

Sector Minero: Panorama Global y Políticas Locales Serán los Factores de Riesgo para las Compañías Mineras

Resumen

En 2023, el mercado del **litio** mostró una fuerte desaceleración, con significativas disminuciones en los precios del *commodity*, consecuencia de una demanda más cauta y una oferta que ha mostrado cierta expansión. A pesar de lo anterior, las ventas de vehículos eléctricos (VE) en China crecieron un 38% comparado con el 2022, lo que es un reflejo de una demanda fuerte para ese país. En Estados Unidos, por su parte, los autos eléctricos tomaron mayor presencia de mercado, creciendo un 50% año contra año, aunque se estima que para el mercado mundial el crecimiento comience a mostrar cifras cercanas a 25% de alza para 2024. En el caso del **hierro**, la volatilidad del precio del mineral ha disminuido en el último periodo, y la tendencia al alza que habíamos observado ha cedido en los primeros meses del 2024, llevando al hierro de ley 62% a niveles de los US\$ 120/ton. Los futuros indican caídas en el precio de hierro, el cual se posicionaría en torno a los US\$ 100/ton para lo que sigue del año, dependiendo de la actividad económica de China y particularmente del sector de construcción de ese país.

El nuevo acuerdo entre **SQM** y Codelco ha garantizado la continuación de la extracción de litio en el Salar de Atacama, pero con condiciones que restan flujos de manera anticipada a la operación de la compañía. Esperamos que ahora los esfuerzos de desarrollo de nuevos proyectos se concentren en el extranjero, más que en Chile, dadas las nuevas condiciones locales. 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.

CAP, por su lado, esperamos que concentre sus esfuerzos en mejorar sus márgenes en el segmento de acero, revirtiendo parte de los resultados negativos observados en 2023. Para hierro, las condiciones actuales del mercado chino podrían afectar los precios a la baja durante el año, pero manteniéndose en niveles sobre los US\$ 100/ton, ítem que se mostraría plano año contra año en el promedio para CAP, en nuestro caso base. Respecto de los precios proyectados del hierro, y considerando el mix de hierro de la empresa, estimamos un precio promedio de largo plazo en torno a los US\$ 80/t, con un *cash cost* en torno a US\$ 47/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 \$49.500 y \$6.900, respectivamente, ambas con recomendación Neutral.

Roberto Valladares R.
Analista Senior Sector
Commodities e Industrial
roberto.valladares@security.cl

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

Nicolás Libuy I.
Subgerente 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	\$49.500	9,6x	6,0x	15,4%*
CAP	Neutral	\$6.900	3,6x	3,2x	2,0%*

* No considera dividendos provisorios

Debilidad de Largo Plazo en el Precio del Hierro Mantendría Márgenes Presionados

Durante el 2023 del precio de hierro osciló con menor fuerza que en los últimos dos años, alcanzando niveles máximos de US\$ 132/t y mínimos de US\$ 95/t para el hierro de ley 62%, lo que se explica por un mercado del hierro en China que se mostró más normal en cuanto a demanda y más cauteloso respecto a la oferta. Esperamos que los precios se estabilicen este año en torno a US\$ 100/t para CAP, llevando el EBITDA a US\$1.008 millones consolidado aproximadamente.

En particular, esperamos que el segmento de Hierro, que representa el 90% del resultado operacional consolidado, no muestre grandes variaciones en Ebitda en 2024 respecto al cierre de 2023. Esto explicado por precios que en promedio no fluctuarían de gran manera (US\$ 105/t para el índice de referencia en 2024, -3,1% a/a) y volúmenes estables en 16,6 millones de toneladas (90% de la capacidad productiva). Consideramos un *cash cost* entorno a US\$ 47/t para el 2024, lo que se mantendría en el largo plazo. Por el lado de los volúmenes, esperamos que se mantengan estables en torno a 16,4 millones de toneladas para los próximos años, con un precio descendiendo hasta US\$ 80/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 empresa obtuvo su peor resultado de los últimos 10 años, lo que se atribuye a la venta del producto a precios no competitivos debido a los bajos precios de exportación de China. La desaceleración de esta economía proyectada para 2024 y el estrés del sector inmobiliario en ese país, podrían golpear de manera relevante al segmento, lo que implicaría un ajuste de los ingresos de un -17% a/a (volúmenes llegando a 660 mil toneladas y un precio promedio que varía un 2% a/a). En el largo plazo, esperamos que esta línea de negocios vuelva a tener un EBITDA positivo, dado los esfuerzos de la compañía para rentabilizar estas operaciones y el cierre de las áreas que han generado pérdidas en el último periodo.

La incertidumbre de la actividad del sector construcción en China será uno de los grandes desafíos para CAP en 2024, lo que podría generar una contracción en los precios del hierro y acero, golpeando así el resultado de la empresa. Sin embargo, cambios en el marco regulatorio respecto a las políticas de antidumping que enfrenta el sector podrían beneficiar a los márgenes del segmento acero, el cual estaría acompañado de alzas en el precio 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 +/-5%.
- ↕ Variaciones en el *cash cost* por cambios en precios de insumos, mano de obra o regulaciones.
- ↑ Políticas de antidumping se aplican para el segmento de acero aumentando los precios de venta.
- ↓ Aumento en los costos de transporte (no transferibles a precios) por conflicto en el Mar Rojo.
- ↓ Cambios regulatorios y nuevos royalties mineros.

CAP

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$6.900

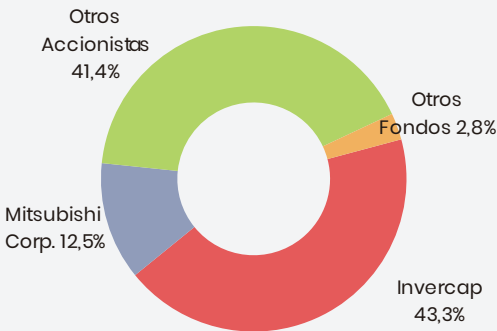
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CAP
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$/US\$)	6.900
Precio Actual (\$)	6.545
Fecha Informe	6-marzo-24
Precio Min/Max 12M (\$)	4.805 / 7.750
Market Cap (MMUS\$)	1.038
Volumen Diario (MMS)*	1.851
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	40%
Peso IPSA	1,1%
Dividend Yield 12M	4,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



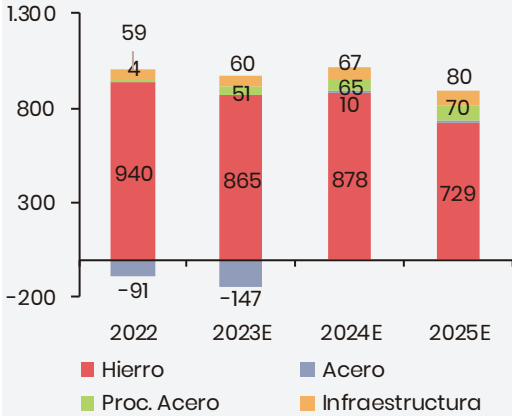
Fuente: Información Pública de la Empresa

CAP | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 6.545 | P. Objetivo (\$): 6.900

Estado de Resultados

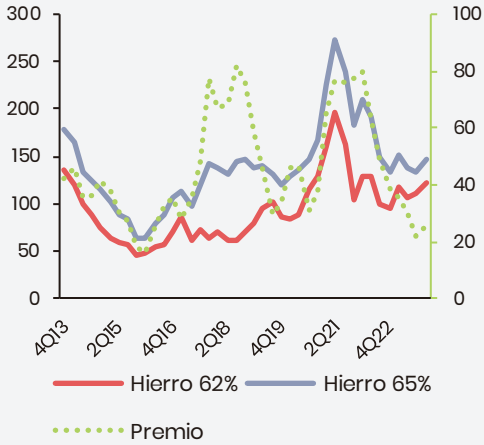
DRIVERS HIERRO US\$	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Precio Hierro 62%	156	113	114	94	85
Precio Hierro CAP	149	118	108	105	96
Cash Cost	47	52	53	47	47
Costos de Transporte	24	19	19	19	20
ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$)					
Ingresos	3.677	3.006	2.887	2.783	2.815
Variación (%)	37%	-18%	-4%	-4%	1%
Resultado Operacional	1.521	589	324	647	459
Variación (%)	118%	-61%	-45%	100%	-29%
Margen Operacional (%)	41%	20%	11%	23%	16%
EBITDA	1.814	910	808	1.008	875
Variación (%)	86%	-50%	-11%	25%	-13%
Margen EBITDA (%)	49%	30%	28%	36%	31%
Utilidad Neta Controladores	741	287	59	282	232
Variación (%)	147%	-61%	-79%	377%	-18%
Margen Neto	20%	10%	2%	17%	11%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda/Activos (%)	11%	14%	15%	16%	20%
EBITDA/Gastos Fin. (x)	28,6	11,3	6,7	9,2	7,0
Liquidez Corriente (x)	1,2	1,1	1,1	1,2	1,6
Deuda Neta/EBITDA (x)	-0,1	0,7	0,9	0,6	1,0
Deuda Financiera (MMUSD)	703	890	1.011	1.065	1.313
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	8.300	6.950	7.433	-	-
Precio Utilidad (x)	2,6	4,5	28,5	3,6	5,4
EV/EBITDA (x)	1,7	3,6	4,3	3,2	4,1
Bolsa Libro (x)	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Precio Ventas (x)	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
ROA (%)	11,2%	4,4%	0,7%	5,1%	3,4%
ROE (%)	20,2%	7,8%	1,3%	13,2%	8,7%

EBITDA por Operación



Fuente: Estados Financieros

Precio Hierro



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

P/U Trailing

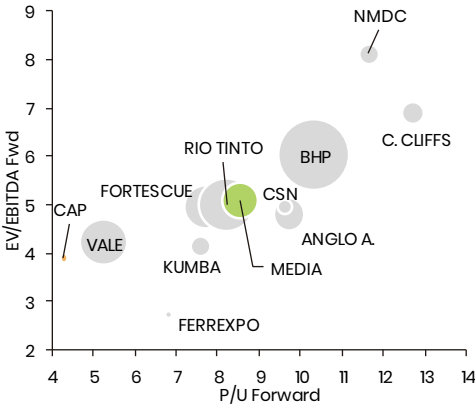


EV/EBITDA Trailing



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Comparables



Acuerdo con Codelco y Precios del Litio Impactarían Valor de la Compañía

Los últimos meses se ha observado como el precio del litio se ha mantenido plano cercanos a US\$ 12.000/t, precio que es cercano a los costos marginales de algunos productores, lo que se atribuye a una demanda que redujo fuertemente su ritmo de expansión. Esperamos que el primer semestre del 2024 se mantenga en torno a estos niveles, mostrando un repunte para el segundo semestre a medida que los inventarios de litio se ajusten a nivel mundial. Las proyecciones de oferta y demanda para el litio mostrarían un mercado con cierto superávit, con volúmenes producidos que satisfacen a la demanda para los próximos años, mostrando un déficit recién hacia 2027/2028. En este escenario, estimamos que el resultado bruto en litio se reduzca este año un -37% a/a, con un precio promedio consolidado para el 2024 de US\$ 18.500/t (US\$ 18.250/t para el carbonato y US\$ 19.750/t para el hidróxido). En el largo plazo, los precios de SQM convergerían a un valor de US\$ 14.000/t en carbonato y US\$ 15.500/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 al contrato de concesión de litio con Corfo nuestro escenario base considera que en 2031 las condiciones serán las mismas a las actuales, manteniendo los porcentajes de royalty para los distintos rangos de precio del mineral. Sin embargo, los flujos futuros para la compañía serían reducidos al perder la propiedad del negocio de litio con el acuerdo conjunto con Codelco. Esto no descarta la posibilidad de otros escenarios alternativos, lo que se irán evaluando en su mérito.

Con respecto al yodo, esperamos que el 2024 los elevados precios que se observaron durante el 2023 caigan levemente. En cuanto a volúmenes, para este segmento esperamos un aumento de capacidad de 500 toneladas, que se enfrenta con una caída del 7,5% a/a en precio. Hacia 2027, estimamos que los volúmenes vendidos alcanzarían las 18 mil toneladas, debido a la entrada en operación de sus inversiones, con precios en torno a US\$ 40/kg en el largo plazo. En tanto, en el segmento de nutrientes vegetales de especialidad (NVE), esperamos un precio cercano a US\$ 880/TM a medida que la oferta se recupere, mientras que los costos debiesen estabilizarse y retornar márgenes a niveles históricos.

Entregamos una recomendación neutral al papel dado que existe un espacio de valorización reducido para el precio de la acción contra nuestro precio objetivo. Esperamos que las volatilidades del precio del litio generen fluctuaciones en el precio de la acción, al igual que los avances del acuerdo con CODELCO.

Riesgos

- ↑ Precios del litio se recuperen antes del tercer trimestre del 2024 y con mayor fuerza a lo esperado.
- 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.
- ↑ Condiciones más favorables para SQM una vez concretado el acuerdo con Codelco y Corfo.
- ↑ Aumento de producción de hidróxido de litio en Mt. Holland (Australia).
- ↑ Concreción de JV con Hancock Prospecting por la compra de Azure.
- ↓ Restricciones medioambientales y/o regulatorias que afecten la producción y/o costo de SQM, especialmente con relación al uso del agua.
- ↓ Mayores ineficiencias por la entrada de Codelco al negocio.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

SQM-B

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$49.500

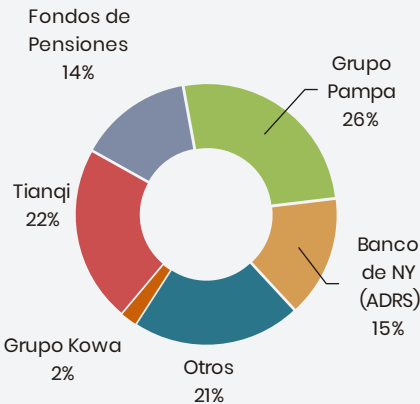
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SQM-B
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	49.500
Precio Actual (\$)	44.350
Fecha Informe	6-marzo-24
Precio Min/Max 12M (\$)	37.001 / 72.836
Market Cap (MMUS\$)	14.351
Volumen Diario (MM\$)*	79.486
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	52%
Peso IPSA	15,2%
Dividend Yield 12M	8,7%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



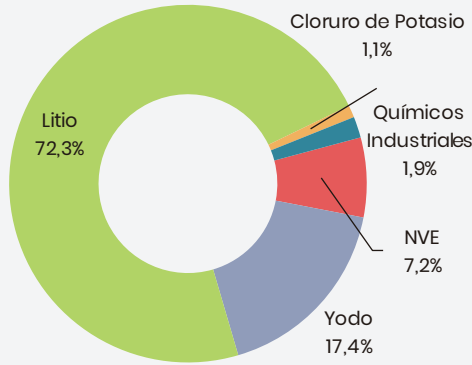
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

SQM-B | Sector: Minero | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 44.350 | P. Objetivo (\$): 49.500

Estado de Resultados

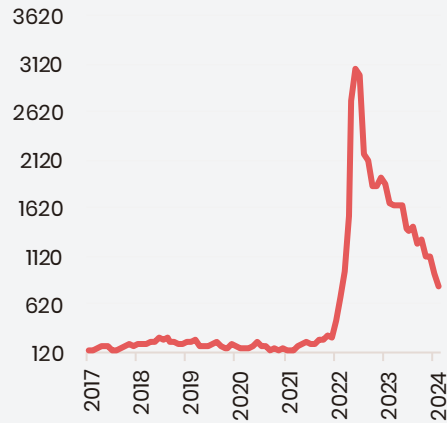
RESULTADO BRUTO (MMUS\$)	2021	2022	2023	2024e	2025e
Nutrientes Vegetales	262	450	222	182	201
Yodo	198	472	536	453	322
Litio	441	4516	2224	1437	1754
Otros	186	297	93	58	83
ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$)					
Ingresos	2.862	10.711	7.467	5.452	5.056
Variación (%)	57,5%	274,2%	-30,3%	-27,0%	-7,3%
Resultado Operacional	1.090	5.737	3.075	2.121	2.350
Variación (%)	158,3%	476,0%	-48,2%	-33,6%	14,2%
Margen Operacional (%)	38,1%	53,6%	41,2%	38,9%	46,5%
EBITDA	1.185	5.838	3.180	2.229	2.494
Variación (%)	107,0%	392,5%	-45,5%	-29,9%	11,9%
Margen EBITDA (%)	41,4%	54,5%	42,6%	40,9%	49,3%
Utilidad Neta	586	3.906	2.012	1.202	1.373
Variación (%)	256,1%	567,5%	-48,5%	-40,3%	14,3%
Margen Neto	20,5%	36,5%	26,9%	22,0%	27,2%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda/Activos (%)	37%	27%	38%	38%	40%
EBITDA/Gastos Fin. (x)	14,0	67,4	23,0	11,4	32,5
Liquidez Corriente (x)	4,6	2,3	2,5	3,1	3,4
Deuda Neta/EBITDA (x)	0,2	-0,1	0,7	0,8	0,7
Deuda Financiera (MMUSD)	2.639	2.917	4.470	4.181	4.464
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	43.489	66.708	52.650	-	-
Precio Utilidad (x)	48,2	2,9	5,7	9,6	8,4
EV/EBITDA (x)	24,0	1,9	4,3	6,0	5,3
Bolsa Libro (x)	8,9	2,3	2,1	2,1	2,1
Precio Ventas (x)	10	1	2	2	2
ROA (%)	8%	36%	17%	11%	12%
ROE (%)	18%	80%	36%	22%	25%

Resultado Bruto por Operación 2023



Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Exportaciones Litio 3M Trailing

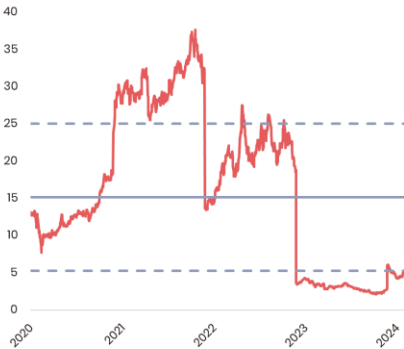


Fuente: Aduanas Chile y Estudios Security

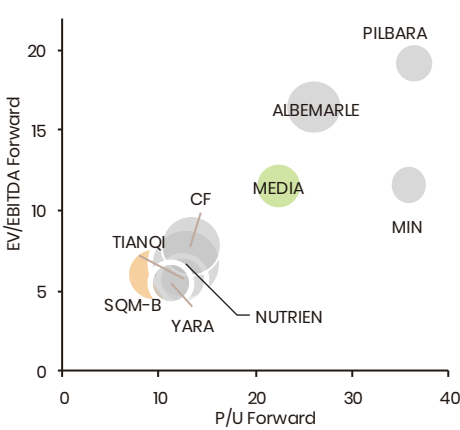
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables 2024



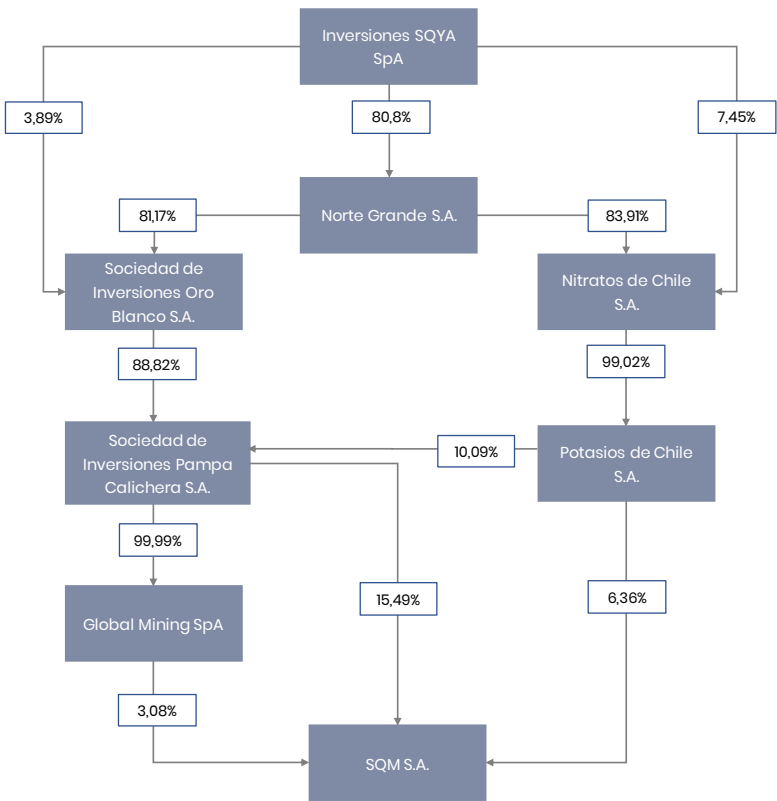
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Sociedad de Inversiones Oro Blanco:

Inversiones Oro Blanco es un holding de inversión que participa en la propiedad de Pampa Calichera, vehículo a través del cual posee un 19% de Sociedad Química y Minera de Chile (SQM), siendo casi la totalidad de sus inversiones.

SQM: Es una compañía global que desarrolla y produce diversos productos para varias industrias esenciales como salud, nutrición y energía. A través de su concesión en el Salar de Atacama, se ha convertido en una empresa líder en negocios como yodo (con una participación mundial del 33%) y fertilizantes de especialidad (con el 45% del mercado) y, más recientemente, litio, donde no sólo es uno de los productores más grandes sino entre los más eficientes, con una producción de 170 mil toneladas durante 2023. Su potencial apunta a diversas industrias, destacando el crecimiento en la producción de baterías para automóviles eléctricos.

Estructura de Propiedad Simplificada:



*Elaboración propia Área de Estudios Grupo Security en base a información pública.

ORO BLANCO

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$7,1

INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ORO BLANCO
Riesgo	Alto
Precio Actual (\$)	6,63
Fecha Informe	06-mar-24
Precio Min/Max 12M (\$)	5,6 / 8,35
Market Cap (MM\$)	1.038
Volumen Diario (MM\$)*	308,1
Free Float	21,4%
Peso IPSA	0,68%
Dividend Yield 12M	21,4%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

VALORIZACIÓN POR MÉTODO NAV

NAV (*) (MM\$)	2.435.667
Caja (MM\$)	101.331
Deuda holding (MM\$)	-353.848
GAV holding (MM\$)	-25.996
Total Patrimonio (MM\$)	2.157.154
# acciones (millones)	212.551
Descuento holding 12M	30%
P.O. Oro Blanco (\$/acc)	7,1

Fuente: CMF Chile, Compañía y Estudios Security.

(*) Net Asset Value (NAV): Se utilizan precios objetivos de activos bajo cobertura (link de informes en párrafo respectivo) ponderado por su respectiva participación en la propiedad. Para activos sin cobertura, se utiliza valor libro más reciente. Deuda y caja son estimados.

DESCUENTO POR HOLDING HISTÓRICO



Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.