

Sector Minero: La Clave Está en los Volúmenes.

Resumen

El mercado del **litio** se enfrentó a un difícil año 2019, con importantes disminuciones en los precios del *commodity*, impactado por una sobreoferta y una menor demanda. En 2019 por ejemplo, las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China sólo aumentaron 5% a/a, en comparación a incrementos de 83% y 70% en 2018 y 2017 respectivamente. Por su parte, la oferta presentó un alza mayor al 20% a/a.

Si bien estimamos que los precios caerían durante el inicio de este año, creemos que lentamente la situación comenzaría a mejorar, producto de VE que continúan aumentando su competitividad, así como el aplazamiento en la reducción de subsidios a la venta de los mismos durante este año. SQM mantiene un importante plan de crecimiento y con un activo que le permite contar con costos altamente competitivos. Ya observamos durante 2019 alzas en los volúmenes exportados por la compañía de 23% a/a, parte de los cuales se almacenaron como "inventarios estratégicos". Es así como esperamos encontrarnos cerca del punto de equilibrio en los precios (US\$7.500/t.), lo que en conjunto con volúmenes que debieran aumentar fuertemente hacia adelante, permitirían a la compañía aumentar sus resultados.

La situación fue la opuesta en el caso del **hierro**, con un 2019 que se caracterizó por disrupciones a la oferta durante el primer semestre (1S19) y una demanda que creció 8,6% a/a. Es así como el precio del *commodity* alcanzó su mayor valor en 5 años y se mantiene en niveles altos a la fecha.

A pesar de lo anterior, menores volúmenes despachados a raíz del accidente de Guacolda II y un complejo escenario en el negocio de acero local, impactaron fuertemente sus resultados, con una caída en los mismos de más de un 50% a/a. Creemos que la situación mejoraría durante este año, con volúmenes que comenzarían a normalizarse, así como un precio del hierro que se mantendría por sobre los US\$75/t. Ya hemos observado ciertas recuperaciones en las exportaciones de hierro al inicio del año y esperamos que la tendencia se mantenga hacia adelante.

Juan Carlos Prieto Z.
Analista Sector *Commodities*
e Industrial
juancarlos.prieto@security.cl

Felipe Jaque S.
Economista jefe
felipe.jaque@security.cl

Cuadro I: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
SQM-B	Sobreponderar	29.000	24,0	11,4	4,2
Cap	Sobreponderar	7.500	7,0	4,6	3,9

La Clave Serían los Volúmenes, en Ambiente Desafiante de Precios.

El *boom* del litio llegó a su fin en 2019, luego de cuatro años de alzas y donde los mismos se triplicaron. La sobreoferta y una menor demanda por litio, afectada por menores subsidios a la compra de VE en China, implicaron una caída en precios por sobre 30% a/a durante el último año.

Creemos que la situación se mantendría durante 2020, proyectando nuevas disminuciones por 26% a/a (promediando US\$8.220/t. vs US\$11.105/t. en 2019).

Si bien anticipábamos menores precios, la disminución de los mismos ocurrió antes de lo proyectado. No obstante, creemos que nos encontraríamos cerca del punto de equilibrio, incorporando un precio de largo plazo de US\$7.500/t. para el carbonato de litio (US\$7.870 para SQM por *mix* de producto). No descartamos incluso nuevas alzas una vez que la demanda de VE retome la senda de crecimiento, sumado al retraso de un número importante de proyectos, así como que nos encontramos bajo la curva de costos de los productores más ineficientes (US\$8.000/t.).

Estimamos volúmenes por 59.000 TM para 2020 (+24,2% a/a), ante la acumulación de inventarios y mayor producción. Los volúmenes luego seguirían aumentando a un ritmo de 14% anual.

Nos mantenemos optimistas ante un mercado de yodo que se mantiene deficitario, incorporando alzas en precios y volúmenes, significando un incremento en el resultado bruto de 30,7% a/a.

Si bien los precios del litio continuarían disminuyendo, creemos que nos encontramos cerca del punto de equilibrio, con un importante plan de crecimiento en volúmenes hacia adelante. Recomendamos sobreponderar.

Riesgos

- ↑ Venta de sales solares post proyecto Medio Oriente. Asumimos que no realizan otro proyecto de esta envergadura hacia adelante.
- ↕ Precio del litio de largo plazo (estimamos un efecto de +/-12% en la valorización por cada US\$1.000/t. que cambie sobre los US\$7.500/t.)
- ↓ Restricciones medioambientales y/o regulatorias afectan la producción y/o costo de SQM. Especialmente relacionada con el agua.

SQM-B

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$29.000

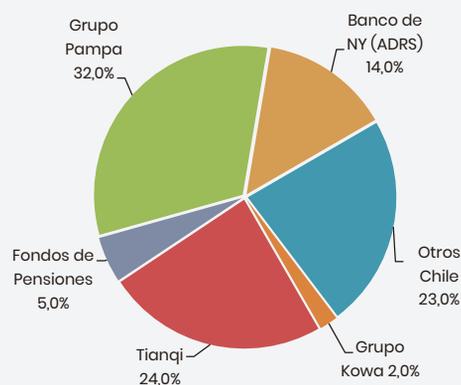
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SQM-B
Riesgo	Alto
Conversión ADR	1
Precio Objetivo (\$/US\$)	29.000 / 36,3
Precio Actual (\$/US\$)	22.600 / 28,3
Precio Min/Max 12M (\$)	16.085 / 27.923
Market Cap (MMUS\$)	7.097
Volumen Diario (MM\$)*	7.663
Nº Acciones (millones)	120,4
Free Float	83%
Peso IPSA	5,6%
Dividend Yield 12M	4,2%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

Sector: Minero | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 22.600 | P. Objetivo: 29.000

Estado de Resultados

RESULTADO BRUTO POR NEGOCIO					
Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Nutrientes Vegetales	169	144	143	132	140
Yodo	108	145	183	192	211
Litio	418	208	178	172	198
Otros	88	70	92	107	108

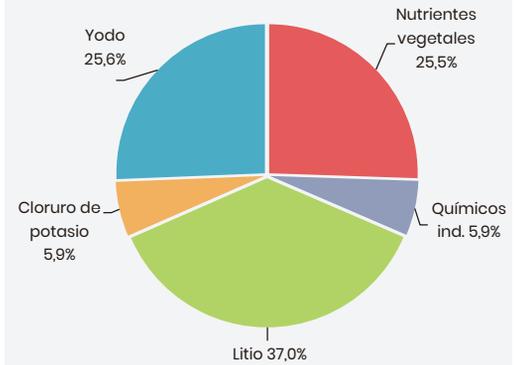
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	2.266	1.951	2.101	2.223	2.290
Variación (%)	5,1	-13,9	7,7	5,8	3,0
Resultado Operacional	669	453	479	489	538
Variación (%)	8,3	-32,2	5,6	2,2	10,0
Margen Operacional (%)	29,5	23,2	22,8	22,0	23,5
EBITDA	886	656	722	750	774
Variación (%)	-1,5	-25,9	10,1	3,8	3,2
Margen EBITDAR (%)	39,1	33,6	34,4	33,7	33,8
Utilidad Neta	444	280	311	328	363
Variación (%)	3,6	-37,0	11,2	5,6	10,6
Margen Neto (%)	19,6	14,3	14,8	14,8	15,9

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	31,7%	38,6%	40,2%	41,1%	41,6%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	14,8	8,4	10,4	12,8	12,9
Liquidez Corriente (x)	4,3	2,8	2,7	2,5	2,4
Deuda Neta/EBITDA (x)	0,5	1,0	1,0	1,4	1,5
Deuda Financiera (MMUSD)	1.354	1.813	1.953	2.066	2.128

VALORIZACIONES					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	27.150	20.330	22.600	-	-
Precio Utilidad (x)	23,3	25,3	24,0	22,8	20,0
EV/EBITDA (x)	12,3	11,9	11,4	11,4	11,1
Bolsa Libro (x)	5,0	3,4	3,6	3,6	3,6
Precio Ventas (x)	4,6	3,6	3,6	3,4	3,3
ROA (%)	10,4%	6,0%	6,4%	6,5%	7,3%
ROE (%)	21,3%	13,4%	14,9%	15,7%	17,8%

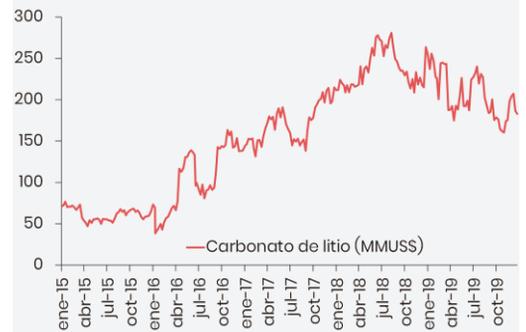
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EBITDA por Operación



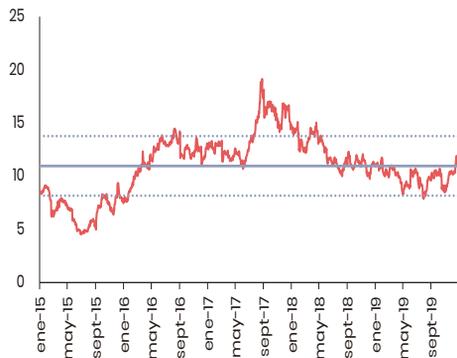
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Exportaciones Litio 3M Trailing

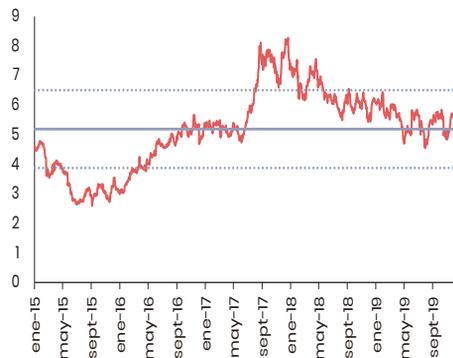


Fuente: Aduanas Chile y Estudios Security

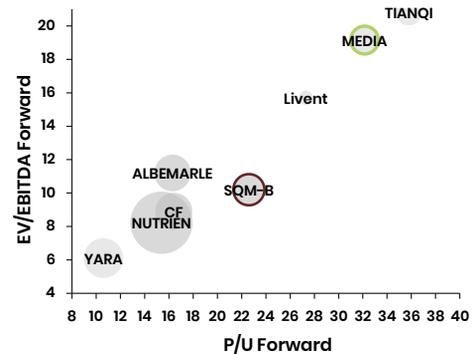
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Precios del Hierro Favorables, en Contexto de Mayores Volúmenes Esperados.

Las interrupciones a la oferta de hierro impactaron fuertemente los envíos a China, principalmente durante el 1S19. No obstante, estos mismos se recuperaron en parte durante la segunda mitad del año, implicando un aumento de 0,5% a/a para las importaciones de hierro durante 2019. Esto, en contraste con una producción de acero que aumentó 8,0% a/a, se tradujo en los mayores precios del hierro en 5 años (US\$93,1/t.).

Si bien la oferta se ha ido normalizando, los mismos se mantienen en elevados niveles. Es así como incorporamos un precio promedio de US\$82,4/t. para 2020, finalizando el año en US\$75/t. Este mismo continuaría disminuyendo hasta US\$60/t. durante los próximos años.

El accidente de Guacolda II afectó las ventas de la compañía, con volúmenes menores en un 40% a los de años anteriores. Creemos que estos alcanzarían 15.800 y 16.200 TM para 2020 y 2021 respectivamente, con la normalización de la operación.

El *cash cost* también se normalizaría con una mayor producción desde los US\$57/t. actuales, cayendo a US\$43,3/t. en 2020 y US\$40/t. en 2021. Asumimos también US\$37/t. para el largo plazo, con un *mix* de producto menos enfocado en *pellets*.

Acero mantendría un Ebitda negativo durante 2020 y 2021, (-US\$39 y -US\$18 respectivamente) afectado en parte por los bajos precios del producto y el mayor costo que significa un alto hierro. Recién para 2022 retomaría las ganancias a nivel de Ebitda.

Creemos que la compañía, si bien enfrenta algunos desafíos, mantiene un importante descuento en su valorización. Normalizando sus volúmenes y dado el alto precio del hierro, podría tener un importante crecimiento en resultados en 2020.

Riesgos

- ↑ Alzas en los precios del acero a nivel internacional permiten alzas considerables en el resultado operacional de la compañía.
- ↕ Precio del hierro se mantiene por sobre/bajo los US\$82/t. en promedio proyectado.
- ↕ Recuperación del *cash cost* es mayor a la anticipada, permitiendo volver a los márgenes de los últimos años.
- ↓ Alzas en los costos de envíos por nueva normativa en reducción de emisiones.

Cap

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$7.500

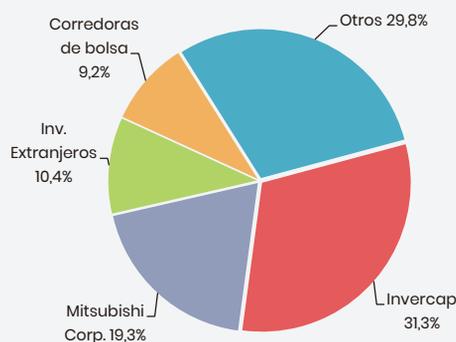
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CAP
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$/US\$)	7.500
Precio Actual (\$)	4.880
Precio Min/Max 12M (\$)	4.800 / 8.200
Market Cap (MMUS\$)	913
Volumen Diario (MMS)*	2.019
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	46%
Peso IPSA	1,0%
Dividend Yield 12M	3,9%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Presentación Corporativa

Sector: Minero | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 4.880 | P. Objetivo: 7.500

Estado de Resultados

DRIVERS HIERRO US\$/T.	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio Hierro 62%	69,3	93,5	82,4	70,0	60,0
Precio Hierro Cap	74,6	86,0	76,0	64,6	53,9
Cash Cost	42,6	57,4	43,5	40,0	37,0
Costos de Transporte	18,5	18,6	19,3	20,0	20,5

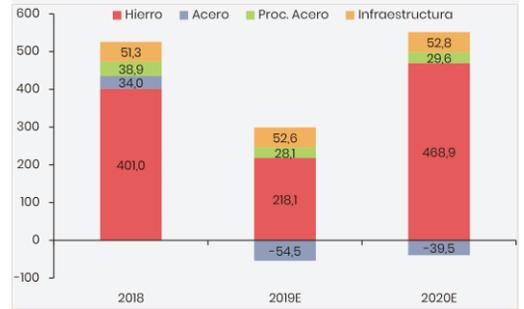
ESTADO DE RESULTADOS Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	1.917	1.638	2.055	1.874	1.718
Variación (%)	-0,8	-14,6	25,4	-8,8	-8,3
Resultado Operacional	319	68	336	254	180
Variación (%)	-11,5	-78,6	392,5	-24,4	-29,4
Margen Operacional (%)	16,6	4,2	16,4	13,6	10,5
EBITDA	533	245	513	420	321
Variación (%)	-7,4	-54,0	109,1	-18,1	-23,5
Margen EBITDAR (%)	27,8	15,0	24,9	22,4	18,7
Utilidad Neta	174	-27	172	113	71
Variación (%)	-9,2	-	-	-34,1	-37,7
Margen Neto (%)	9,1	-	8,4	6,1	4,1

INDICADORES DE CRÉDITO	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	15,5%	17,6%	19,7%	17,4%	15,5%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	6,8	2,2	4,2	3,3	3,3
Liquidez Corriente (x)	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3
Deuda Neta/EBITDA (x)	0,7	2,6	0,7	0,8	1,0
Deuda Financiera (MMUSD)	828	962	1.207	1.028	875

VALORIZACIONES	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	6.080	5.700	4.880	-	-
Precio Utilidad (x)	10,5	-27,3	7,0	11,3	19,4
EV/EBITDA (x)	5,0	11,3	4,6	5,6	7,2
Bolsa Libro (x)	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Precio Ventas (x)	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5
ROA (%)	2,3%	-0,8%	2,1%	1,4%	0,8%
ROE (%)	6,1%	-2,1%	6,1%	3,7%	2,1%

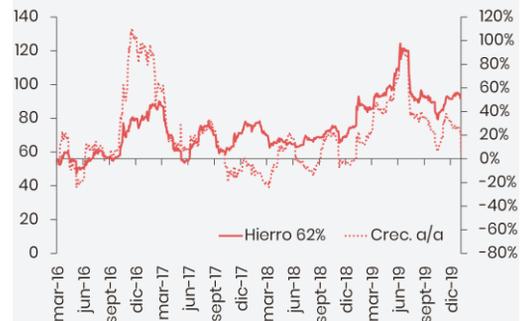
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EBITDA por Operación



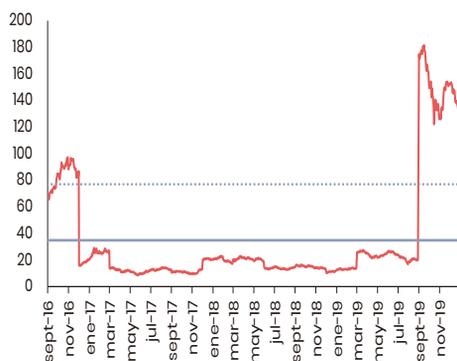
Fuente: Estados Financieros

Precio Hierro

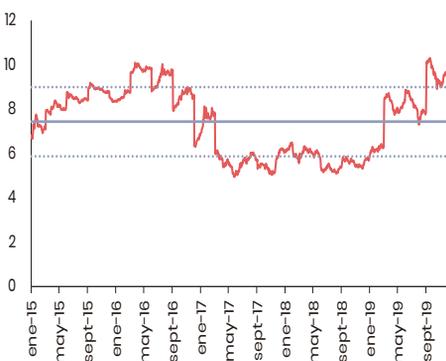


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

P/U Trailing

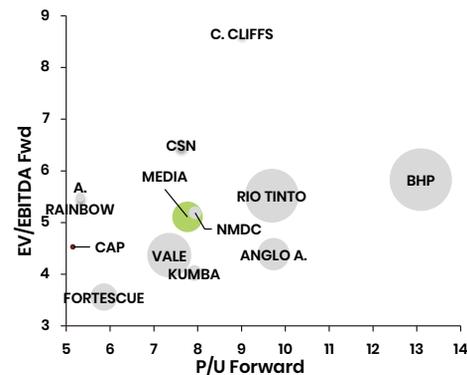


EV/EBITDA Trailing



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Comparables



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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.