá en los próximos años principalmente de las compañías chinas. El escenario actual incorpora un crecimiento anual por litio de entre 12% a 16%, con una oferta que comienza a disminuir la brecha a partir de 2019.

-Cuellos de Botella

No sólo de litio dependen las baterías de los autos eléctricos. Para que ocurra la reacción de las baterías de ión litio, este se combina con otros elementos químicos, como el cobalto y el níquel, los que también han experimentado considerables aumentos en su demanda y valor. Atrasos en el desarrollo de nuevos proyectos de extracción de éstos puede suponer cuellos de botellas para la fabricación de autos eléctricos también. Especialmente dado que más del 50% de la extracción de cobalto ocurre en el Congo.

-Premio Hidróxido de Litio

SQM aumentará su producción de hidróxido de litio, desde 6.500 a 13.500 toneladas. Esto debiera impactar sus costos (dado que la producción de hidróxido supone un costo adicional de entre US\$1.500/t.-US\$2.000/t. en comparación al carbonato). Si bien históricamente se ha observado un premio en el precio del hidróxido por sobre el carbonato de litio, este no necesariamente se mantendría, dado que los avances tecnológicos permitirían una disminución en los costos de producción del hidróxido de litio de ciertos procesos productivos. En nuestra valorización asumimos un premio de cero entre ambos.

-Atrasos en los Nuevos Proyectos y su Ampliación de la Producción en Chile

Esperamos que el aumento de su producción de litio en Chile esté disponible a partir del segundo semestre del próximo año. Además, nuestra valorización incorpora que los proyectos de Argentina y Australia comiencen a producir a partir de mediados de 2019 y 2022 respectivamente. Atrasos en relación a la fecha incorporada corresponden a un riesgo a la baja.

-Nuevos Avances Tecnológicos y Posibles Sustitutos

La elevada rentabilidad del negocio del litio se ha traducido en un flujo importante de capital para el desarrollo de diversos proyectos de extracción, lo que aumentaría la oferta a partir de los próximos años, además de otro tipo de inversiones. De esta manera, posibles avances tecnológicos como "SiLeach" (disminución considerable de costos de extracción de litio), así como otras fuentes de insumos para baterías como ión sodio, grafeno, baterías en estado sólido, entre otros, suponen una amenaza a la valorización actual.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (septiembre de 2017). Consideramos como caja la cuenta efectivo y equivalentes a efectivo, junto con los depósitos a plazo entre 90 y 360 días (detalle en la cuenta otros activos financieros).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos convergerían de manera progresiva hasta 30% en 2018 en Chile. En tanto, a largo plazo en Argentina 35% y Australia 30%.
- En nuestro escenario base se estimó que a partir del año 2027 los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 4%.
- El tipo de cambio utilizado para el cálculo del precio de la acción corresponde a \$630.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N° 7.

Cuadro 7: Estimación de Costo de Capital de SQM en Dólares

Datos WACC	Chile	Argentina	Australia
Tasa libre de Riesgo	4,3%	6,9%	3,0%
Premio por Riesgo Accionario	5,5%	5,5%	5,5%
Tasa de Mercado	9,8%	12,4%	8,5%
Beta	1,2	1,3	1,1
Deuda Financiera sobre Activos	30%	30%	30%
Patrimonio sobre Activos	70%	70%	70%
Costo Deuda	5,6%	8,2%	4,3%
Costo Patrimonio	10,9%	14,0%	9,1%
Wacc Nominal	8,77%	11,40%	7,25%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Nicolás Libuy I.	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lemma@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: hv_Security