

## Mineros

# Nicaragua con potencial de crecimiento

Valor Justo:  
**COP 4,500**  
 Mantener

Potencial: 149% Riesgo: Alto Cierre: 1,807

## INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	0.54
Dividendo anual 2024E (COP)	325
Retorno por dividendo:	17.97%
% MSCI COLCAP:	0.20%
# Acciones	300 mm
P/VL actual:	0.36x
P/U actual:	8.63x

Tras los anuncios de pre factibilidad del proyecto Porvenir en Nicaragua, la vida media de las reservas de la filial pasará de 5 a 13 años, adicionando 57 mil onzas de oro en producción anual para Mineros a partir del 2027, significando un incremento de la producción de cerca de 22% frente a los niveles actuales.

Esto, sumado al bajo apalancamiento, los altos niveles de rentabilidad y la perspectiva de una mejora a nivel operativo, a raíz de la venta de sus operaciones en Argentina, nos permite vislumbrar un mejor panorama a nivel fundamental para Mineros y soporta nuestra recomendación de Mantener.

## > ¿POR QUÉ MANTENER?

La falta de catalizadores de corto plazo y la falta de liquidez de la acción, limitará la corrección en el descuento al que transa Mineros en el mercado.

Sin embargo, destacamos positivamente los niveles de rentabilidad, el importante descuento que presenta la acción tanto en Colombia como Canadá y el atractivo retorno por dividendos que esperamos para 2024 (~18%).

### Autores

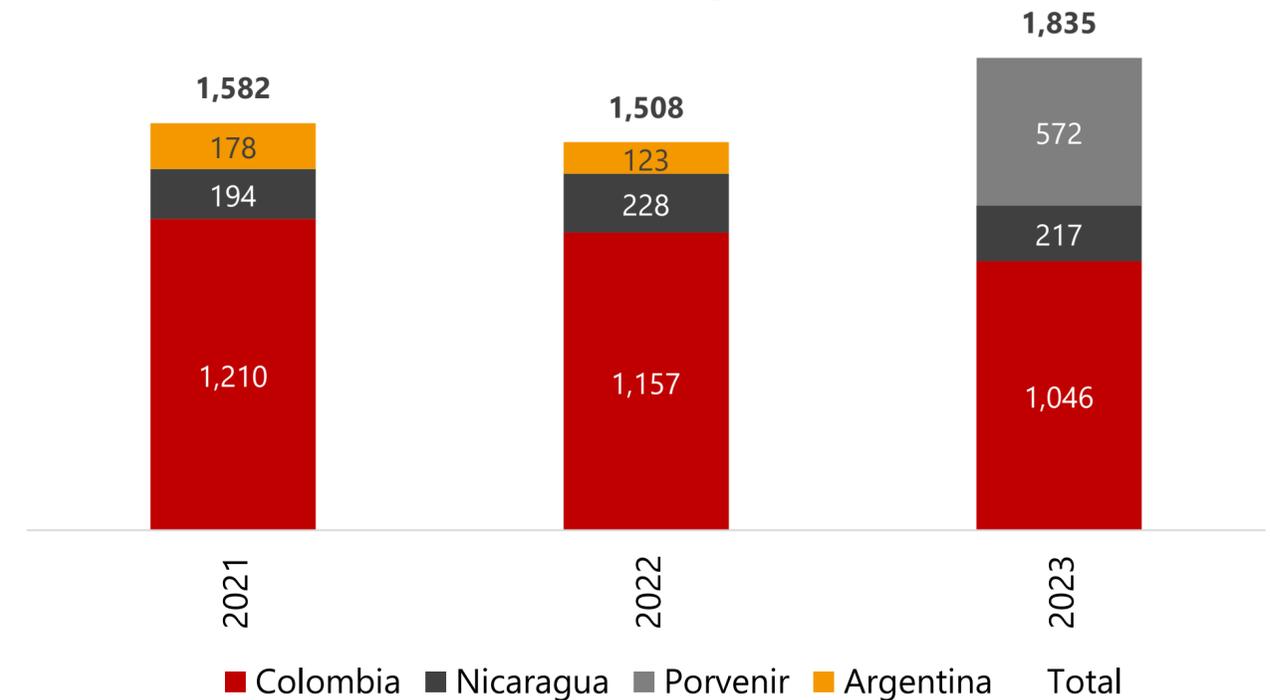
Julián Ausique  
 Analista Acciones  
 jausique@corredores.com

Katherine Ortiz  
 Líder Renta Variable  
 kortiz@corredores.com

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Nicaragua con potencial de crecimiento.** Durante los últimos años, Mineros ha hecho inversiones importantes en su filial en Nicaragua, Hemco, destacando entre estas el proyecto Porvenir. El 16 de marzo de 2023, la compañía anunció los resultados positivos del estudio de pre factibilidad del proyecto, con lo que Hemco incrementaría significativamente la vida útil de sus reservas, pasando de 5 a 13 años, agregando a la producción anual de Hemco de 57 koz, la cual empezaría a ser material a inicios de 2027. De acuerdo con el estudio de pre factibilidad, este proyecto incrementaría las reservas de oro en 572 Koz y las de plata en 1,922 Koz , resultando en reservas 2P consolidadas de 1,835 Koz de oro. Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, si solo consolidamos las reservas de oro adicionales, agregaría COP 300/acción a nuestra estimación de valor justo de Mineros.

**Evolución reservas 2P  
(Koz Ag)**



Fuente: Mineros.

# > TESIS DE INVERSIÓN

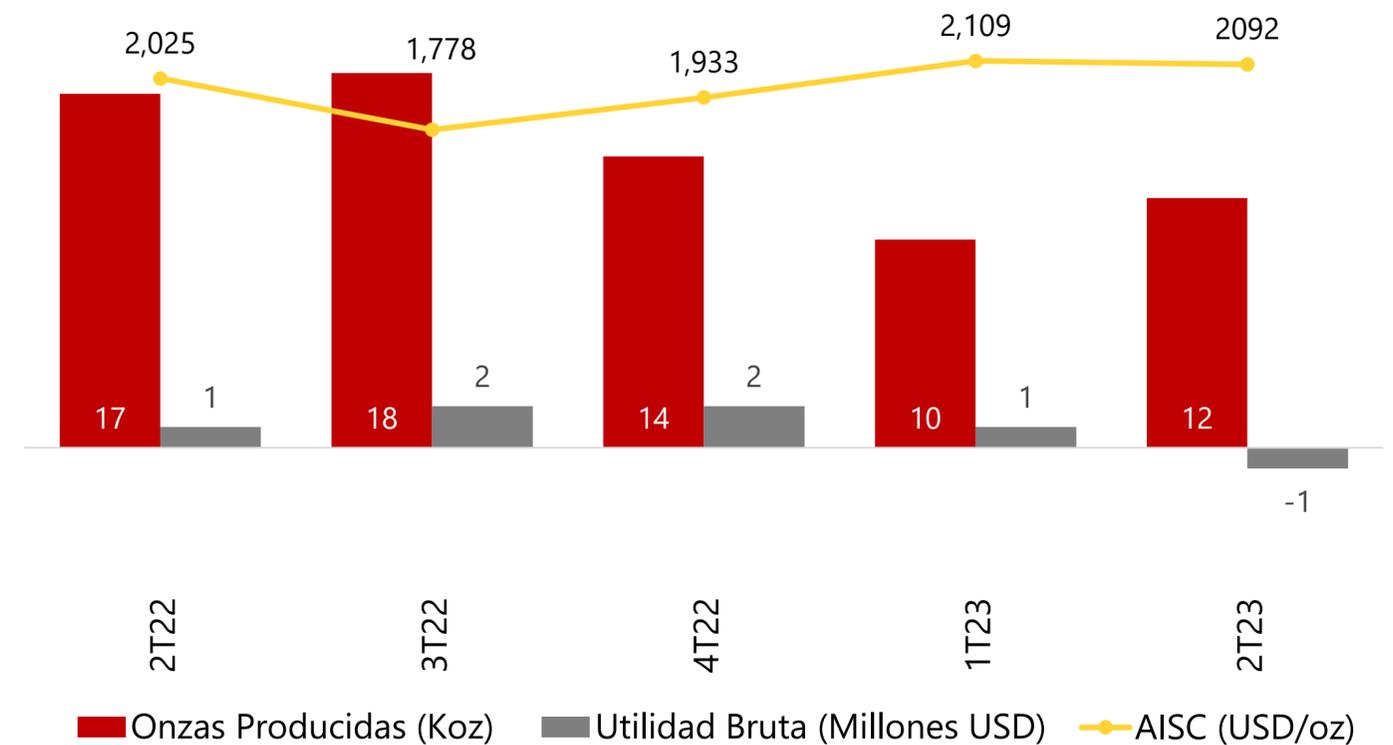
## Impactos positivos tras la venta de activos en Argentina.

El pasado 8 de septiembre de 2023, la compañía anunció que firmó un contrato de compraventa con Eris LLC, para vender la totalidad de las acciones de Mineros en Minas Argentinas, titular del 100% de participación en el Proyecto Gualcamayo, donde se encuentra la Mina Gualcamayo y el Proyecto Carbonatos Profundos.

Tal transacción consideramos puede brindar mejores niveles de rentabilidad a la compañía y una flexibilidad financiera, debido a que parte importante del Capex (30%) de la compañía estaba siendo destinado para los gastos de exploración en Argentina, lo cual resultaba en un AISC de la operación superior al de las demás geografías, afectando así el resultado consolidado de la compañía.

En términos consolidados, estimamos una reducción de 35 Koz de oro por la venta de esta operación para 2024.

Evolución operación Argentina



Fuente: Mineros.

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Mercado no reconoce fundamentales de la compañía.** Los márgenes de rentabilidad de la compañía se han mantenido en niveles superiores al 30% durante varios años, medidos por el margen EBITDA. Sumado a esto, la compañía ha logrado mantener niveles de rentabilidad (ROIC) durante los últimos 5 años en promedio en 21.1%, siendo estos superiores a su costo de capital (20% actual). Lo anterior, sumado a una subvaloración de las reservas de la compañía ya que, si consideramos compañías de producción similar a Mineros a las cuales el mercado les está reconociendo un precio de USD 221 por cada onza de sus reservas probadas y probables, y lo comparamos frente a la valoración de las reservas de Mineros (USD 84 / onz), es evidente el descuento al cual se encuentra la compañía hoy en el mercado

**Nuevamente un gran dividendo.** En línea con lo anterior, la sólida generación de utilidades, junto a programas de eficiencias en costos que han permitido mejorar los niveles de rentabilidad, llevarían a que Mineros continúe con una buena distribución de utilidades, tanto que para el año 2024 esperamos un dividendo de COP 325/ acción, significando a precios de mercado de hoy (1,835/acción) un retorno por dividendos cercano a 18%, siendo nuevamente una de las compañías con mayor retorno del mercado colombiano. Esto, sumado a una expectativa de menor rentabilidad de los títulos de renta fija, sitúan la rentabilidad de Mineros como una de las más atractivas a nivel de activos en Colombia.

**Riesgo regulatorio y de permisos ambientales.** Las operaciones de Mineros están concentradas en países con alta incertidumbre económica, social y política; por lo cual, los cambios en materia de licenciamiento, regalías o demás factores que pueden afectar la operación normal, resultan de gran importancia para la compañía.

Puntualmente en Colombia, el Gobierno Nacional ha sido insistente en radicar una reforma al Código Minero, consagrado en la Ley 685 de 2001, con la cual se buscaría promover la minería ancestral y la pequeña minería.

De igual manera, la Asociación Colombiana de Minería (ACM) mediante un comunicado mencionó que el proyecto de Decreto del Ministerio de Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible “Por el cual se establecen criterios para declarar y delimitar reservas de recursos naturales de carácter temporal en el marco del ordenamiento minero-ambiental y se dictan otras disposiciones”, configura una amenaza a la estabilidad y el futuro del sector minero en Colombia, ya que permite la creación de áreas de protección ambiental sin contar con estudios, ni criterios técnicos y sólo amparándose en un principio de precaución que hoy según la jurisprudencia no debe entenderse de esa manera.

**Normalización de la inflación podría debilitar el oro.** Los últimos años han estado caracterizados por una persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales lucen mucho menos transitorias de lo que se pensaba, lo cual ha llevado a los bancos a mantener sus tasas de referencia en niveles elevados.

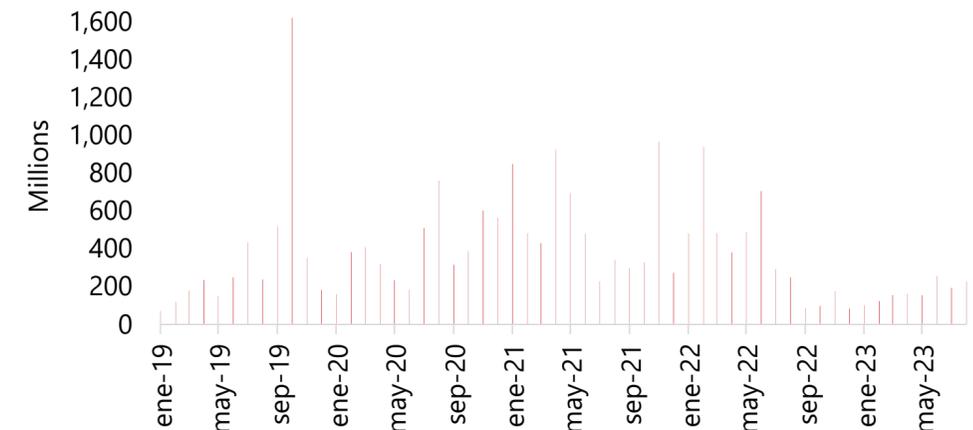
Históricamente, el precio del oro ha tenido una correlación altamente positiva con la inflación, en parte gracias a sus características físicas y químicas, por lo cual, ante la coyuntura y las perspectivas actuales, consideramos que su precio puede mantenerse alto y cercano a los niveles actuales, lo cual le permite a Mineros mantener su nivel de rentabilidad alto. Sin embargo, la volatilidad del oro también suele ser alta y no es descartable que en la medida que la inflación regrese a niveles normales, el oro pueda presentar retrocesos importantes, afectando los resultados de la compañía.

# > R I E S G O S

**Baja liquidez en el mercado local.** Si bien la acción de Mineros cuenta con presencia tanto en el mercado colombiano como el canadiense, el precio de la acción no ha repuntado, lo cual nos lleva a considerar que la falta de catalizadores a nivel del mercado de capitales es bastante diciente, lo que limitaría la materialización de nuestro valor justo. Al analizar los volúmenes diarios de la acción durante lo corrido del 2023, estos se ubican en promedio en COP 171 mm, contrastando incluso frente a sus niveles en años pasados (COP 398 mm).

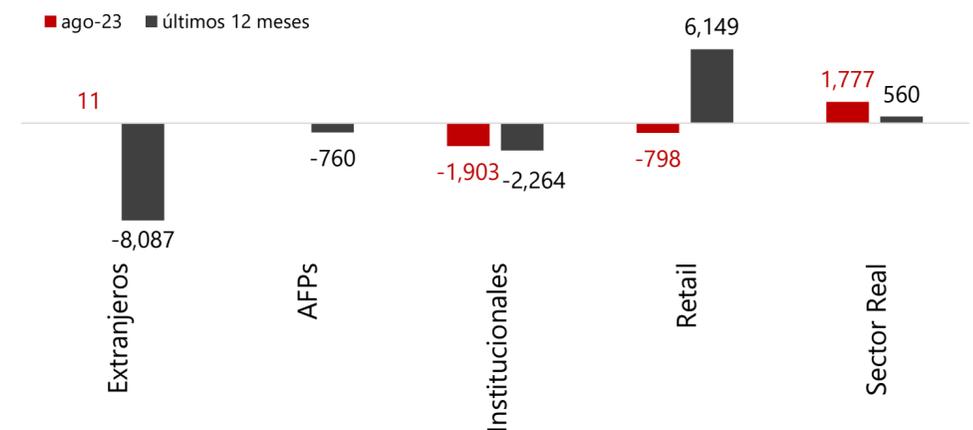
De igual manera, al analizar la posición de los diferentes inversionistas del mercado colombiano en la acción de Mineros, se hace evidente que los inversionistas Extranjeros, los Fondos de Pensiones y los demás inversionistas institucionales mantienen una posición vendedora en la acción, con ventas netas consolidadas, a corte de agosto de 2023, de COP 11,111 mm. Lo anterior hace evidente los retos a nivel de liquidez que tendrá la acción de cara a 2024, teniendo en cuenta que los mayores volúmenes de negociación y la mayor bursatilidad en los últimos años ha sido proporcionada por este tipo de inversionistas.

**Volumen promedio de negociación de Mineros**



Fuente: BVC.

**Posición Neta Inversionistas (COP mm)**



Fuente: BVC.

## > 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. También cuentan con dos pequeñas centrales hidroeléctricas llamadas Providencia I y Providencia III ubicadas en jurisdicción del municipio de Anorí, Antioquia, Colombia.

### Balance General Consolidado

COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Total Activos	2,309	2,740	2,574	2,609	2,729
Total Pasivos	846	1,073	1,022	1,029	1,095
Patrimonio e interés minoritario	1,463	1,667	1,552	1,580	1,634
Deuda Total/Patrimonio	15.0%	13.6%	15.4%	17.6%	19.5%
Deuda Total/EBITDA	0.4x	0.3x	0.3x	0.4x	0.5x
Deuda Neta/EBITDA	-0.1x	0.0x	0.0x	0.1x	0.1x
ROE	13.7%	1.1%	16.6%	7.9%	6.2%
ROA	8.7%	0.7%	9.9%	4.5%	3.5%
ROIC	19.2%	3.1%	26.4%	16.4%	14.3%

### Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos Operacionales	1,856	2,248	2,285	1,838	1,866
Costo de ventas	1,392	1,649	1,606	1,368	1,428
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>464</b>	<b>599</b>	<b>679</b>	<b>470</b>	<b>438</b>
Gastos adm. e ingresos por participación	73	91	77	69	70
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>392</b>	<b>507</b>	<b>602</b>	<b>401</b>	<b>369</b>
UNAI	286	190	377	187	152
Impuestos e interés minoritario	85	171	119	62	50
<b>Utilidad Neta</b>	<b>201</b>	<b>19</b>	<b>258</b>	<b>125</b>	<b>102</b>
<b>EBITDA</b>	<b>571</b>	<b>741</b>	<b>848</b>	<b>686</b>	<b>694</b>
Margen Bruto	25.0%	26.6%	29.7%	25.6%	23.5%
Margen Operacional	21.1%	22.6%	26.4%	21.8%	19.8%
Margen EBITDA	30.7%	33.0%	37.1%	37.3%	37.2%
Margen Neto	10.8%	0.8%	11.3%	6.8%	5.4%

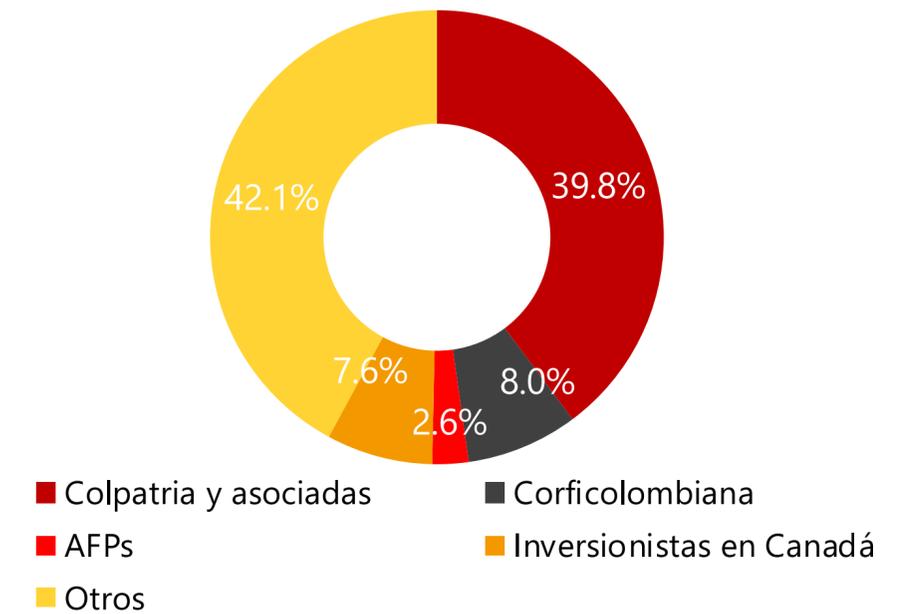
# > Mineros

## Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (mm)	300	300	300	300	300
Cap. Bursátil (COP mm)	1,090	555	542	542	542
Precio (COP/Acción)*	3,635	1,850	1,807	1,807	1,807
VL (COP/Acción)	4,882	5,561	5,171	5,261	5,440
UPA (COP/Acción)	665	63	854	414	337
Total Deuda	219	226	238	278	318
Deuda Neta	-32	-13	8	58	93
EV	1,058	541	550	600	635
EV/EBITDA	1.9x	0.7x	0.6x	0.9x	0.9x
P/VL	0.7x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
P/U	5.5x	29.3x	2.1x	4.4x	5.4x
Retorno por dividendos	7.4%	19.5%	16.1%	18.0%	8.7%
Dividendo por acción (COP)	271	361	291	325	157
Cash Cost (USD)	1,180	1,137	1,210	1,250	1,159
AISC (USD)	1,491	1,381	1,450	1,400	1,141
Producción (Oz)	261,767	287,152	265,000	229,500	233,495

\*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

### Composición accionistas



Fuente: Mineros | Estimaciones: Davivienda Corredores

# > VALORACIÓN

**NAV.** Para Mineros usamos la metodología de Net Asset Value (NAV), ajustado por un múltiplo Price to NAV (70% de nuestro Valor Justo). 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 Producer, aplicamos un múltiplo de 0.61x, dando como resultado un NAV de COP 4,244/acción.

Múltiplos de comparables. En múltiplos usamos: i) EV / Reservas 2P (15% de nuestro Valor Justo), el cual se ubicó en 221 USD/Oz para la mediana de sus comparables, dando como resultado COP 4,925/acción; ii) la mediana del P/VL de sus comparables de 1.0x (15% de nuestro Valor Justo), dando una valoración de COP 5,261/acción).

Valoración	Ponderación	2024FA
NAV (COP mm)		2,085,543
NAV/Acciones		6,958
Price / NAV		0.61x
NAV (Price to NAV 0.61x)	70%	4,244
EV / 2P Reservas	15%	4,925
P / VL	15%	5,261
<b>Valor Justo (COP)</b>		<b>4,500</b>
Precio de mercado (22/09/23)		1,807
Potencial de valorización		149.0%
Dividendo 2024E		325
Dividend Yield		18.0%
<b>Retorno Total</b>		<b>167%</b>

**Potencial de Valorización 149%**