

Sector Minero: Panorama Global Será el Factor de Riesgo para las Compañías Mineras

Resumen

En 2022, el mercado del **litio** mostró su mejor año desde el 2018, con significativas 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 alcanzaron el 22% de las ventas mensuales de autos durante el mes de octubre, marcando la alta demanda por este tipo de transporte. En Estados Unidos, por su parte, los autos eléctricos tomaron mayor presencia de mercado, superando el 10% del total de ventas en el tercer trimestre del 2022, y muestran una tendencia al alza en cuanto a demanda. En el caso del **hierro**, aunque con una elevada volatilidad, se registra una clara tendencia a la baja debido a la desaceleración de la actividad económica en China. Esto ha llevado el precio del hierro de ley 62% a niveles bajo los US\$ 80/ton., presionando fuertemente los resultados de **CAP**, particularmente en el 1T22 y 3T22. Los futuros indican caídas mayores en el precio de hierro, en torno a los US\$ 90/ton.

El cambio de los contratos de litio, por parte de **SQM**, logró que los precios spot se incorporaran más rápido dentro de los resultados, con un menor rezago que los años anteriores. Por otro lado, mantenemos un foco en el avance de la inversión asociada al segmento de litio que continúa en aumento y esperamos que se internalicen los proyectos tanto en China como en Australia. Respecto a sus otros negocios, nos mostramos positivos en los segmentos de NVE y yodo, con una favorable tendencia de precios, al menos en el corto plazo. No obstante, vemos que debido al desfase del pago del royalty con las ventas de la empresa y relevantes fluctuaciones del precio del litio podrían poner en riesgo los márgenes de este segmento.

CAP enfrentaría un 2023 que dependerá principalmente de la situación económica mundial y particularmente del segmento construcción en China. El mayor premio por pellet de hierro de mejor ley ayudaría a contener ciertas caídas de Ebitda, ítem que mostraría un descenso en torno a 20% a/a en nuestro caso base. En el segmento de **acero**, el 2023 se observaría una recuperación del negocio debido a una operación normal del Alto Horno N°2 que tuvo detenciones a principios del 2022 y generó altos costos para la empresa. 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\$ 42/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 \$95.200 y \$8.600, 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 | \$95.200 | 8,2x | 5,4x | 5,8%* |
| CAP | Neutral | \$8.600 | 26,2x | 6,2x | 7,6%* |

* No considera dividendos provisorios

Déficit de Litio Mantendría Altos Niveles de Precio

Los últimos meses se ha observado como el precio del litio ha alcanzado valores sobre los US\$ 80.000/t, precio que excede por mucho las proyecciones realizadas un par de años atrás, lo que se atribuye a una oferta que crece lentamente y una demanda que mantiene un fuerte ritmo de expansión. Esperamos que el dinamismo en la demanda se mantenga durante 2023, desacelerándose en los años siguientes, de la mano de la desaceleración de la actividad global. En este escenario, estimamos que el resultado bruto en litio casi se triplique este año, con un precio promedio consolidado para el 2022 de US\$ 40.500/t (US\$ 40.000/t para el carbonato y US\$ 42.500/t para el hidróxido), considerando que el valor de referencia en China se encuentra actualmente en torno a los US\$80.000/t tanto para el carbonato como para el hidróxido. En el largo plazo, los precios de SQM convergerían a un valor de US\$ 12.000/t en carbonato y US\$ 14.000/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), 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 el 2023 se reversen parcialmente los aumentos de precios que se han visto en la última parte del año. En cuanto a volúmenes, para este segmento esperamos un aumento de capacidad de 5% a/a, que se enfrenta con una caída del 15% a/a en precio. Hacia 2026, estimamos que los volúmenes vendidos alcanzarían las 18 mil toneladas, debido a la entrada en operación de sus inversiones, lo que debiese estabilizar los precios en torno a US\$ 35/kg en el largo plazo. En tanto, en el segmento de nutrientes vegetales de especialidad (NVE), esperamos un precio cercano a US\$ 1000/TM a medida que la oferta se recupere, mientras que las alzas en costos derivados de la inflación reducirían un 34% a/a el resultado bruto durante 2023. Cloruro de potasio, por su lado, tendría una reducción en el precio de venta debido a una recuperación del stock del producto en mercados relevantes como el brasilero, llevando los precios bajo los US\$ 550/TM en 2023.

La compañía ha anunciado planes de inversión para aumentar su producción de litio tanto de manera local como en el extranjero. Sin embargo, todavía existen riesgos que generan incertidumbre en el futuro de la empresa, por lo que nuestra recomendación se mantiene en neutral.

Riesgos

- ↑ Precios del litio se mantengan altos pasado el segundo trimestre del 2023.
- 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 podría plantear un problema de competitividad.
- ↑ Entrada en operación veloz de los nuevos proyectos.
- ↓ Renovación con CORFO por operación del salar no se concreta.

SQM-B

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$95.200

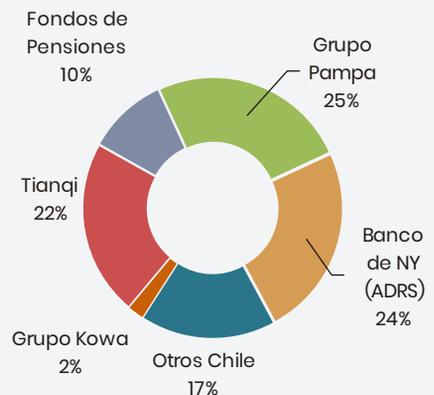
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|--------------------------------|------------------|
| Ticker BCS | SQM-B |
| Riesgo | Alto |
| Precio Objetivo (\$) | 95.200 |
| Precio Actual (\$) | 81.500 |
| Fecha Informe | 12-diciembre-22 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 39.199 / 106.000 |
| Market Cap (MMUS\$) | 25.629 |
| Volumen Diario (MM\$)* | 25.080 |
| Nº Acciones (millones) | 149,4 |
| Free Float | 93% |
| Peso IPSA | 14,8% |
| Dividend Yield 12M | 9,7% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



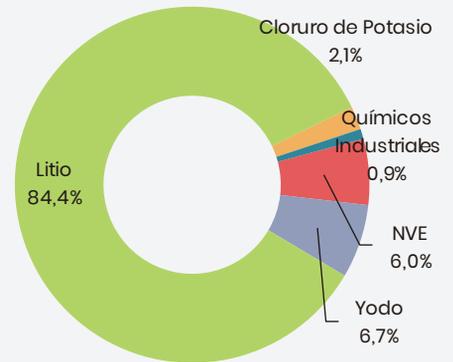
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

SQM-B | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 81.500 | P. Objetivo (\$): 95.200

Estado de Resultados

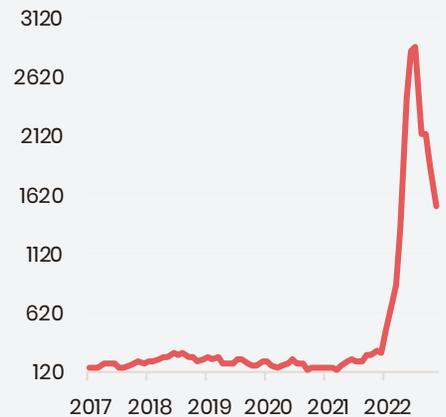
| RESULTADO BRUTO (MMUS\$) | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Nutrientes Vegetales | 164 | 262 | 471 | 308 | 178 |
| Yodo | 166 | 198 | 463 | 345 | 272 |
| Litio | 86 | 441 | 4367 | 4368 | 3488 |
| Otros | 64 | 186 | 319 | 155 | 99 |
| ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$) | | | | | |
| Ingresos | 1.817 | 2.862 | 10.284 | 9.509 | 7.489 |
| Variación (%) | -6,5% | 57,5% | 259,3% | -7,5% | -21,2% |
| Resultado Operacional | 483 | 1.090 | 5.614 | 5.178 | 4.039 |
| Variación (%) | -15,1% | 158,3% | 464,0% | -8,9% | -22,0% |
| Margen Operacional (%) | 26,6% | 38,1% | 54,6% | 54,5% | 53,9% |
| EBITDA | 572 | 1.185 | 5.719 | 5.241 | 4.150 |
| Variación (%) | -11,3% | 107,0% | 382,8% | -8,3% | -20,8% |
| Margen EBITDA (%) | 31,5% | 41,4% | 55,6% | 55,1% | 55,4% |
| Utilidad Neta | 165 | 586 | 3.773 | 3.426 | 2.648 |
| Variación (%) | -40,8% | 256,1% | 544,2% | -9,2% | -22,7% |
| Margen Neto | 9,1% | 20,5% | 36,7% | 36,0% | 35,4% |
| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
| Deuda/Activos (%) | 41% | 37% | 26% | 21% | 22% |
| EBITDA/Gastos Fin. (x) | 7,0 | 14,0 | 69,7 | 63,9 | 50,6 |
| Liquidez Corriente (x) | 5,4 | 4,6 | 2,1 | 3,1 | 3,3 |
| Deuda Neta/EBITDA (x) | 1,9 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Financiera (MMUSD) | 1.968 | 2.639 | 2.620 | 2.186 | 2.095 |
| VALORIZACIONES | | | | | |
| Precio de cierre (\$) | 34.600 | 43.489 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | 158,4 | 48,2 | 7,5 | 8,2 | 10,7 |
| EV/EBITDA (x) | 47,5 | 24,0 | 4,7 | 5,4 | 6,8 |
| Bolsa Libro (x) | 12,3 | 8,9 | 6,1 | 6,1 | 6,1 |
| Precio Ventas (x) | 14 | 10 | 3 | 3 | 4 |
| ROA (%) | 3% | 8% | 37% | 33% | 28% |
| ROE (%) | 8% | 18% | 82% | 74% | 57% |

Resultado Bruto por Operación 2023E



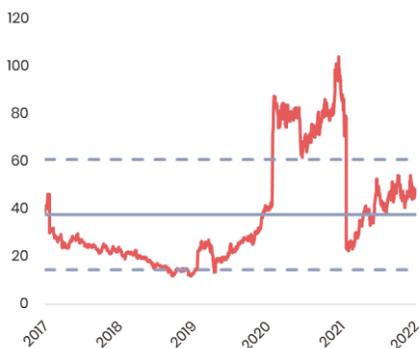
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Exportaciones Litio 3M Trailing

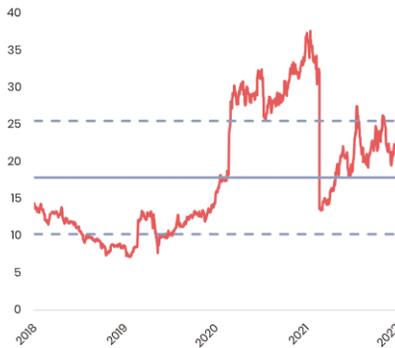


Fuente: Aduanas Chile y Estudios Security

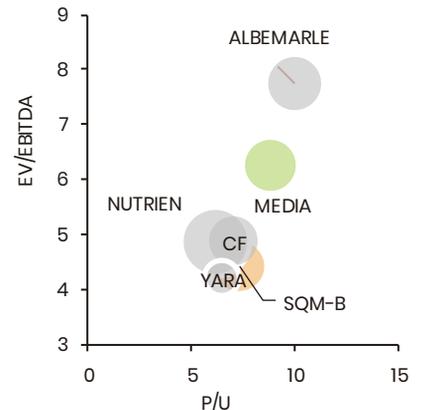
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables 2022



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Caídas Futuras de Precio del Hierro Complicarían Márgenes de CAP

Durante el 2022 se observaron fluctuaciones relevantes del precio de hierro, con niveles máximos de US\$ 147/t y mínimos de US\$ 79/t para el hierro de ley 62%, lo que se deriva de la actividad del sector construcción en China que ha sufrido durante el presente año ante problemas financieros de empresas locales. Hacia el próximo año, esperamos que los precios se estabilicen a niveles de US\$ 80/t, llevando el EBITDA a US\$530 millones consolidado.

En particular, esperamos que el segmento de Hierro, que representa el 90% del resultado operacional consolidado, experimente una disminución de -41% a/a en el Ebitda del 2023. Esto explicado por menores precios (US\$ 74/t para el índice de referencia en 2023, -33% a/a) y volúmenes estables en 16,1 millones de toneladas (90% de la capacidad productiva). Consideramos un *cash cost* en torno a US\$ 44/t para el 2023, disminuyendo a US\$ 42/t en el largo plazo, ante los esfuerzos de la compañía de reducir este valor. Por el lado de los volúmenes, esperamos que se mantengan estables en torno a 16 millones de toneladas, con un precio descendiendo hasta US\$ 74/t, en línea con proyecciones de consenso de mercado y precios de contratos futuros hacia 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 (sensibilización al precio de hierro en la sección Riesgos).

Con respecto a la división de Acero, la detención del Alto Horno N°2 a principios de 2022 afectó la producción anual del material, a lo que se sumó una menor demanda por parte de China. La desaceleración de esta economía proyectada para 2023 y el estrés del sector inmobiliario en ese país, golpearían de manera relevante al segmento, lo que implicaría un ajuste de los ingresos de un -30% a/a (volúmenes llegando a 660 mil toneladas y un precio promedio cayendo 32% a/a). Esto implicaría un segmento con ganancias ajustadas, pese a la recuperación normal del horno. En el largo plazo, ajustamos levemente al alza el resultado bruto del segmento, estabilizándose en torno a 13%, en línea con los esfuerzos de la compañía para rentabilizar estas operaciones.

La recesión mundial esperada para el 2023 y la caída en la operación del sector construcción en China serán unos de los grandes desafíos para CAP. Uno de los factores que afectaría los resultados de la empresa serían fuertes variaciones del precio del hierro, aún así, consideramos un escenario conservador del precio para el 2023. Por otro lado, un factor que podría apoyar los márgenes sería la caída en las tarifas navieras.

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.
- ↑ Bajas en los costos de transporte (no transferibles a precios) por menor congestión en los puertos a nivel internacional.
- ↓ Bajas en los precios del acero a nivel internacional que se sumen a los costos alto de la compañía en ese segmento.
- ↓ Cambios regulatorios y nuevos royalties mineros.

CAP

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$8.600

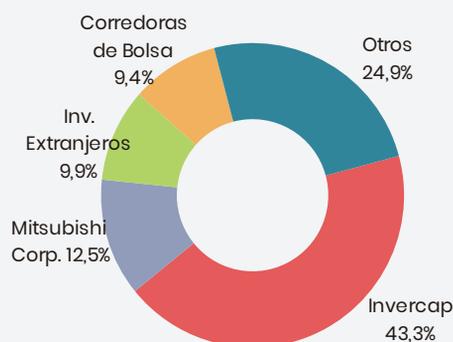
INFORMACIÓN RELEVANTE

| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Ticker BCS | CAP |
| Riesgo | Alto |
| Precio Objetivo (\$/US\$) | 8.600 |
| Precio Actual (\$) | 7.270 |
| Fecha Informe | 12-diciembre-22 |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 5.010 / 12.894 |
| Market Cap (MMUS\$) | 1.247 |
| Volumen Diario (MM\$)* | 3.585 |
| Nº Acciones (millones) | 149,4 |
| Free Float | 42% |
| Peso IPSA | 1,6% |
| Dividend Yield 12M | 31,2% |

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



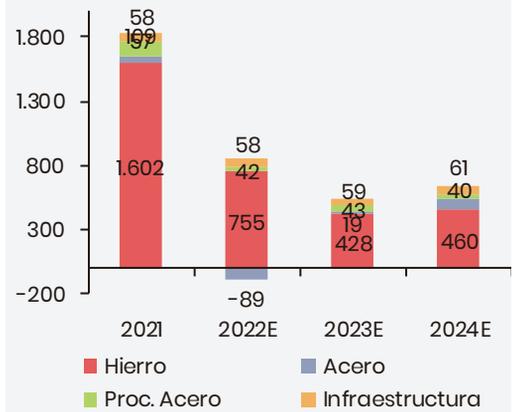
Fuente: Presentación Corporativa

CAP | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 7.270 | P. Objetivo (\$) : 8.600

Estado de Resultados

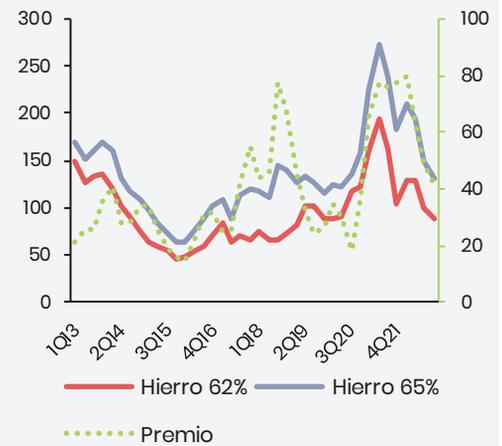
| DRIVERS HIERRO US\$ | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 202e |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Precio Hierro 62% | 105 | 156 | 112 | 75 | 75 |
| Precio Hierro CAP | 110 | 149 | 110 | 74 | 74 |
| Cash Cost | 52 | 47 | 52 | 44 | 42 |
| Costos de Transporte | 15 | 24 | 19 | 19 | 19 |
| ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$) | | | | | |
| Ingresos | 2.679 | 3.677 | 2.788 | 2.025 | 2.156 |
| Variación (%) | 68% | 37% | -24% | -27% | 6% |
| Resultado Operacional | 699 | 1.521 | 468 | 208 | 296 |
| Variación (%) | -2545% | 118% | -69% | -55% | 42% |
| Margen Operacional (%) | 26% | 41% | 17% | 10% | 14% |
| EBITDA | 974 | 1.814 | 762 | 529 | 630 |
| Variación (%) | 388% | 86% | -58% | -31% | 19% |
| Margen EBITDA (%) | 36% | 49% | 27% | 26% | 29% |
| Utilidad Neta Controladores | 300 | 741 | 205 | 75 | 123 |
| Variación (%) | -389% | 147% | -94% | -63% | 64% |
| Margen Neto | 11% | 20% | 2% | 4% | 6% |
| INDICADORES DE CRÉDITO | | | | | |
| Deuda/Activos (%) | 12% | 11% | 14% | 13% | 13% |
| EBITDA/Gastos Fin. (x) | 11,4 | 28,6 | 10,6 | 7,1 | 9,5 |
| Liquidez Corriente (x) | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | 1,0 |
| Deuda Neta/EBITDA (x) | 0,3 | -0,1 | 0,7 | 1,0 | 0,6 |
| Deuda Financiera (MMUSD) | 726 | 703 | 883 | 727 | 708 |
| VALORIZACIONES | | | | | |
| Precio de cierre (\$) | 9.545 | 8.300 | - | - | - |
| Precio Utilidad (x) | 6,6 | 2,6 | 32,6 | 26,5 | 19,6 |
| EV/EBITDA (x) | 3,6 | 1,7 | 4,8 | 6,2 | 5,5 |
| Bolsa Libro (x) | 1,0 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,8 |
| Precio Ventas (x) | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| ROA (%) | 5,1% | 11,2% | 0,8% | 1,0% | 1,7% |
| ROE (%) | 14,6% | 20,2% | 1,4% | 2,5% | 4,0% |

EBITDA por Operación



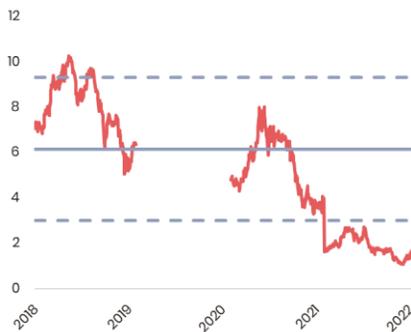
Fuente: Estados Financieros

Precio Hierro

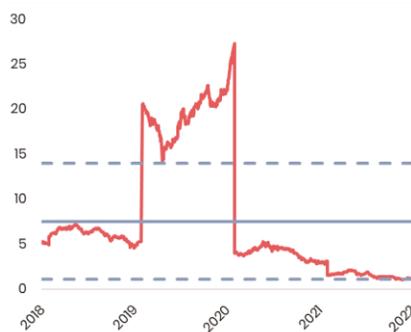


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

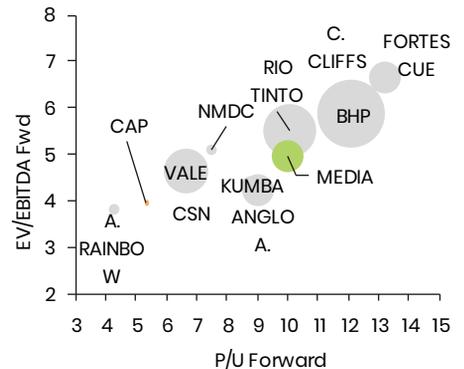
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.