



Mineros

EBITDA supera la capitalización bursátil

Valor Justo:

COP 3,700

Mantener

Potencial: **100%**

Riesgo: **Muy Alto**

Cierre: **1,850**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	0.55
Flujo anual 2023E (COP)	253
Retorno por dividendo	13.7%
%MSCI Colcap	0.3%
# acciones (mm)	299.7
P/VL actual	0.4x
P/U actual	3.5x

En los últimos tres años, las compañías *junior* productoras de oro han registrado un ajuste significativo de sus múltiplos de negociación. Sin embargo, incluso pese al *de-rating* generalizado del sector, Mineros sigue estando muy por debajo de sus principales comparables.

La llegada a la bolsa de Canadá no ha favorecido los volúmenes negociados de la acción de Mineros, pero sus fundamentales, el bajo apalancamiento y la alta rentabilidad, soportan la recomendación de no vender el activo, aunque será clave monitorear los riesgos a nivel sectorial y regulatorio.

¿POR QUÉ MANTENER?

Pese a que la capitalización bursátil de Mineros apenas equivale al 95% del EBITDA que la compañía genera en 12 meses, no vislumbramos catalizadores de corto plazo que nos lleven a anticipar una reacción en precio que le permita cerrar su valor justo rápidamente.

Su bajo apalancamiento y su generación de caja soporta un flujo de dividendos constante.

Autores

Rodrigo Sánchez
Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





MINEROS / FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Mineros cuenta con más de 45 años de experiencia, dedicado a la exploración y explotación de metales preciosos, especialmente oro. Las operaciones mineras se realizan en dos frentes: aluvial y subterránea, en los municipios de El Bagre, Antioquia (Colombia), en la región de Bonanza en Nicaragua, en la provincia de San Juan Argentina y recientemente ha incursionado en Chile, donde aún se adelantan trabajos previos y no aportan aún

Balance General Consolidado

USD mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Total Activos	500	594	645	714	766
Total Pasivos	210	218	238	271	303
Patrimonio e interés minoritario	290	376	407	444	463
Deuda Total/Patrimonio	23.7%	15.0%	16.5%	21.3%	27.3%
Deuda Total/EBITDA	0.4x	0.4x	0.4x	0.6x	0.8x
Deuda Neta/EBITDA	0.3x	0.0x	0.0x	0.2x	0.4x
ROE	21.6%	14.2%	11.5%	10.0%	8.4%
ROA	12.5%	9.0%	7.2%	6.2%	5.1%
ROIC	30.1%	19.2%	15.3%	12.7%	11.1%

a la producción de la compañía. También cuentan con dos pequeñas centrales hidroeléctricas llamadas Providencia I y Providencia III ubicadas en jurisdicción del municipio de Anorí, Antioquia, Colombia.

Estado de Resultados Consolidado

USD mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos Operacionales	479	496	518	505	504
Costo de ventas	314	372	380	382	391
Utilidad Bruta	166	124	138	123	113
Gastos adm. e ingresos por participación	16	19	22	20	20
Utilidad Operacional	150	105	115	104	94
UNAI	105	76	90	79	69
Impuestos e interés minoritario	42	23	43	35	30
Utilidad Neta	63	53	47	44	39
EBITDA	185	152	165	163	164
Margen Bruto	34.5%	25.0%	26.6%	24.4%	22.5%
Margen Operacional	31.2%	21.1%	22.2%	20.5%	18.6%
Margen EBITDA	38.5%	30.7%	31.9%	32.3%	32.5%
Margen Neto	13.1%	10.7%	9.0%	8.8%	7.7%



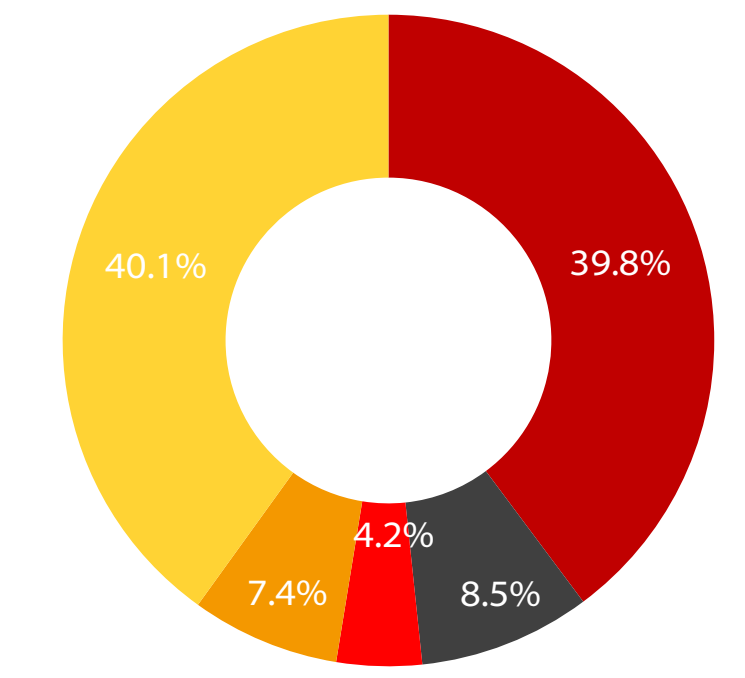
COMPARTIR





Resumen					
USD mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (mm)	262	300	300	300	300
Cap. Bursátil (COP mm)	1,090	1,090	555	555	555
Precio (COP/Acción)	4,167	3,635	1,850	1,850	1,850
VL (COP/Acción)	4,124	4,882	5,697	6,061	6,383
UPA (COP/Acción)	894	665	632	607	537
Total Deuda	69	56	67	95	126
Deuda Neta	51.9x	0.3x	7.3x	31.5x	64.1x
EV	344.6x	280.6x	139.4x	166.7x	198.0x
EV/EBITDA	1.9x	1.8x	0.8x	1.0x	1.2x
P/VL	1.0x	0.7x	0.3x	0.3x	0.3x
P/U	17.4x	20.5x	11.9x	12.5x	14.3x
Retorno por dividendos	4.6%	6.9%	14.2%	13.7%	13.1%
Dividendo por acción (COP)	193	251	263	253	243
Cash Cost	843	1,023	1,178	1,154	1,153
AISC	1,217	1,492	1,401	1,346	1,327
Producción (Oz)	274,002	261,767	287,381	288,428	292,859

Composición accionistas

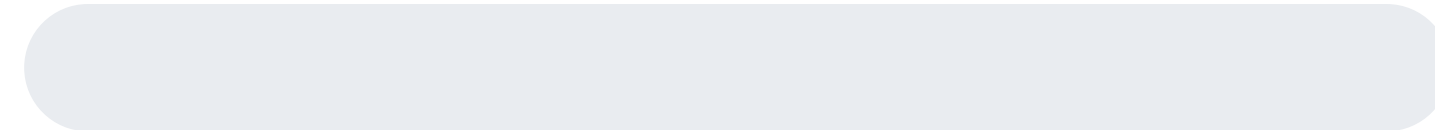


■ Colpatria y asociadas ■ Corficolombiana ■ AFPs ■ Inversionistas en Canadá ■ Otros

Fuente: Mineros | Estimaciones: Davivienda Corredores

COMPARTIR



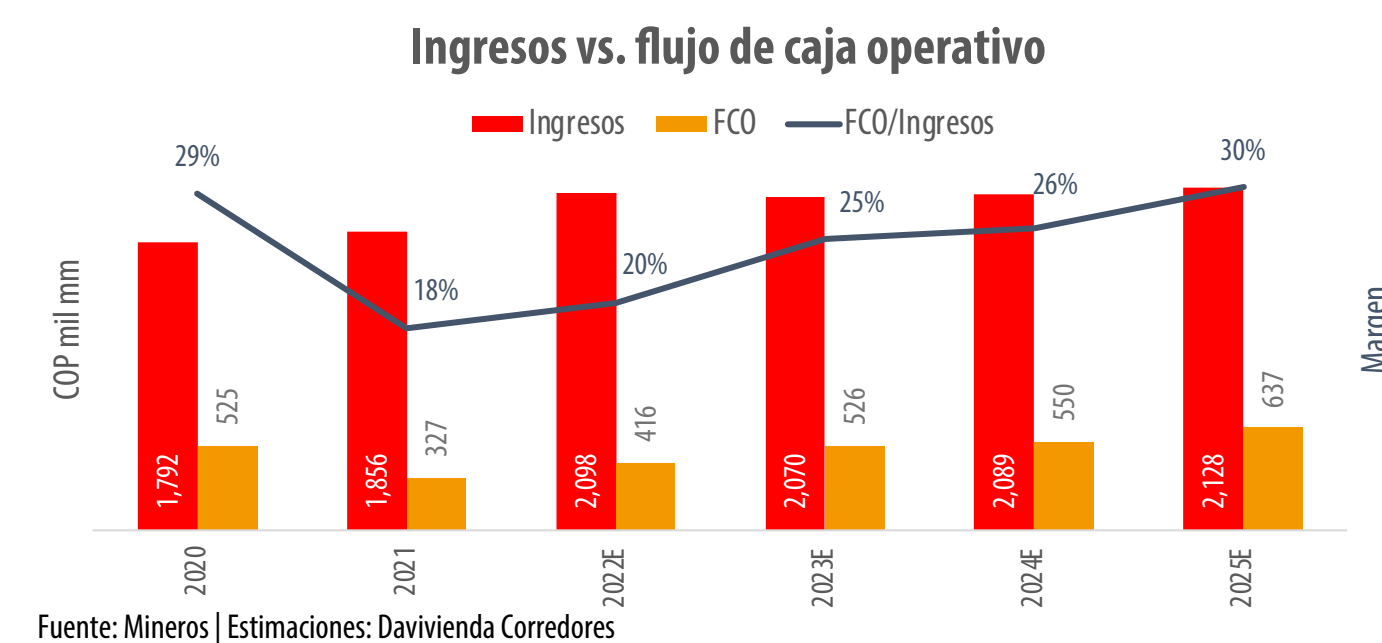


TESIS DE INVERSIÓN

Generación de caja poco equiparable en el mercado local. La generación de caja de Mineros es de las más robustas del MSCI Colcap, lo cual en un contexto como el actual se convierte en un factor clave, ya que le permite a la compañía contar con la suficiente flexibilidad para afrontar una coyuntura de posible desaceleración. Estimamos que entre 2022 y 2025, la relación de flujo de caja operacional a ingresos de la compañía promediará el 25%.

Sin embargo, es importante mencionar que estimamos repuntes en las necesidades de inversión y gastos de exploración, dada la fase de factibilidad en las que se encuentran distintos proyectos de la compañía, en países como Argentina y Chile.

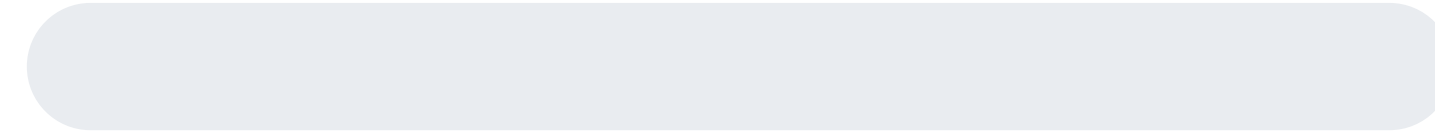
Como resultado de lo anterior, estimamos que el dividendo de la compañía en 2023 rondaría los COP 253/acción, representando un yield del 13% a precios actuales.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Los múltiplos ubican a Mineros como una de las compañías más baratas entre sus comparables. Al evaluar cerca de 40 compañías de producción similar a Mineros, a la mediana de este grupo el mercado le está reconociendo un precio de USD 190 cada onza de sus reservas probadas y probables, mientras que a Mineros apenas se le reconoce USD 96 /Oz. Es decir que, pese a que otras compañías del sector también han presentado importantes retrocesos en precio recientemente y enfrentan retos similares a los de Mineros, el descuento desde este punto de vista de la acción es cercano al 50%.

Otra aproximación es a través del valor en libros, donde desde este punto también es evidente el descuento. Mineros negocia a 0.4x P/VL, mientras que sus comparables lo hacen a 1.1x.

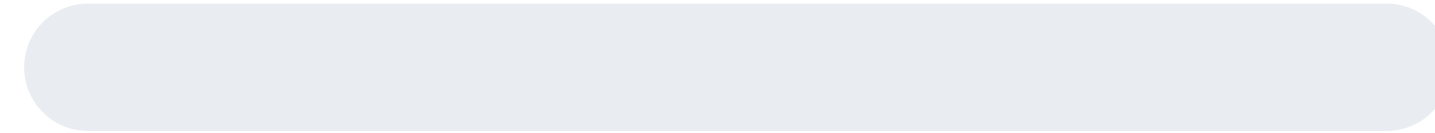
A menos de 1 vez su EBITDA. Si bien el EBITDA es una medida que puede no recoger la capacidad real de generación de caja de una compañía, sí es una aproximación que permite tener una referencia rápida y sencilla del flujo operativo de una compañía. Actualmente, la capitalización bursátil de Mineros (COP 575 mil millones) es inferior al EBITDA que la compañía generó entre el 3T21 y el 2T22 (COP 604 mil millones). Como referencia, Ecopetrol transa a 1.5x su market cap/EBITDA, sin incluso considerar que los niveles de apalancamiento de estas compañías son completamente distintos, siendo Mineros la compañía con la relación Deuda Neta/EBITDA más baja del Colcap actualmente.

En nuestra opinión, si bien el contexto de altas tasas de interés y de incertidumbre ha reducido la actividad de fusiones y adquisiciones, de mantenerse este descuento, Mineros podría lucir como un activo atractivo para inversionistas estratégicos. Aunque en este punto reiteramos que la materialización de esta posibilidad cuenta con un altísimo grado especulativo y podría no cumplirse.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



RIESGOS

Incertidumbre sectorial. Si bien el Ministro de Hacienda, José A. Ocampo, mencionó que la propuesta de impuestos a las exportaciones de oro sería eliminada de la tributaria, esta es una muestra de que cambios de este tipo podrían generar impactos financieros significativos y aversión hacia compañías de este sector. Esto aplica no solo a Colombia, sino también a los demás países en los que opera Mineros.

Este sin duda es uno de los factores por los cuales nuestra recomendación sobre la acción de Mineros se redujo a Mantener. Sin embargo, algunas de las iniciativas que ha contemplado el gobierno podrían contribuir al fortalecimiento sectorial. Ejemplo exitoso de lo anterior es la formalización de la minería artesanal en Nicaragua, la cual cuenta con un nivel de avance mucho mayor frente al mercado colombiano. Como referencia, la contribución de la minería artesanal de Mineros en Nicaragua es del 33% de la producción consolidada.

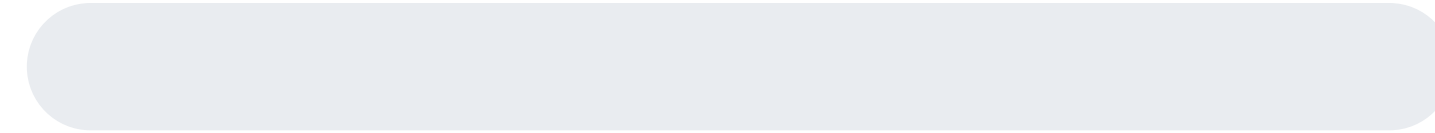
El ajuste de mercado en compañías mineras de oro ha sido relevante. Nuestra principal metodología de valoración para la acción de Mineros, y quizás la más frecuente en este tipo de compañías, consiste en un descuento de flujos de caja, cuyo resultado es ajustado por una relación Precio/NAV que incorpora el nivel promedio que le es asignado a otras compañías de tamaños similares.

En los últimos 12 meses, este múltiplo ha presentado una reducción desde 0.54x hasta 0.41x, lo cual refleja que el castigo a este sector ha sido generalizado y que la exigencia de los inversionistas hacia estas compañías se ha aumentado considerablemente. Además, como referencia, en 2019 este múltiplo era de 0.73x; es decir que el ajuste en el múltiplo es un factor que se ha convertido en una constante desde el inicio de la pandemia. Sin embargo, el precio actual de Mineros incorpora un P/NAV implícito muy inferior al del sector (0.26x).



COMPARTIR

-
-
-
-
-

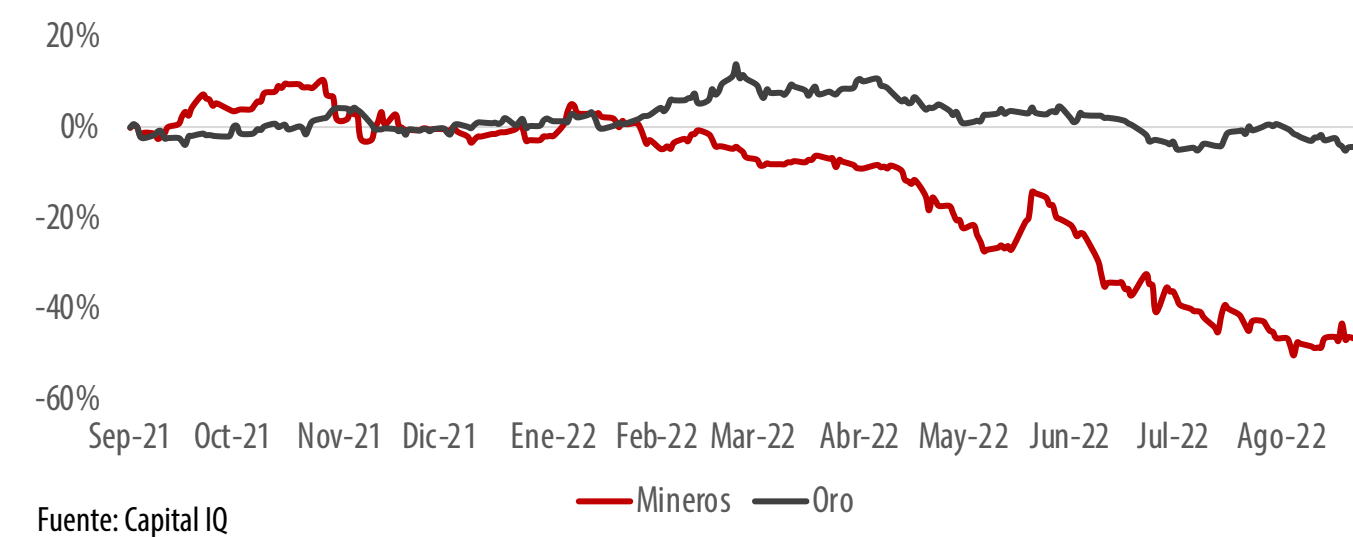


La desaceleración económica podría poner presiones a los precios del oro. Durante los últimos tres años, el precio del oro en los mercados internacionales ha oscilado entre los USD 1,700 y USD 2,000 por onza. Algunos de los grandes demandantes del commodity son países como India y China, los cuales no han estado exentos de los efectos de la desaceleración económica, por lo cual, una recesión a nivel global podría resultar en contracciones importantes de la demanda, que se podrían trasladar al precio del activo.

Sin embargo, consideramos que la naturaleza del oro sigue haciéndolo un activo que resiste de mejor manera los choques inflacionarios frente a otro tipo de activos, por lo cual creemos que su precio podría mantenerse en niveles similares a los actuales en el corto y mediano plazo. Estos precios siguen permitiéndole a Mineros mantener una brecha amplia entre su precio de venta y su costo de producción unitario, la cual es suficiente para lograr los niveles de rentabilidad operacional que han caracterizado a la compañía.

Como referencia, la curva de precios del oro que usamos en nuestras estimaciones está basada en los precios promedio pronosticados por distintos analistas especializados y el Banco Mundial. En este sentido, nuestra curva tiende a acercarse a los USD 1,500/Oz hacia el 2028. Sin embargo, de mantenerse el oro en el nivel actual en el largo plazo, el impacto en el precio objetivo de Mineros sería de +COP 1,300 por acción.

Variación porcentual en precios - Mineros vs. Oro



Fuente: Capital IQ

— Mineros — Oro



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



VALORACIÓN

NAV. Para Mineros usamos la metodología de *Net Asset Value* (NAV), ajustado por un múltiplo Price to NAV (70% de nuestro Precio Objetivo). Siguiendo los estándares mundiales para la valoración de empresas mineras, se descuentan los flujos de caja a una tasa en dólares del 5% (en COP ~7.4%) y en línea con la producción de Mineros que la ubica en la categoría *Junior Producers*, aplicamos un múltiplo de 0.41x, dando como resultado un NAV de COP 2,800/acción.

Múltiplos de comparables. En múltiplos usamos: i) EV / Reservas 2P (15% de nuestro Precio Objetivo), el cual se ubicó en 189 USD/Oz para la mediana de sus comparables, dando como resultado COP 4,800/acción; ii) la mediana del P/VL de sus comparables de 1.1x (15% de nuestro Precio Objetivo), dando una valoración de COP 6,700/acción).

Valoración	Ponderación	Valor justo
NAV (COP mm)		2,056,232
NAV/Acciones		6,860
Price / NAV		0.41x
NAV (Price to NAV 0.41x)	70%	2,813
EV / 2P Reservas	15%	4,798
P / VL	15%	6,667
Valor justo (COP)		3,700
Precio de mercado		1,850
Potencial de valorización		100.0%
Dividendo proyectado		252.8
Dividend yield		13.7%
Retorno total		114%



COMPARTIR

- 👍
- ✉
- 🐦
- f
- 🗨