

Sector Minero: Escenario de Precios se Enfrenta con Riesgos Regulatorios

Resumen

En 2021, el mercado del **litio** mostró su mejor año desde el 2018, con empinadas alzas en los precios del *commodity*, consecuencia de una demanda creciente y una oferta aún deficiente para la industria. Las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China aumentaron 160% 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. En el caso del **hierro**, su valor alcanzó máximos de casi una década en la primera parte de 2021, al superar los US\$ 230/t, lo que impulsó fuertemente los resultados de **CAP**, particularmente en el 2T21, pero las fuertes caídas del precio frenaron ese buen desempeño operacional, apuntando a precios en torno a US\$ 85/t hacia 2022.

Las significativas alzas en el precio del litio irían incorporándose con menor rezago en los resultados de **SQM** durante 2022 respecto a lo que fue en 2021, ya que en este ejercicio sus contratos se adecúan de mejor forma para absorber la tendencia del mercado. Por otro lado, estamos atentos al avance de la inversión asociada al segmento de litio que aumentaría la capacidad de producción en un 27%. Respecto a sus otros negocios, nos mostramos positivos en los segmentos de NVE, potasio y yoda, con una favorable tendencia de precios, al menos en el corto plazo. No obstante, los ruidos políticos, tributarios y regulatorios a nivel local podrían generar efectos adversos (y aún inciertos) sobre los flujos de SQM en el mediano-largo plazo.

CAP enfrentaría un 2022 con una alta base comparativa en todos sus segmentos de negocios, al haber experimentado un año 2021 récord en cuánto a sus precios de venta. El mayor premio por pellet de hierro de mejor ley ayudaría a contener las caídas de Ebitda, ítem que podría mostrar un descenso sobre 30% a/a. En el caso del segmento de **acero**, y en línea con el objetivo de rentabilizar la operación, mejoramos las proyecciones de corto y mediano plazo, aunque moderando su margen operacional a futuro. Respecto de los precios proyectados del hierro, y considerando las estimaciones de mercado, estimamos un precio promedio de largo plazo en torno a los US\$ 70/t, con un cash cost en torno a US\$ 43/t, al incorporar las eficiencias efectuadas por la firma en los últimos años.

Con todo, actualizamos los precios objetivos para SQM-B y CAP, con \$47.500 y \$11.000, respectivamente, ambas con recomendación Neutral.

Roberto Valladares R.
Analista Sector Commodities
Minero y Forestal
roberto.valladares@security.cl

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

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
SQM-B	Neutral	\$47.500	9,4x	10,2x	1,4%
CAP	Neutral	\$11.000	9,7x	4,5x	6,0%

Altos Mix de Precios se Contrapesan con Riesgo Regulatorio

Desde la segunda mitad de 2021 hemos visto cómo los precios del litio se han elevado a valores históricamente altos, debido a una oferta que se recupera lentamente y una creciente demanda, en particular de automóviles eléctricos. De hecho, se espera que sus ventas a nivel global aumenten sobre un 40% en 2022, superando los 6 millones de unidades. Esta presión en la demanda se debería mantener hacia 2023, moderando en los años siguientes en la medida que ingrese nueva capacidad mundial. Ante esto, estimamos que el resultado bruto en litio casi se triplique este año, con un precio promedio consolidado para el 2022 de US\$ 17.375/t (US\$ 17.000/t para el carbonato y US\$ 19.500/t para el hidróxido), considerando que el valor de referencia en China se encuentra actualmente en torno a los US\$55.000/t para el carbonato y US\$50.000/t para el hidróxido. En el largo plazo, convergemos los precios de SQM a un valor de US\$ 8.000/t en carbonato y US\$ 9.500/t en hidróxido. A nivel de volúmenes proyectamos una expansión gradual, acercándose a su capacidad máxima hacia 2027, la que no incluye proyectos aún en evaluación ambiental.

Respecto a su contrato de concesión de litio con Corfo (que vence en 2030), por el momento mantenemos en nuestro modelo la continuidad operativa de este proceso productivo, pero incorporamos un aumento relevante en las tasas impositivas a partir de dicho año, en particular en los segmentos de litio y potasio. Esto no descarta la posibilidad de otros escenarios alternativos, lo que se irán evaluando en su mérito.

Con respecto al yodo, esperamos que este año se mantengan las favorables condiciones de precios para el mineral, como las observadas en los últimos reportes de resultados. En 2021, los volúmenes recuperaron rápidamente los niveles *pre-pandemia*, por lo que estimamos un crecimiento de 3% a/a en 2022, hasta las 13 mil toneladas. Desde 2023 se materializaría el aumento de capacidad programado por la empresa, alcanzando las 15 mil toneladas hacia 2026. En tanto, en el segmento de nutrientes vegetales de especialidad (NVE), mayores precios de sus productos y menores costos permitirían un crecimiento de 9% a/a en el resultado bruto el 2022. Cloruro de potasio, por su lado, consolidaría el alza de precios, superando los US\$ 580/TM en 2022.

Si bien los ruidos políticos recientes en torno a las licitaciones del litio en Chile no debieran modificar el contrato actual que la empresa mantiene con Corfo, no se pueden descartar riesgos a más largo plazo referentes a esquemas de royalty y concesiones. Lo anterior compensa los positivos resultados de la compañía en el corto y mediano plazo, gracias a un buen escenario de precios y volúmenes en todas sus líneas de negocios.

Riesgos

↑ Precios del litio que continúen al alza en el corto plazo.

Sensibilización: Estimamos un efecto de +/-3% en la valorización por cada US\$1.000/t de ajuste en el precio del litio de largo plazo.

↓ Cash costs mayores a lo estimado en litio.

↓ Restricciones medioambientales y/o regulatorias que afecten la producción y/o costo de SQM, especialmente en relación al uso del agua.

↓ Empresa Nacional del Litio propuesta por el gobierno electo podría cambiar los acuerdos actuales de la empresa y poner presiones sobre el royalty a pagar.

SQM-B

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$47.500

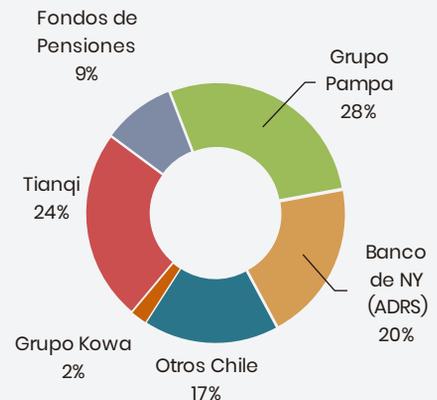
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SQM-B
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	47.500
Precio Actual (\$)	42.850
Fecha Informe	03-febrero-22
Precio Min/Max 12M (\$)	28.806 / 57.759
Market Cap (MMUS\$)	14.963
Volumen Diario (MM\$)*	18.414
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	93%
Peso IPSA	13,5%
Dividend Yield 12M	1,4%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



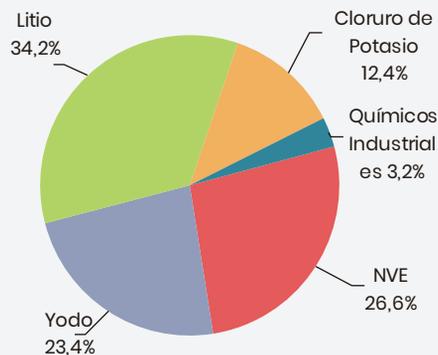
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

SQM-B | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 42.850 | P. Objetivo (\$): 47.500

Estado de Resultados

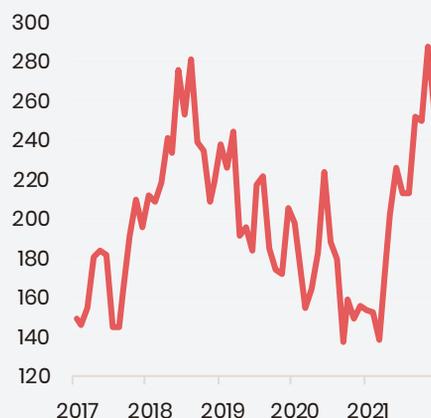
RESULTADO BRUTO (MM US\$)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nutrientes Vegetales	150	164	226	245	238
Yodo	141	166	189	192	192
Litio	199	86	296	1.059	1.011
Otros	70	67	150	174	130
ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$)					
Ingresos	1.944	1.817	2.782	4.234	4.249
Variación (%)	-14,2%	-6,5%	53,1%	52,2%	0,3%
Resultado Operacional	435	376	745	1475	1361
Variación (%)	-35,0%	-13,5%	98,1%	98,0%	-7,7%
Margen Operacional (%)	22,4%	20,7%	26,8%	34,8%	32,0%
EBITDA	645	572	959	1.681	1.557
Variación (%)	-27,2%	-11,3%	67,6%	75,2%	-7,3%
Margen EBITDA (%)	33,2%	31,5%	34,5%	39,7%	36,7%
Utilidad Neta	280	241	432	983	903
Variación (%)	-36,9%	-13,9%	162,5%	127,6%	-8,1%
Margen Neto	14,4%	13,3%	15,5%	23,2%	21,2%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda/Activos (%)	39%	40%	37%	33%	28%
EBITDA/Gastos Fin. (x)	8,4	7,0	12,3	21,3	19,7
Liquidez Corriente (x)	3,5	3,7	6,2	4,7	4,6
Deuda Neta/EBITDA (x)	1,1	1,5	0,6	0,3	0,2
Deuda Financiera (MMUSD)	1.818	1.924	2.698	2.738	2.369
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	19.533	34.600	47.787	-	-
Precio Utilidad (x)	25,3	35,3	21,4	9,4	10,2
EV/EBITDA (x)	12,2	16,5	10,3	5,9	6,2
Bolsa Libro (x)	3,4	4,2	2,7	2,3	2,1
Precio Ventas (x)	4	5	3	2	2
ROA (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ROE (%)	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2

Resultado Bruto por Operación 2021E



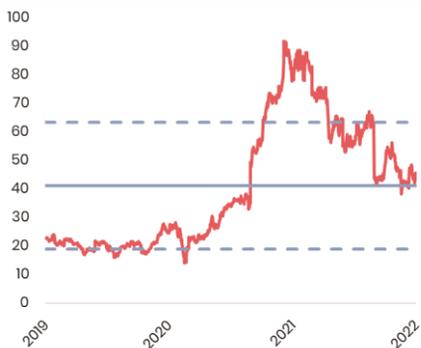
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Exportaciones Litio 3M Trailing

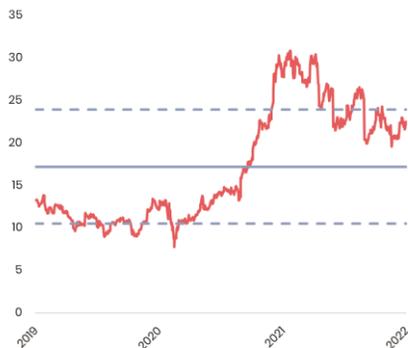


Fuente: Aduanas Chile y Estudios Security

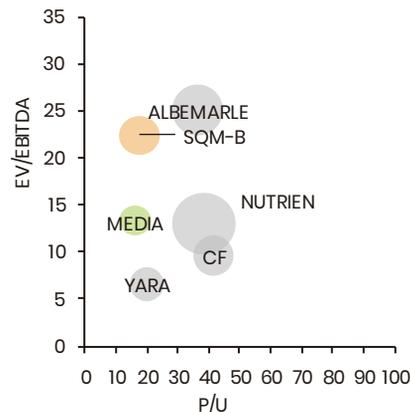
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables 2022E



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Tras Máximos en 2021, Precio del Hierro se Ajustaría a Valores Históricos

Tras alcanzar máximos de US\$ 235/t durante el primer semestre de 2021, y que implicó resultados récord para Cap en el 2T21, el precio del hierro ha revertido abruptamente a sus niveles históricos de US\$ 80/t en los últimos meses, lo que se vio reflejado en ajustes aún mayores en Ebitda en el segundo semestre de 2021 debido al sistema de reliquidación de despachos y el reconocimiento de diferenciales de precios respecto a periodos previos. Una estabilización del hierro en estos niveles permitiría el reconocimiento de un precio promedio más en línea con el mercado, pero igualmente se traduciría en un importante descenso en el Ebitda de este año (hasta US\$780 millones consolidado), un nivel superior al promedio de años anteriores gracias a los esfuerzos por eficientar sus operaciones.

En efecto, esperamos que el segmento de Hierro, que representa el 90% del resultado operacional consolidado, experimente una disminución de -54% a/a en el Ebitda de este año. Esto explicado por menores precios (US\$ 85/t para el índice de referencia en 2022, -46% a/a), con volúmenes estables en 16,1 millones de toneladas (un 90% de la capacidad productiva). Consideramos un *cash cost* en torno a US\$ 45/t para el 2022, disminuyendo a US\$ 43/t en el largo plazo. Mantenemos los volúmenes estables en 16 millones de toneladas en las estimaciones futuras, con un precio descendiendo hasta US\$ 70/t, en línea con las proyecciones de CBA para 2030. No obstante, se debe considerar la volatilidad que suele predominar en este mercado, en respuesta a las expectativas de demanda desde China, y los cambios en las proyecciones de oferta de los mayores operadores, como son BHP y Vale (ante ello, adjuntamos Sensibilización al hierro en la sección Riesgos).

Con respecto a la división de Acero, las restricciones impuestas por China a la producción del material podrían mantener por un tiempo mayor a lo esperado los altos precios que han prevalecido en el último periodo. Sin embargo, moderamos este optimismo en 2022, lo que implicaría un ajuste de -19% a/a en ingresos (volúmenes estables en 780 mil toneladas, y un precio promedio cayendo 15% a/a). Esto permitiría dejar atrás las pérdidas de años anteriores y cerrar con un Ebitda de US\$ 57 millones. En el largo plazo, ajustamos levemente estos resultados a sólo ganancias mínimas.

Considerando que el año 2021 fue histórico, las cifras que obtendría la compañía este año seguirían siendo favorables respecto a periodos anteriores, gracias a un menor *cash cost*, un precio razonable y volúmenes impulsados por la demanda desde China. Creemos que bastante de estas expectativas ya están incorporadas en su valorización, a menos que ocurra un nuevo desbalance en el mercado de hierro.

Riesgos

- ↕ Precio promedio del hierro por sobre/bajo nuestras estimaciones.
Sensibilización: por cada US\$5/t de variación en el precio promedio de hierro de largo plazo, el precio de CAP varía +/-16%.
- ↕ Variaciones en el *cash cost* por cambios en precios de insumos, mano de obra o regulaciones.
- ↓ Alzas en los costos de transporte (no transferibles a precios) por medidas medioambientales o dificultades en sus envíos por nuevos atochamientos en puertos.
- ↑ Alzas en los precios del acero a nivel internacional permiten aumentos considerables en el resultado operacional de la compañía.
- ↓ Cambios regulatorios y nuevos royalties mineros.

CAP

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$11.000

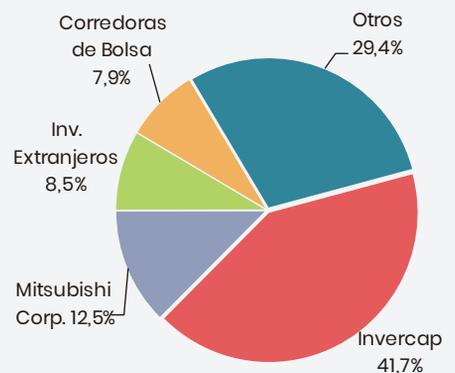
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CAP
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$/US\$)	11.000
Precio Actual (\$)	9.400
Fecha Informe	03-febrero-22
Precio Min/Max 12M (\$)	6.550 / 14.990
Market Cap (MMUS\$)	1.717
Volumen Diario (MM\$)*	2.965
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	42%
Peso IPSA	2,2%
Dividend Yield 12M	6,0%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



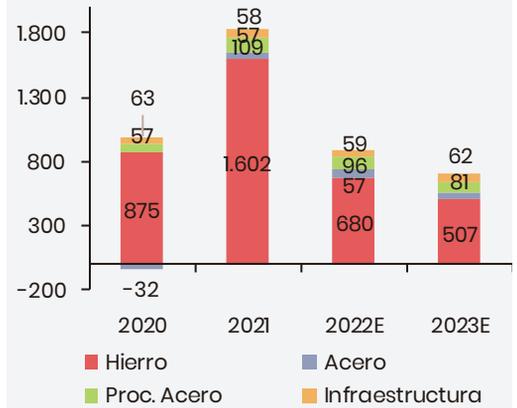
Fuente: Presentación Corporativa

CAP | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 9.400 | P. Objetivo (\$) : 11.000

Estado de Resultados

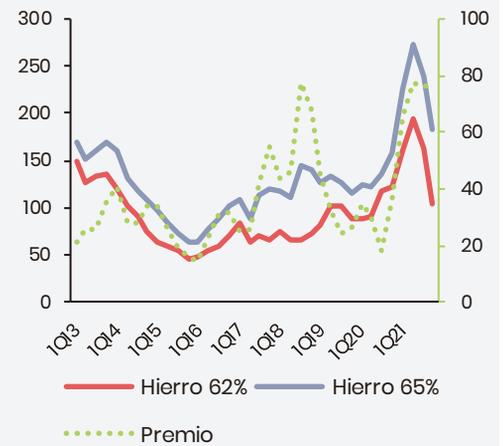
DRIVERS HIERRO US\$	2019	2020	2021	2022e	2023e
Precio Hierro 62%	94	105	154	85	75
Precio Hierro CAP	84	110	148	90	78
Cash Cost	58	52	46	44	44
Costos de Transporte	19	15	25	19	19
ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$)					
Ingresos	1.590	2.679	3.677	2.633	2.403
Variación (%)	-17%	68%	37%	-28%	-9%
Resultado Operacional	-29	699	1.521	550	368
Variación (%)	-109%	-2545%	118%	-64%	-33%
Margen Operacional (%)	-2%	26%	41%	21%	15%
EBITDA	199	974	1.814	808	631
Variación (%)	13%	388%	86%	-55%	-22%
Margen EBITDA (%)	13%	36%	49%	31%	26%
Utilidad Neta	-104	300	741	226	142
Variación (%)	-184%	-389%	147%	-70%	-37%
Margen Neto	-7%	11%	20%	8%	7%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda/Activos (%)	18%	12%	10%	12%	12%
EBITDA/Gastos Fin. (x)	2,0	11,4	28,6	9,4	7,4
Liquidez Corriente (x)	1,1	1,0	1,6	1,1	0,9
Deuda Neta/EBITDA (x)	3,3	0,3	-0,5	0,1	0,4
Deuda Financiera (MMUSD)	1.007	726	703	697	705
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	5.700	9.545	8.300	-	-
Precio Utilidad (x)	-10,9	6,6	3,3	9,7	16,5
EV/EBITDA (x)	15,7	3,6	1,6	4,5	6,3
Bolsa Libro (x)	0,6	1,0	0,9	1,0	1,0
Precio Ventas (x)	0,7	0,7	0,6	0,8	1,0
ROA (%)	-1,9%	5,1%	10,2%	3,9%	2,5%
ROE (%)	-5,4%	14,6%	27,0%	9,9%	6,3%

EBITDA por Operación



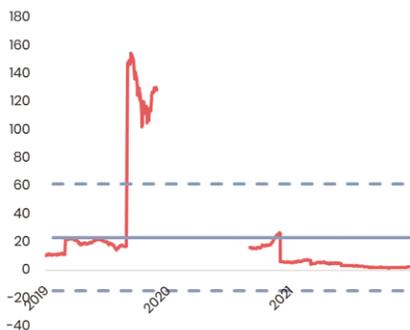
Fuente: Estados Financieros

Precio Hierro

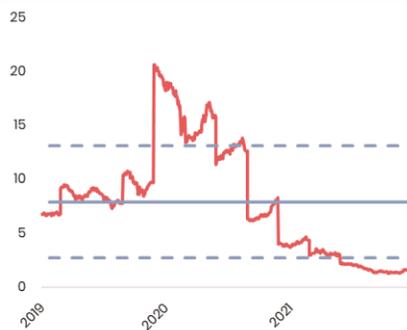


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

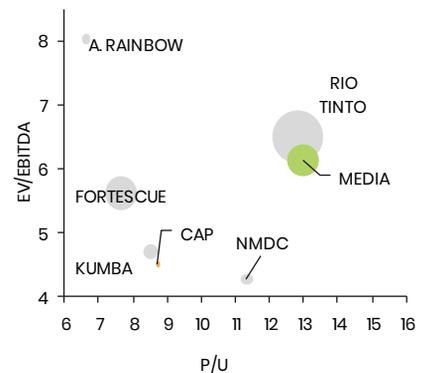
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.