

6 de Noviembre de 2009

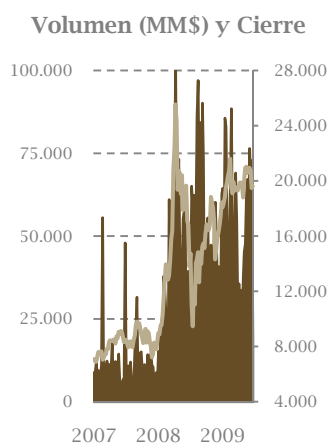
Carla Araya S.
caraya@euroamerica.cl

SQM-B

Recomendación:	Mantener
Precio Objetivo	\$ 22.500
Ultimo Precio:	\$ 19.798
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Commodities
Ticker Bloomberg:	SQM/B CI

SQM produce y comercializa fertilizantes de especialidad (nitratos), yodo y litio, los que obtiene a través de la explotación de dos fuentes de recursos naturales, el caliche y las salmueras, ubicadas en el desierto de Atacama en la primera y segunda región de nuestro país. Dos son los accionistas mayoritarios, Grupo Pampa Calichera (Ponce) y PCS.

Desempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	46,7%
Máximo	\$ 21.839
Mínimo	\$ 12.659
UPA	US\$1,41
P/U	26,7x
EV/Ebitda	16,9x
P/VL	6,7x
Dividend Yield	2,4%
Float (%)	68,0%
#Acciones (MM)	263
Ratio ADR	1

En un zapato chino

Hemos actualizado nuestra valoración de SQM-B estimando un precio objetivo de \$22.500 por acción a diciembre de 2010 y una recomendación de mantener dado que el potencial de apreciación no supera el retorno exigido. Incorporamos en nuestra actualización un escenario de precios para el cloruro de potasio y fertilizantes de especialidad que recoge el referente establecido por los consumidores indios en las últimas negociaciones, las adiciones de capacidad en cloruro de potasio, el reciente anuncio de la compañía de reducción de precios de litio y una lenta recuperación en el negocio de yodo. También ajustamos el horizonte de valoración en un año, desde diciembre de 2009.

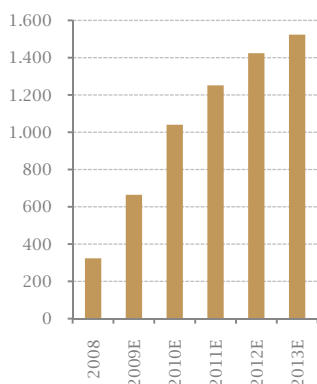
Los cambios más relevantes realizados a nuestra valoración son:

Cambios a nivel operacional

Precios del cloruro de potasio. Tras haber alcanzado niveles récord durante el 2008, los precios del cloruro de potasio (KCL) se ajustaron a la baja, alineados con una debilitada demanda (afectada por la recesión global) y pese al parcial cumplimiento de la disciplina de los principales productores que redujeron significativamente la oferta. En la última negociación, los consumidores indios acordaron precios en torno a US\$ 460 por tonelada de KCL, en torno a 25 y 50% por debajo de los precios de contratos previos y spot, respectivamente. El próximo catalizador y a su vez factor de riesgo del mercado global de potasio es el cierre de las negociaciones para el año 2010 con los consumidores chinos. De no retrasarse, el resultado debiese conocerse en los próximos meses marcando el nuevo referente para los precios, que creemos será cercano a lo establecido por los consumidores indios. Estimamos para el corto y mediano plazo un escenario que contempla un precio promedio del KCL de US\$ 521/ton para el año 2009 y para el año 2010 de US\$ 480. En el largo plazo, estimamos que los factores fundamentales como el alto costo de la tierra, la escasez de agua, la exigencia de cultivos de mayor valor, la obtención de mejores rendimientos, el crecimiento de la población, condiciones climáticas, entre otros, sostendrán niveles de precios más altos que lo histórico y permitirán un crecimiento sostenido de la demanda. Además, por el lado de la oferta, creemos que la disciplina exhibida por los principales productores, dada las características oligopólicas de la industria, se mantendrá, de no vernos enfrentados a una situación de máximo estrés como la que vivimos en esta recesión global que estimamos quedó atrás. Esperamos que los precios de los fertilizantes de especialidad continúen moviéndose en línea con los precios de su principal insumo, el cloruro de potasio, volviendo a observar los premios históricos entre ambos.

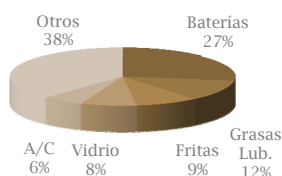
Información Operacional

Producción SOP+MOP (miles tons)



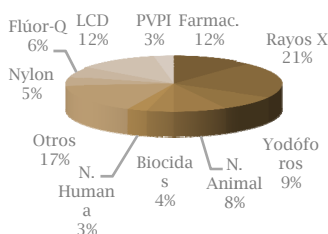
Fuente: SQM, Estudios EuroAmerica

Principales Usos Litio



Fuente: SQM

Principales Usos Yodo



Fuente: SQM

Aumento de capacidad de productos potásicos (MOP y SOP). Tras recibir las aprobaciones ambientales respectivas, la compañía se encuentra trabajando en un agresivo plan de expansión. Podrá incrementar de forma significativa su capacidad de producción de productos potásicos en el Salar de Atacama en los próximos 3 años (2010-2012). Así, esperamos que la capacidad de producción de la compañía se incremente desde 900 mil ton/año a 2,2 millones de toneladas anuales conjuntas de MOP y SOP (Muriate of Potash o Cloruro de Potasio y Sulfate of Potash) destinadas a materia prima para el negocio de fertilizantes de especialidad y al negocio de cloruro de potasio.

Nuevos precios de litio. Incorporamos en nuestra actualización el reciente anuncio de reducción de precios del litio en aproximadamente 20% que implementará la compañía en los próximos contratos con el fin de acelerar la recuperación de la demanda, que ha registrado una significativa caída. Así, esperamos que los volúmenes de venta se recuperen durante el año 2010 y muestren un crecimiento de 13% tras una caída esperada en torno a 30% en el 2009. En el largo plazo, el consumo tradicional (baterías, grasas lubricantes, fritas entre otros) junto a la nueva aplicación en baterías para automóviles híbridos debiese impulsar el crecimiento de este negocio. Sin embargo, sólo incorporamos en nuestras estimaciones el crecimiento por las aplicaciones tradicionales de acuerdo al patrón histórico.

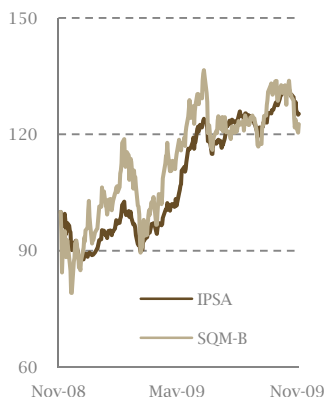
Negocio de yodo. Tras una caída estimada de más de 30% en los volúmenes de venta durante el año 2009, esperamos una recuperación gradual y en línea con la mayor actividad económica, observando una estabilización del mercado en los próximos años (2012-2013). Creemos que los principales drivers de crecimiento continuarán siendo las aplicaciones para medios de contraste para rayos x, farmacéuticas y LCD. Esperamos que los precios se mantengan estables y continúen mostrando durante este año parte del alza de precios anunciada a fines del año 2008.

Negocio de fertilizantes de especialidad. Esperamos que la demanda por fertilizantes de especialidad se reactive durante el año 2010 y se normalice hacia el año 2011 producto de mayores aplicaciones así como por una recuperación de inventarios. Creemos que la baja aplicación (que acentuó la recesión global) de un nutriente básico como el potasio no es sostenible en el tiempo para los cultivos, ya que afecta los rendimientos. Esto junto a la menor incertidumbre parcial tras la negociación de precios de India, que marcó un referente para la industria del insumo principal de este negocio, permitiría una recuperación de la demanda. Sin embargo, la negociación con los consumidores chinos sigue constituyendo un factor de riesgo, pues su retraso podría continuar postergando las compras y mantener presionada la demanda en el corto plazo. La expansión de capacidad en 300.000 ton/año hasta un total de 950.000 ton/año de nitrato de potasio debiese estar operativa a mediados de 2010, permitiendo enfrentar las mejores condiciones de demanda.

Cambios a nivel de valoración

Horizonte de valoración: Modificamos nuestro horizonte de valoración desde diciembre de 2009 a diciembre de 2010.

Indicadores Financieros



Rentabilidad

Último mes	-6,4%
Últimos 3m	1,0%
Últimos 12m	46,7%

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

Ingresos	21,9%
Ebitda	42,4%
Utilidad	64,7%
UPA	64,7%

Rentabilidad

ROA	13,1%
Ventas/Activos	0,59x
Margen Neto	20,0%
ROE	22,4%

Múltiplos comparables

Actualmente las acciones de SQM-B se transan a 26,7 veces su utilidad y 16,9 veces su Ebitda, múltiplos superiores al promedio de los últimos cinco años de 25,6 y 14,5 veces, respectivamente. Respecto de sus comparables internacionales, las acciones de SQM-B también se transan a múltiplos superiores al promedio de cinco años de 24,6 y 10,0 veces. Lo anterior podría estar justificado por: i) ventajas en costos en producción de fertilizantes, yodo y litio lo que deriva de los recursos naturales que posee; ii) diversificación de ingresos (yodo y litio) a diferencia de otros productores sólo de fertilizantes; iii) crecimiento esperado en volúmenes de cloruro de potasio. Nuestra estimación de precio objetivo para el año 2010 es consistente con múltiplos P/U de 28,2 y EV/Ebitda de 17,8 veces.

Empresas comparables internacionales

	Prom. 10 años		Prom. 5 años		Actual		Estimado 2009	
	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda
K+S AG	20,7	7,1	30,0	9,2	9,9	6,0	14,5	7,4
KEMIRA OYJ	33,7	7,8	43,3	8,6	278,2	8,0	16,8	7,7
TESSENDERLO CHEMIE	-	-	20,3	5,4	-	13,5	-	5,7
POTASH CORP	32,3	12,5	26,0	14,2	22,1	21,3	31,6	10,1
MOSAIC	-	-	40,1	13,7	27,3	10,4	18,9	6,7
AGRIUM INC	46,0	7,6	16,7	7,5	10,3	9,3	16,1	6,3
ISRAEL CHEMICALS	15,8	8,5	16,7	10,0	11,7	13,8	20,7	8,3
URALKALI-CLS	-	-	27,0	19,1	23,8	13,8	11,0	8,1
ARAB POTASH	-	-	10,5	8,1	12,7	11,8	12,9	7,1
YARA INTERNATIONAL	-	-	13,6	8,5	206,9	14,5	24,2	8,6
ISE CHEMICALS	22,9	6,7	23,8	7,6	-	-	-	-
STELLA CHEMIFA	52,3	10,5	37,1	10,2	66,8	16,8	-	15,7
FMC CORP	12,0	6,9	14,0	7,3	12,1	7,4	12,7	6,6
SQM-B	22,0	11,3	25,6	14,5	26,7	16,9	31,1	18,0
Promedio	29,5	8,5	24,6	10,0	62,0	12,8	20,4	8,2

Fuente: Bloomberg

Riesgos operacionales y financieros

Precios de potasio más bajos. En los últimos 12 meses, en torno a un 64% de las ventas de la compañía están relacionadas con los precios del potasio, a través de las ventas de fertilizantes de especialidad, sulfato de potasio y cloruro de potasio. Si bien nuestras estimaciones incorporan una caída en el precio promedio del año 2010 respecto al 2009 de 8%, cualquier disminución adicional podría afectar nuestras estimaciones. El principal factor de riesgo que visualizamos lo constituye el retraso en las negociaciones con los consumidores chinos, que estarían buscando reducciones adicionales en los precios. Lo anterior llevaría a una postergación en las compras y como consecuencia en la recuperación de la demanda y a una posible nueva ruptura en la disciplina de los productores.

Estimamos que un precio 10% menor a nuestra estimación para el año 2010 produce un efecto de -6% en nuestro precio objetivo, manteniendo sin variación la estimación de largo plazo.

Tabla sensibilización: precio acción y variaciones de precios de cloruro de potasio (US\$/ton)

		2010						
		330	380	430	480	530	580	630
L/P	356	12.920	14.275	15.630	16.985	18.341	19.696	21.051
	406	14.751	16.106	17.461	18.817	20.172	21.527	22.882
	456	16.582	17.938	19.293	20.648	22.003	23.358	24.713
	506	18.414	19.769	21.124	22.479	23.834	25.190	26.545
	556	20.245	21.600	22.955	24.311	25.666	27.021	28.376
	606	22.076	23.431	24.787	26.142	27.497	28.852	30.207
	656	23.908	25.263	26.618	27.973	29.328	30.683	32.039

Mayor demanda por nitratos industriales y litio en el largo plazo. Un riesgo al alza en nuestras estimaciones lo constituye una mayor demanda por nitratos industriales conforme avanza el desarrollo de plantas de energía solar, principalmente en Europa. Actualmente la compañía tiene cerrados contratos de suministros, los que potencialmente podrían ampliarse. De acuerdo a estimaciones de la compañía, entre los años 2008- 2012 el CAGR por nitratos industriales para sales solares alcanzaría a 90%. Respecto del negocio de litio, un crecimiento potencial es la demanda para baterías de automóviles, que impulsaría de manera adicional las ventas de este negocio.

Riesgos financieros bajos. Actualmente, la compañía posee una clasificación de 1° Clase Nivel 2 para las acciones y de AA- para la deuda. Las perspectivas son estables. La clasificación de riesgo se basa en su sólido perfil financiero, operacional y comercial, sumado a su posición de liderazgo en los mercados en que participa y las fluctuaciones de precios de éstos. A septiembre de 2009, el Ebitda cubre 22,0 veces los gastos financieros brutos, mientras que la deuda financiera bruta es 1,9 veces el Ebitda.

Números Clave

Rango últ 12m	\$12.659/\$21.839	UPA últ 12m	US\$1,41	P/U últ 12m	26,7x	EV/Ebitda últ 12m	16,9x	Dividend Yield	2,4%
Rentab. últ mes	-6,4%	UPA 2008	US\$1,91	P/U 2008	12,6x	EV/Ebitda 2008	9,0x	% IPSA	5,7%
Rentab. últ 3m	1,0%	UPA 2009E	US\$1,21	P/U 2009E	31,1x	EV/Ebitda 2009E	18,0x	Beta IPSA 12m	1,2
Rentab. últ 12m	46,7%	Var. UPA +5a	8,4%	P*/U 2010E	28,2x	EV*/Ebitda 2010E	17,8x	Volatilidad 12m	41,1%

Flujo de Caja Libre (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos explotación	1.774.119	1.398.484	1.632.813	1.876.108	2.154.970	2.383.300
Margen operacional	35,6%	31,0%	31,4%	34,8%	38,0%	39,8%
Resultado operacional	632.156	433.109	512.886	652.242	818.685	948.847
- Impuestos	-107.951	-84.258	-99.797	-126.913	-159.299	-184.626
+ Dep. y amort.	111.273	152.683	159.918	174.310	183.890	192.769
- Capex	-287.000	-350.000	-350.000	-300.000	-300.000	-200.000
- Capital de trabajo	-172.496	-17.721	-76.201	-26.200	-58.646	-41.808
Flujo de caja libre	175.982	133.730	146.807	373.440	484.630	715.183

Precio Objetivo
\$ 22.500

Información Operacional

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Volúmenes (miles tons)						
Fertilizantes especialidad	1.008	765	885	999	1.098	1.171
Químicos industriales	162	139	171	197	211	220
Yodo	10,5	7,2	8,1	8,8	9,4	9,9
Litio	27,9	158,8	153,5	160,6	168,1	175,8
Cloruro de potasio	186	550	925	1.136	1.309	1.409
Precios (US\$/ton)						
Fertilizantes especialidad	971	808	742	735	784	830
Químicos industriales	723	721	663	669	732	795
Yodo	23.514	27.300	28.119	28.681	29.254	29.840
Litio	6.176	5.745	4.884	4.981	5.081	5.182
Cloruro de potasio	754	521	480	489	499	509

Tasas de Descuento

Tasa libre riesgo	3,5%
Beta patrimonio	1,14
Premio por riesgo	6,0%
Riesgo país	1,02%
Costo patrimonio	11,4%
Costo deuda	5,6%
Impuestos	19,5%
D / A	34,2%
WACC	9,0%
Perpetuidad	3,0%

Balance General (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Total activos	2.567.215	2.748.879	2.832.968	3.052.883	3.415.587	3.788.314	4.142.790
Caja y equivalente	323.920	338.258	111.001	127.411	260.528	536.265	863.242
Activos circulantes sin caja	1.015.494	976.893	1.091.941	1.162.277	1.266.558	1.345.912	1.415.772
Activos fijos	1.119.920	1.317.237	1.507.319	1.633.009	1.749.119	1.756.349	1.702.845
Otros activos	107.881	116.491	122.706	130.187	139.383	149.787	160.931
Total pasivos y patrimonio	2.567.215	2.748.879	2.832.968	3.052.883	3.415.587	3.788.314	4.142.790
Pasivos circulantes	445.906	233.224	202.071	166.208	211.843	432.042	272.847
Pasivos largo plazo	611.132	1.013.001	933.001	933.001	933.001	750.348	933.001
Interés minoritario	47.069	46.111	48.712	52.042	56.240	61.114	66.399
Patrimonio neto	1.463.108	1.456.543	1.649.184	1.901.633	2.214.503	2.544.810	2.870.543

Estado de Resultados (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos de explotación	1.774.119	1.398.484	1.632.813	1.876.108	2.154.970	2.383.300	2.525.565
Costos de explotación	-1.056.254	-885.905	-1.026.556	-1.116.582	-1.213.056	-1.298.166	-1.353.388
Gastos de administración	-85.709	-79.470	-93.370	-107.283	-123.229	-136.286	-144.421
Resultado operacional	632.156	433.109	512.886	652.242	818.685	948.847	1.027.756
Depreciación y amortización	111.273	152.683	159.918	174.310	183.890	192.769	193.504
Ebitda	743.429	585.791	672.804	826.553	1.002.575	1.141.616	1.221.260
Margen Ebitda	41,9%	41,9%	41,2%	44,1%	46,5%	47,9%	48,4%
Utilidad neta	501.407	319.350	400.218	512.590	646.055	750.242	813.390
Margen neto	28,3%	22,8%	24,5%	27,3%	30,0%	31,5%	32,2%
UPA	1,91	1,21	1,52	1,95	2,45	2,85	3,09

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.
Director de Estudios
lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.
Gerente de Estudios de Renta Variable
jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.
Analista Financiero
Sector Forestal y Minero
caraya@euroamerica.cl

William Baeza L.
Analista Financiero
Sector Utilities
wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.
Analista Financiero
Sector Retail
agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.