

Buena dinámica operativa opacada por Argentina

En nuestra opinión, Mineros mostró resultados **NEUTRALES** en el 4T22, mejores que las expectativas del mercado a nivel de EBITDA, con sorpresa negativa en cuanto a la Utilidad Neta, principalmente por el **impairment en Gualcamayo (Argentina)**. En el 4T22, los Ingresos Operacionales mostraron un buen comportamiento anual (+7,3% A/A y -3,4% T/T), en medio de mayores onzas de oro vendidas en la operación aluvial de Nechí y en Hemco, donde la producción total tuvo una evolución anual importante (+11,4% A/A y -2,6% T/T), compensando el menor precio promedio anual de venta del oro (-1,2% A/A y +3,4% T/T). Por su parte, sobresale que los Costos de Ventas totales decrecieron (-2,8% A/A y -10,3% T/T) dada la menor compra de material artesanal en Hemco y reducción en costos laborales por la fortaleza del dólar. Los Gastos Administrativos registraron incrementos significativos (+25% A/A) por el rubro de servicios (seguros y reportes técnicos), mientras que los Gastos de Exploración tuvieron un marcado comportamiento al alza (+107,1% A/A) principalmente por prospectos exploratorios no exitosos en Argentina. En medio de lo anterior, el EBITDA ajustado registró un comportamiento positivo (+29,7% A/A y +6,6% T/T), reflejado en un margen EBITDA del 35,1% (+605 pbs A/A y +331 pbs T/T). A nivel no operacional, junto al **impairment** mencionado (el cual no afectó la caja), sobresalen Ingresos Financieros por la venta de activos financieros en Gualcamayo, además de Gastos Financieros con un crecimiento anual de doble dígito (+24,1% A/A y +1,4% T/T). De esta manera, se registró Pérdida Neta en el trimestre. **A nivel anual, el cierre del 2022** mostró cifras favorables a nivel operacional, con la producción de oro finalizando en 287,2 mil onzas (+9,9% A/A), por encima de la parte alta del rango establecido de 262 – 285 mil onzas, los Ingresos mostraron un comportamiento positivo (+6,6% A/A), mayor a los Costos de Ventas (+4,5% A/A). El EBITDA tuvo una expansión de doble dígito (+14,4% A/A) con un margen del 33,5% (+228 pbs A/A). Sin embargo, el alto **impairment** y mayores gastos financieros afectaron la UN (-89,7% A/A).

Hechos relevantes

- **Colombia con estabilidad trimestral:** En el 4T22, la producción de oro presentó un buen comportamiento anual y estabilidad trimestral hasta las 25 mil onzas (+61% A/A y -1,1% T/T) en medio de mayores eficiencias operativas, que se tradujeron en el volumen movido. A su vez, las mayores onzas vendidas se reflejaron en el menor costo total de producción por onza (AISC, por sus siglas en inglés) (-33,6% A/A y +6,3% T/T). Como lo hemos mencionado en informes anteriores, las presiones inflacionarias podrían continuar afectando la estructura de costos de la compañía. Cabe mencionar que, la vida estimada de reservas certificadas es de 12 años.
- **Nicaragua avanza gradualmente:** Se presentó un leve incremento en la producción de oro (+4,4% A/A y +4,3% T/T), anualmente explicado por una mayor producción de la mina subterránea propia e incremento en el tenor promedio. Por su parte, el menor comportamiento anual del AISC (-6,2% A/A y +0,4% T/T) se relacionó con reducciones en las inversiones de sostenimiento. En 2023 se espera mantener niveles de producción hasta que se logre aumentar la capacidad de molienda a mediano plazo, junto a los avances del proyecto Porvenir.
- **Argentina con entorno retador:** A nivel de producción, se presentó un decrecimiento importante en Gualcamayo (-19,7% A/A y -20,5% T/T) debido a una menor recuperación al migrar de proceso de óxidos a sulfuros, implicando mayores costos por una lixiviación más lenta. Consideramos que las presiones hiperinflacionarias en la estructura de costos y gastos seguirán presentes en 2023. Por su parte, el proceso de declinación natural y cierre de Gualcamayo puede tomar 3 años.

Resumen Resultados Financieros

Cifras en USD MM	Mineros				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	65	75	73	-2,6%	11,4%
Precio promedio (USD/Oz) AuEq	1.802	1.722	1.780	3,4%	-1,2%
Ingresos	122	136	131	-3,4%	7,3%
EBITDA Ajustado	35	43	46	6,6%	29,7%
Utilidad Neta	11	3	-20	n.a	n.a
Margen EBITDA	29,0%	31,7%	35,1%	331 pbs	605 pbs
Margen Neto	9,0%	1,9%	n.a	n.a	n.a

21 de febrero de 2023

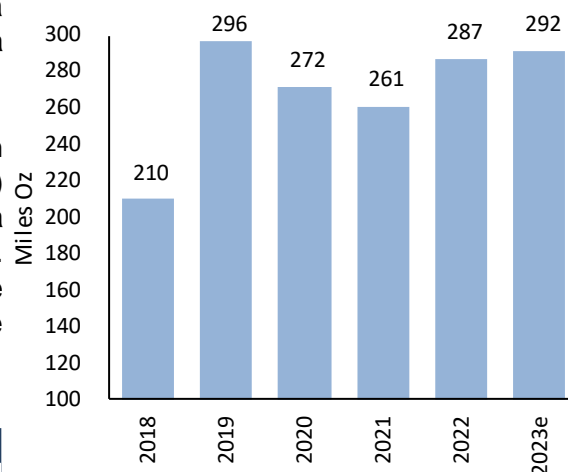


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,5
Último Precio	1.870
YTD (%)	+1,1%

Gráfica 1. Producción (Miles Oz de oro)



Fuente: Informes financieros Mineros.
Construcción: Casa de Bolsa SCB.

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Flujo de Caja se ve impactado en 2022: Al cierre del 2022 se finaliza con USD 49,8 MM en la caja, un 21,1% menos que el registro al cierre del 2021 (USD 63 MM), en medio de un FCO de USD 82,6 MM (-5,4% A/A) afectado por mayor pago a proveedores y empleados. Por su parte, el FCI mostró salida de recursos por USD 59,3 MM (-23,8% A/A) principalmente por menores adiciones en PP&E, menor compra de intangibles y exploración, dada la compra del depósito de Luna Roja en 2021 por USD 24,2 MM, compensado parcialmente por ventas de instrumentos financieros por USD 19 MM en 2021 que no se dieron en 2022, mientras que el FCF tuvo un incremento significativo con la salida de recursos por USD 43,3 MM (+369,1% A/A) principalmente por un mayor pago de dividendos y de gastos financieros, junto a recursos recibidos en 2021 por el IPO en Colombia y Canadá que no se dieron en 2022. Por último, los efectos cambiarios aportaron USD 6,7 MM al nivel de efectivo en 2022.

A nivel de Guidance consolidado, para 2023 la compañía estima una **producción anual** de 264 – 292 mil onzas, lo cual, según la compañía, se da dentro de los límites que tiene la compañía sin mayores crecimientos hasta lograr aumentar capacidad, principalmente en Nicaragua. En nuestra opinión, nos parece una proyección conservadora dado que la parte alta implica un leve crecimiento del 1,7% A/A frente la cifra del 2022 (287,2 mil onzas) e inferior a los niveles vistos previos a la pandemia de ~ 296 mil oz.

El **Cash Cost** finalizó 2022 en USD 1.124 / onza, dentro del rango meta de USD 1.090 – 1.180 / onza y se proyecta un rango de USD 1.160 – 1.250 / onza para 2023, superior al 2022 por mayores D&A estimadas, mientras que el **AISC** finalizó en USD 1.365 / onza, también dentro del rango meta de USD 1.350 – 1.450 / onza, con una estimación de USD 1.400 – 1.490 / onza para 2023. Acorde a la compañía, ambos indicadores se proyectan teniendo en cuenta un precio promedio de venta de oro de USDD 1.750 / onza, lo cual implica una reducción del 2,9% frente al precio promedio de 2022 de USD 1802 / onza, e inflaciones del 9% en Colombia y Nicaragua y del 80% en Argentina.

Con miras al 2023 nos parece importante monitorear la capacidad de la compañía para cubrir los compromisos para los próximos 12 meses de ~ USD 92,4 MM, considerando que el efectivo (USD 49,8 MM) cubre el 53,9% de este saldo y que el 2023 será un año con un entorno retador que podría reflejarse en la dinámica del Flujo de Caja Operacional, en medio de una leve corrección a la baja en el precio promedio del oro y una producción de oro estable en el mejor de los casos, acorde a las proyecciones de la compañía.

Puntos Destacados de la Conferencia

A nivel de dividendo, se realiza una propuesta de un dividendo anual de USD 0,7 / acción (+8% A/A) pagadero trimestralmente entre abril de 2023 y marzo 2024.

Respecto a los programas de crecimiento y exploración, dentro del *pipeline* de proyectos la compañía buscará durante 2023 enfocarse en 3 frentes, siendo el principal de ellos Nicaragua:

Proyecto Porvenir (Nicaragua): Esperan completar el estudio de prefactibilidad en el primer trimestre de 2023.

Depósito Luna Roja (Nicaragua): Continúan explorando el depósito. En julio del 2022 obtuvieron la estimación inicial de recursos minerales.

Carbonatos Profundos - DCP (Argentina): Esperan obtener el primer balance de Recursos Minerales en el primer trimestre de 2023.

En Colombia, las actividades de exploración bajo la Alianza Estratégica con Royal Road han sido temporalmente suspendidas y esperan mayor claridad a nivel de reglas de juego sobre esta actividad en medio de un nuevo código minero en curso y modificaciones planteadas en el Plan Nacional de Desarrollo. Actualmente, tienen permisos para operar por 3 años donde cada vez los requerimientos ambientales son mayores.

En Chile, esperan mantener el 20% de participación del proyecto La Pepa y en un futuro retomar la agenda de exploración chilena.

A nivel bursátil, han visto una mayor migración de acciones hacia la Bolsa de Toronto frente a la Bolsa de Valores de Colombia, la cual esperan que continúe gradualmente.

ASG

- En el frente laboral, en Nechí la compañía viene adelantando la formalización gradual de la fuerza laboral.

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@corficolombiana.com
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Anna María Reyes

Analista Junior Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Laura López Merchán

Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext: 22636

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Angie Katherine Rojas

Analista Renta Variable
Angie.rojas@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Juan Camilo Gutierrez

Juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Mesa Distribución

Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional
alejandro.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Katherine Prieto Pardo

Trader de acciones Institucional
katherine.prieto@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22683

Mesa Institucional Renta Fija

Olga Dossman

Gerente Comercial
Olga.dossman@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Luis Felipe Moreno

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.