

Sector Minero: Recuperación de Precios con Volúmenes Elevados

Resumen

El mercado del **litio** se enfrentó a un difícil año 2020, con importantes disminuciones en los precios del *commodity*, impactado por una sobreoferta y una menor demanda. A pesar de esto, en el año las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China aumentaron 12% a/a, la participación global de VE alcanzó un 4,2% y en varios países europeos ya superaron las ventas de vehículos a combustión. Norteamérica, por su parte, se encuentra rezagado respecto a Europa en participación de VE, representando un potencial de crecimiento importante. Por otro lado, a finales del 2020 el **hierro** alcanzó máximos de casi una década al superar los US\$ 170/t., lo que impulsó los resultados de **CAP** en el último trimestre y continuaría haciéndolo este año.

Las significativas alzas de los precios del litio irían incorporándose directamente en los resultados de cada trimestre del 2021, dejando atrás los mínimos precios que observamos en el 4T20 en **SQM**. Por otro lado, los anuncios de la compañía de su *joint venture* (Mt. Holland) de iniciar la producción en el 2024 retrasa en parte la puesta en marcha que estimábamos, aunque sorprende al alza en volúmenes. Como punto adicional, los “inventarios estratégicos” que mantiene SQM sorprendieron en el último reporte, al comercializar volúmenes récord al mínimo precio histórico y perdiendo el *upside* que menciona la compañía. No obstante, se debe considerar también que un 30% del resultado bruto total proviene del **yodo**, mineral que ha visto fuertes caídas en la demanda y no estimamos retome niveles previos a la pandemia en el 2021, lo que presionaría los resultados consolidados.

La situación del hierro favorecería los resultados de CAP de 2021, al estar muy por sobre el promedio de los últimos años. Además, el premio por pellet y hierro de mejor ley beneficia adicionalmente a la compañía, con un crecimiento esperado en Ebitda 2021 de 25% a/a. En el caso del segmento procesamientos de **acero** y en línea con el objetivo de rentabilizar la operación, mejoramos las proyecciones de corto y largo plazo, aunque continuaría con pérdidas. Respecto de los precios proyectados del hierro y considerando las estimaciones de mercado, estimamos un precio promedio en torno a los US\$ 129/t en el 2021, retomando niveles previos en el 2022 a US\$ 73/t, con US\$ 63/t en el largo plazo.

Con todo, actualizamos los precios objetivos para SQM-B y CAP, con \$39.700 y \$12.000, respectivamente, ambas con recomendación Neutral.

Étienne Célery P.
Analista Sector *Commodities*,
Forestal, Consumo e
Industrial
etienne.celery@security.cl

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

Cuadro 1: Resumen Recomendación

| Empresa | Recomendación | Precio Objetivo | P/U Forward | EV/Ebitda Forward | Dividend Yield |
|---------|---------------|-----------------|-------------|-------------------|----------------|
| SQM-B | Neutral | \$39.700 | 51,9x | 21,1x | 1,6% |
| CAP | Neutral | \$12.000 | 6,8x | 5,6x | 2,0% |

Aumento de Precios del Litio Impulsaría Resultados

Las alzas recientes en los precios del litio, principalmente en China, permitirían a la compañía contrarrestar el efecto negativo que tuvieron los bajos precios en los resultados del 2020. El crecimiento acelerado que experimentaría el sector de electromovilidad justifica las alzas de los últimos meses, pudiendo continuar en el corto plazo.

En el segmento de litio, estimamos un crecimiento de 25% a/a en el resultado bruto, con un precio promedio consolidado para el 2021 de US\$ 9.200/t (US\$ 8.880/t para el carbonato y US\$ 11.000/t para el hidróxido), de acuerdo con los actuales niveles de precios. En el largo plazo, dejamos el precio fijo en US\$ 7.600/t en el carbonato y US\$ 9.600/t para el hidróxido, por debajo de los precios de hoy. Los volúmenes, por su parte, proyectamos estén por debajo de lo visto en el 2020 - donde hubo un crecimiento muy por sobre lo esperado en el 4T20 - estimando 60 mil toneladas de litio exportado. El ritmo de crecimiento aceleraría a partir del 2022, a un 21% anual, permitiéndole extraer 130 mil toneladas de litio en el 2023, por debajo del *guidance* de la compañía de 150 mil toneladas.

Con respecto al yodo, y producto de la menor demanda global por el mineral -que es principalmente utilizado en exámenes médicos de contraste-, los volúmenes estimados continuarían presionados con respecto a su historia, pero crecerían 4% a/a hasta las 10 mil toneladas. El 2022 retomaría el crecimiento, manteniendo nuestras proyecciones de un 1% anual. En el segmento de nutrientes vegetales de especialidad (NVE), mayores precios de los productos y menores costos permitirían un crecimiento de 24% a/a en el resultado bruto y así superar los niveles del 2019.

Creemos que las alzas en los precios del litio ya están incorporadas en la valoración actual de la compañía. Aunque no descartamos aumentos adicionales en el corto plazo - favoreciendo a SQM por sobre sus competidores al tener menos contratos de largo plazo - los ojos vuelven a estar en la capacidad de la compañía para producir y comercializar el mineral. Si bien aumentamos nuestras proyecciones de volúmenes, estas seguirían estando por debajo del *guidance* de la compañía. Finalmente, las otras líneas de negocio tendrían resultados mixtos este año, siendo Yodo el que menos recuperaría terreno, y Químicos Industriales liderando el crecimiento explicado por una fuerte demanda.

Riesgos

- ↑ Precios del litio al alza en el corto plazo.
- ↓ Cash costs mayores a lo estimado en litio.
- ↕ Precio del litio de largo plazo (estimamos un efecto de +/-12% en la valoración por cada US\$1.000/t. que cambie sobre los US\$7.600/t. de largo plazo)
- ↓ Restricciones medioambientales y/o regulatorias afectan la producción y/o costo de SQM. Especialmente relacionada con el agua.

SQM-B

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$39.700

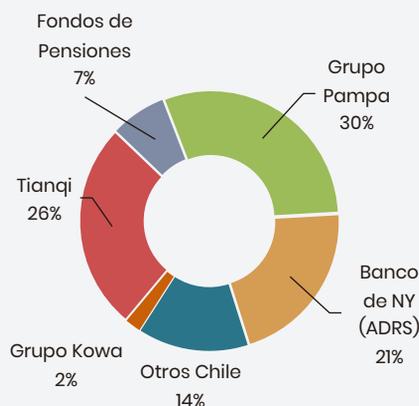
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|--------------------------------|-----------------|
| Ticker BCS | SQM-B |
| Riesgo | Alto |
| Precio Objetivo (\$) | 39.700 |
| Precio Actual (\$) | 39.835 |
| Fecha Informe | 18-mar-21 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 13.441 / 44.240 |
| Market Cap (MMUS\$) | 13.621 |
| Volumen Diario (MM\$)* | 17.819 |
| Nº Acciones (millones) | 149,4 |
| Free Float | 93% |
| Peso IPSA | 12,5% |
| Dividend Yield 12M | 1,6% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



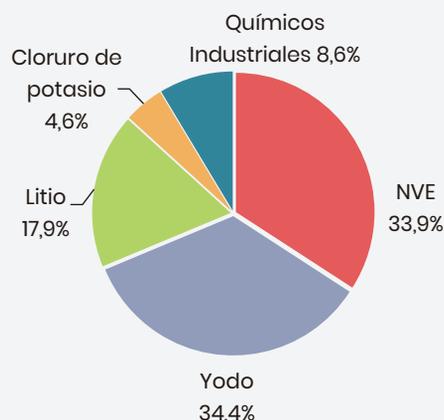
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

SQM-B | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 39.835 | P. Objetivo (\$): 39.700

Estado de Resultados

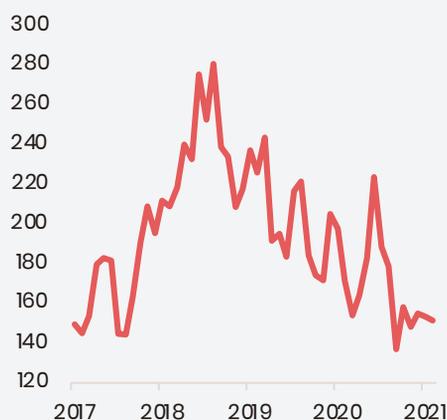
| RESULTADO BRUTO (MM US\$) | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Nutrientes Vegetales | 150 | 164 | 203 | 221 | 232 |
| Yodo | 141 | 166 | 149 | 158 | 155 |
| Litio | 199 | 86 | 203 | 255 | 317 |
| Otros | 70 | 67 | 73 | 65 | 39 |
| ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$) | | | | | |
| Ingresos | 1.944 | 1.817 | 2.040 | 2.239 | 2.373 |
| Variación (%) | -14,2% | -6,5% | 12,3% | 9,8% | 5,9% |
| Resultado Operacional | 435 | 376 | 515 | 556 | 590 |
| Variación (%) | -35,0% | -13,5% | 36,9% | 8,1% | 6,0% |
| Margen Operacional (%) | 22,4% | 20,7% | 25,2% | 24,9% | 24,9% |
| EBITDA | 645 | 572 | 695 | 815 | 868 |
| Variación (%) | -27,2% | -11,3% | 21,4% | 17,3% | 6,4% |
| Margen EBITDA (%) | 33,2% | 31,5% | 34,0% | 36,4% | 36,6% |
| Utilidad Neta | 280 | 241 | 326 | 361 | 383 |
| Variación (%) | -36,9% | -13,9% | 35,0% | 11,0% | 6,0% |
| Margen Neto | 14,4% | 13,3% | 16,0% | 16,1% | 16,1% |
| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
| Deuda/Activos (%) | 39% | 40% | 41% | 41% | 41% |
| EBITDA/Gastos Fin. (x) | 8,4 | 7,0 | 8,7 | 11,2 | 12,0 |
| Liquidez Corriente (x) | 3,5 | 3,7 | 3,2 | 3,1 | 3,0 |
| Deuda Neta/EBITDA (x) | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 1,7 | 1,7 |
| Deuda Financiera (MMUSD) | 1.818 | 1.924 | 2.160 | 2.371 | 2.512 |
| VALORIZACIONES | | | | | |
| Precio de cierre (\$) | 19.533 | 34.600 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | 25,3 | 35,3 | 28,4 | 24,8 | 22,3 |
| EV/EBITDA (x) | 12,2 | 16,5 | 15,2 | 13,0 | 11,6 |
| Bolsa Libro (x) | 3,4 | 4,2 | 4,2 | 3,9 | 3,5 |
| Precio Ventas (x) | 4 | 5 | 5 | 4 | 4 |
| ROA (%) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| ROE (%) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |

Resultado Bruto por Operación



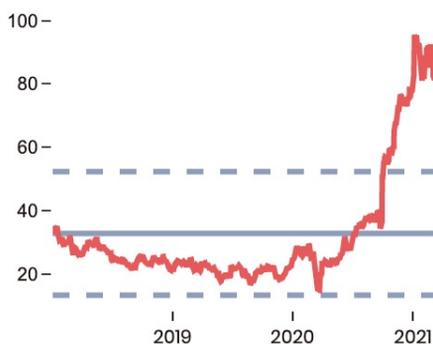
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Exportaciones Litio 3M Trailing

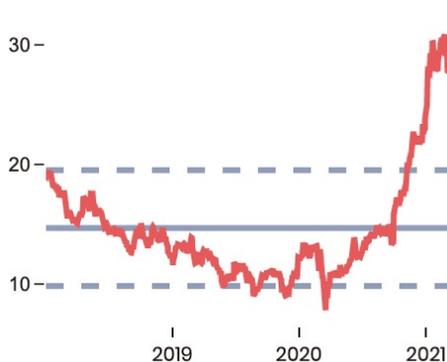


Fuente: Aduanas Chile y Estudios Security

P/U Trailing

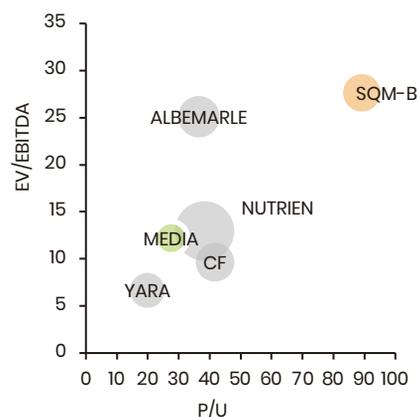


EV/EBITDA Trailing



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Comparables



Altos Precios del Hierro Mantendrían Elevadas las Valorizaciones

Tras promediar menos de US\$80/t en los últimos 10 años, el hierro nuevamente se sitúa sobre los US\$ 160/t, favoreciendo a todas las compañías relacionadas con el metal. En el caso de CAP, dicha alza se presenta en un excelente momento, al haber dejado atrás el accidente de Guacolda II y retomando los altos niveles de producción, sumado a premios por ley y por *pellets* mayores a los promedios históricos.

El segmento de Hierro, que representa el 96% del resultado operacional consolidado, experimentaría un aumento de 54% a/a en Ebitda. Esto explicado por mayores precios (US\$ 129/t de precio promedio esperado en 2021, +17% a/a), y con volúmenes ligeramente inferiores al 2020 por 16.140 toneladas (un 90% de la capacidad productiva), debido a las paralizaciones en los meses de enero y febrero por motivos ajenos a la compañía. Consideramos un *cash cost* superior al *guidance* de la compañía, en torno a US\$ 46/t para el 2021, disminuyendo a US\$ 42/t en el largo plazo. Mantenemos los volúmenes estables en 16.200 toneladas en las proyecciones futuras, con un precio descendiendo hasta US\$ 63/t, según proyecciones de CBA para 2030. De todas maneras, actualmente existen riesgos al alza para los precios, asociados al crecimiento de China y a la menor producción anunciada por la brasileña Vale. Aun así, incorporamos un escenario conservador de precios en el 2022, situándolo en US\$ 75/t. Cabe mencionar que la valorización de la compañía es muy sensible al precio de largo plazo de este, por lo que adjuntamos una sensibilización en el ítem "riesgos".

Con respecto a la división de Acero, y en línea con el objetivo de la nueva administración de rentabilizar la operación, sumado a un precio favorecido y a mayor demanda, el 2021 observaríamos alzas de 9% en los ingresos. Con volúmenes proyectados en 755 mil toneladas, y a un precio promedio creciendo 19% a/a hasta los US\$ 769/t, el segmento acotaría las pérdidas de los años anteriores y cerraría con un Ebitda de US\$-4,5 millones, frente a los US\$-32,1 millones del 2020. En el largo plazo, ajustamos los resultados aún más al *breakeven* de la operación.

Esperamos buenos resultados de la compañía este 2021, pudiendo sorprender con un *cash cost* menor, y en un escenario optimista, recuperando los volúmenes perdidos tras las paralizaciones a precios superiores. En el largo plazo, la clave continúa en el crecimiento de China, influyendo en los precios del metal.

Riesgos

- ↑ Alzas en los precios del acero a nivel internacional permiten alzas considerables en el resultado operacional de la compañía.
- ↕ Precio promedio del hierro por sobre/bajo nuestras estimaciones.
- ↕ Por cada US\$1 de variación en el precio de hierro de LP, el precio de CAP varía +2,8%.
- ↕ Variaciones en el *cash cost*, con efectos de monedas locales.
- ↓ Alzas en los costos de envíos por nueva normativa en reducción de emisiones.

CAP

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$12.000

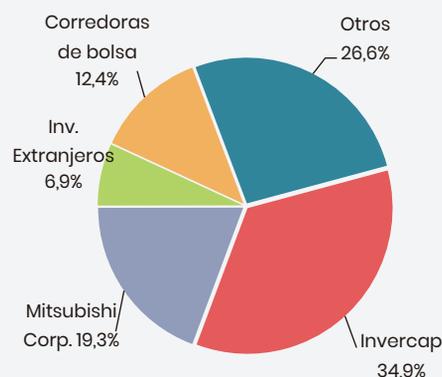
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|----------------------------------|----------------|
| Ticker BCS | CAP |
| Riesgo | Alto |
| Precio Objetivo (\$/US\$) | 12.000 |
| Precio Actual (\$) | 12.250 |
| Fecha Informe | 18-mar-21 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 2.300 / 12.325 |
| Market Cap (MMUS\$) | 2.535 |
| Volumen Diario (MM\$)* | 3.819 |
| Nº Acciones (millones) | 149,4 |
| Free Float | 42% |
| Peso IPSA | 2,3% |
| Dividend Yield 12M | 2,0% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



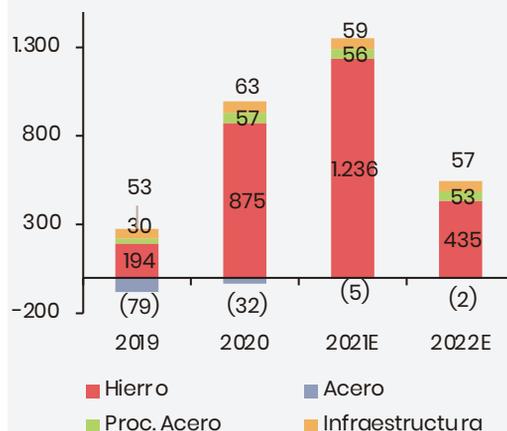
Fuente: Presentación Corporativa

CAP | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 12.250 | P. Objetivo (\$) : 12.000

Estado de Resultados

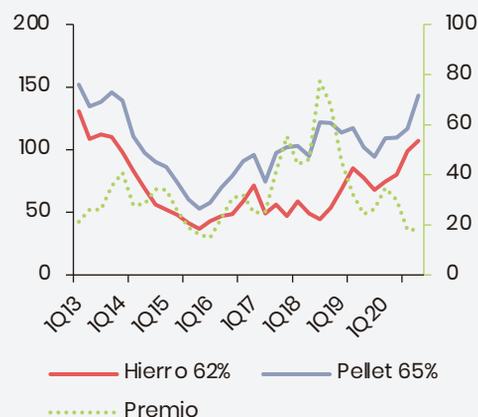
| DRIVERS HIERRO US\$ | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Precio Hierro 62% | 94 | 105 | 135 | 90 | 70 |
| Precio Hierro CAP | 84 | 110 | 129 | 75 | 60 |
| Cash Cost | 58 | 52 | 46 | 45 | 43 |
| Costos de Transporte | 19 | 15 | 18 | 19 | 19 |
| ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$) | | | | | |
| Ingresos | 1.590 | 2.679 | 3.194 | 2.186 | 1.881 |
| Variación (%) | -17% | 68% | 19% | -32% | -14% |
| Resultado Operacional | -29 | 699 | 1.096 | 346 | 165 |
| Variación (%) | -109% | -2545% | 57% | -68% | -52% |
| Margen Operacional (%) | -2% | 26% | 34% | 16% | 9% |
| EBITDA | 199 | 974 | 1.344 | 552 | 345 |
| Variación (%) | 13% | 36% | 42% | 25% | 18% |
| Margen EBITDA (%) | 13% | 36% | 42% | 25% | 18% |
| Utilidad Neta | -104 | 300 | 506 | 112 | 41 |
| Variación (%) | -184% | -389% | 68% | -78% | -63% |
| Margen Neto | -7% | 11% | 16% | 5% | 2% |
| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
| Deuda/Activos (%) | 18% | 19% | 22% | 17% | 15% |
| EBITDA/Gastos Fin. (x) | 2,0 | 11,4 | 12,3 | 4,9 | 4,0 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,9 |
| Deuda Neta/EBITDA (x) | 3,3 | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 1,4 |
| Deuda Financiera (MMUSD) | 1.007 | 1.125 | 1.386 | 979 | 842 |
| VALORIZACIONES | | | | | |
| Precio de cierre (\$) | 5.700 | 9.545 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | -10,9 | 6,6 | 5,4 | 22,4 | 61,1 |
| EV/EBITDA (x) | 15,7 | 3,9 | 3,3 | 8,2 | 12,9 |
| Bolsa Libro (x) | 0,6 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |
| Precio Ventas (x) | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,1 | 1,3 |
| ROA (%) | -1,9% | 5,1% | 7,4% | 1,9% | 0,7% |
| ROE (%) | -5,4% | 15,2% | 22,7% | 5,2% | 1,8% |

EBITDA por Operación



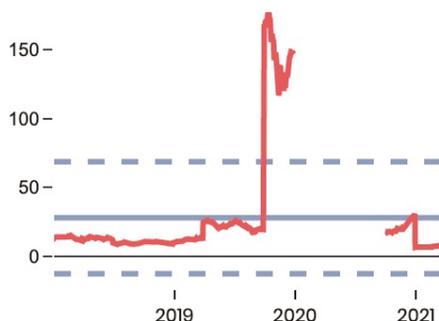
Fuente: Estados Financieros

Precio Hierro

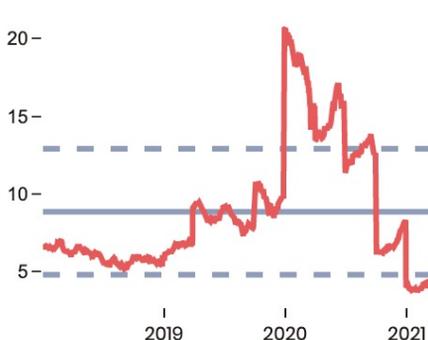


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

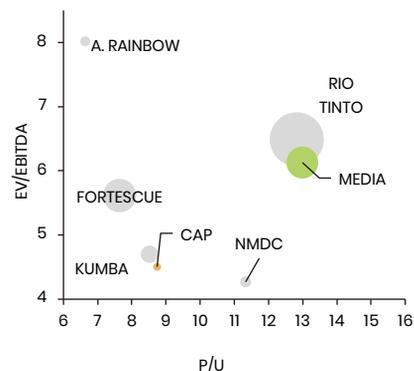
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.