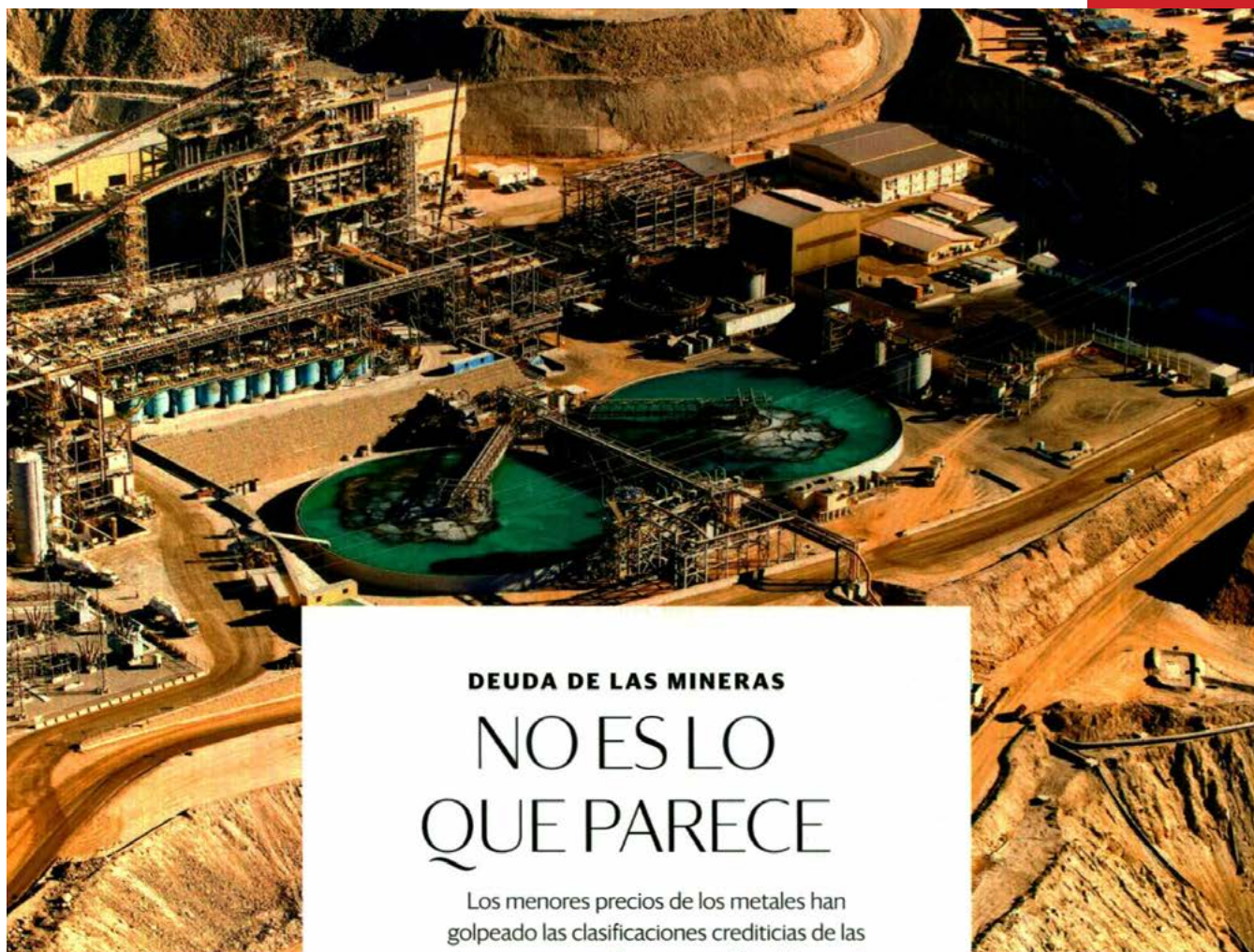




“Mineras peruanas tienen liquidez suficiente para afrontar los bajos precios de los metales”

Lunes, 18 de enero de 2016

SE



DEUDA DE LAS MINERAS NO ES LO QUE PARECE

Los menores precios de los metales han golpeado las clasificaciones crediticias de las mineras peruanas. Pero no es el fin del mundo.

POR LUIS EDUARDO FALEN

E

En las últimas semanas, la situación crediticia de varias mineras peruanas se ha puesto en duda. Hace dos semanas, *Bloomberg* pronosticó un panorama muy negativo para la minera Minsur, luego de que en octubre Moody's le redujera su calificación de riesgo por debajo del grado de inversión (de Baa3 a Ba1). En noviembre S&P le asignó una

perspectiva negativa. Y en diciembre, la calificación de Buenaventura también fue recortada a Ba1 por Moody's. En el 2015, el ebitda de las principales mineras peruanas –Buenaventura, Milpo, Minsur y Volcan– cayó 26% en promedio, proyecta el banco de inversión BTG Pactual. Esta caída es mayor en 10 puntos porcentuales que la registrada en el 2014 (ver gráfico *Ebitda promedio*).

La explicación está en el fuerte deterioro de los precios de los metales durante el 2015, que ha golpeado los ratios de apalancamiento de las mineras “Si bien eran ratios firmes en su momento, la caída de los precios los ha afectado”, señala César Pérez-Novoa, *co-head of research* de BTG Pactual. ¿Hay de qué preocuparse?

Las endeudadas

Tres de las principales mineras peruanas tienen un alto apalancamiento. Buenaventura, Minsur y Volcan cuentan con un ratio deuda/ebitda mayor a 3.0x. El apalancamiento proviene de deudas tomadas para financiar sus proyectos de expansión. “Varias mineras aprovecharon el contexto de tasas bajas en Estados Unidos”, señala Sebastián Cruz, analista de Kallpa SAB.

Volcan emitió US\$600 millones en el 2012 para financiar sus nuevos proyectos de plata Alpamarca y Óxidos. La idea era aprovechar los precios altos de los minerales –que en el 2012 se esperaba que se mantendrían– y aumentar la producción. Sin embargo, para cuando los proyectos se pusieron en marcha



“Mineras peruanas tienen liquidez suficiente para afrontar los bajos precios de los metales”

Lunes, 18 de enero de 2016



Pese al alto endeudamiento, las mineras tienen niveles de liquidez saludables que les permiten afrontar la coyuntura de bajos precios

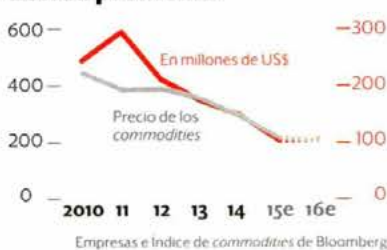
en el 2015, el precio de la plata había caído 40%. Las operaciones ya no tienen “la rentabilidad que esperábamos por los precios bajos”, agrega Jorge Murillo, CFO de Volcan. En febrero del 2015, Moody’s recortó la clasificación de Volcan de Baa3 a Ba1. Su ratio de apalancamiento subió de 2.1x a 3.6x en el 2014 y se espera que haya subido en el 2015 (ver gráfico *Endeudamiento*). Pérez-Novoa, de BTG Pactual, señala que tras culminar sus proyectos, Volcan podrá enfocarse en fortalecer su balance financiero.

Minsur emitió US\$450 millones en el 2014 para financiar su proyecto Mina Justa. “Es nuestro proyecto más importante”, apunta Gonzalo Quijandría, director de asuntos corporativos de Minsur. El proyecto aún está en prefactibilidad e iniciaría en el 2020. Mientras tanto el 77% de sus ingresos proviene del estaño, cuyo precio ha caído fuertemente. Ello, sumado a una menor producción, llevó a una reducción del ebitda en 59% en el 3T15. El apalancamiento subió a 3.1x, en comparación con el 1.4x en el 3T14.

Buenaventura tiene un apalancamiento al 3T15 de 3.5x, por encima de mineras comparables como Barrick y Newmont, según Kallpa SAB. “Parte de la deuda se explica por [la construcción de] la hidroeléctrica de Huanza y por [la ampliación de la minera] El Brocal, además de la inversión en el proyecto Tambomayo”, explica Carlos Gálvez, CFO de Buenaventura. La empresa tomó deuda bancaria.

Pérez-Novoa considera que la empresa tiene una solidez financiera. Sin embargo, ésta no sería suficiente para continuar con el desarrollo de sus proyectos Tambomayo y San Gabriel, según Sebastián Cruz, de Kallpa SAB, por lo que tendría que endeudarse más. Justamente, Gálvez señala que están gestionando un nuevo préstamo

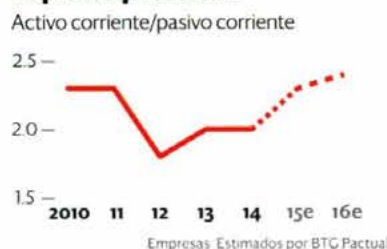
Ebitda promedio



Endeudamiento



Liquidez promedio



sindicado para refinanciar su deuda, que se concretaría en el 1T16.

Milpo está en la mejor situación crediticia de todas (1.7x en el 3T15). Ello porque su emisión fue la más pequeña (US\$350 millones en el 2013), se ha beneficiado del precio del zinc, y creció mediante pequeñas expansiones de sus minas actuales, lo que acelera la recuperación de la inversión.

La importancia de la liquidez

Pese al alto endeudamiento, las mineras tienen niveles de liquidez saludables que les permiten afrontar la coyuntura de bajos precios (ver gráfico *Liquidez promedio*). Minsur tiene una caja de US\$377 millones, nivel superior a su deuda (deuda neta negativa), al igual que Milpo. “Nuestros planes de inversión originales se mantienen”, afirma Gonzalo Quijandría, de Minsur. La empresa aumentó su inversión en exploración minera durante el 2015 (264% al 3T15).

En el caso de otras, la deuda tomada ya está empezando a dar frutos. “Nuestros proyectos para los cuales tomamos los bonos ya están operando. Tenemos la producción e incluso tenemos mejores costos que los previstos”, señala Jorge Murillo, CFO de Volcan. La mayor producción permitirá mitigar parcialmente los menores precios de metales. En el caso de Buenaventura, además de que refinanciará su deuda, su proyecto Tambomayo iniciará producción en el 3T16 y la ampliación de Cerro Verde ya está en marcha.

En el corto plazo, la situación probablemente se mantenga difícil, pues no se espera una recuperación de los precios de los metales. “Nuestra prioridad es asegurar la caja. A partir de ahí buscamos mejorar nuestro ratio de endeudamiento”, señala Murillo, CFO de Volcan. Muchas optarán por limitar su gasto de capital –particularmente para nuevos proyectos– y priorizar sólo las inversiones necesarias para continuar operando. “Lo demás ya es un acordeón. Si tienes caja lo realizas, si no todo lo contrario”, apunta Gálvez, de Buenaventura, quien dijo que se evalúa postergar el proyecto San Gabriel para preservar la caja. Asimismo, las optimizaciones y los recortes continuarán. “Seguimos trabajando con los proveedores y contratistas. Hemos renegociado tarifas de todo tipo. Siempre habrá nuevos espacios”, señala Quijandría, de Minsur. ■

EN SUMA Las mineras enfrentan una situación crediticia ajustada en el corto plazo –lo que ha llevado a recortes en sus clasificaciones–, pero tienen la liquidez suficiente para sobrevivir a los precios bajos. La entrada de nuevos proyectos aliviará la situación.