S&P Global
Ratings

Comunicado de prensa:

S&P Global Ratings revisa perspectiva de Industrias Peñoles a estable de positiva por mejora más lenta que la esperada en su flujo de efectivo

13 de agosto de 2019

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Fabiola Ortiz
Ciudad de México
52 (55) 5081-4449
fabiola.ortiz
@spglobal.com

CONTACTOS SECUNDARIOS

Alexandre Michel
Ciudad de México
52 (55) 5081-4520
alexandre.michel
@spglobal.com

Resumen de la Acción de Calificación

- Industrias Peñoles S.A.B. de C.V. (Peñoles), minera mexicana, no mejoró su generación de flujo de efectivo operativo libre (FOCF, por sus siglas en inglés) como lo habíamos esperado debido a los retrasos en las iniciativas de expansión de proyectos y a los menores precios de los metales, lo que ha resultado en mayor apalancamiento.
- Sin embargo, consideramos que la empresa podría revertir el bajo desempeño de este año una vez que los proyectos de expansión empiecen a producir en el segundo semestre del año, lo que incrementaría los volúmenes de plata y zinc, y se traduciría en una recuperación de los márgenes de EBITDA a 30% y una generación positiva de FOCF.
- El 13 de agosto de 2019, S&P Global Ratings revisó la perspectiva de las calificaciones en escala global de Peñoles a estable de positiva. También confirmamos nuestras calificaciones crediticias de emisor y de emisión en escala global de 'BBB' y en escala nacional de 'mxAAA' de Peñoles. La perspectiva de la calificación de largo plazo en escala nacional se mantiene estable.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Peñoles aumente su generación de EBITDA en los siguientes 12 meses, a medida que se beneficia de los mayores volúmenes provenientes de sus proyectos de expansión, lo que se traducirá en un índice de deuda a EBITDA menor a 1.5x (veces). No obstante, esperamos que generación de FOCF se mantenga por debajo de 15% debido a sus constantes inversiones.

Fundamento de la Acción de Calificación

La revisión de la perspectiva a estable de las calificaciones en escala global refleja, principalmente, nuestra expectativa de que el FOCF de Peñoles se ubique por debajo de nuestras expectativas iniciales, ya que los proyectos de la empresa para la optimización del proceso de recuperación y el aumento de la producción se han retrasado hasta el segundo semestre de 2019 y durante 2020, lo que aumenta los gastos de capital (capex) y los requerimientos de capital de trabajo este año. Sin embargo, consideramos que Peñoles completará su estrategia de expansión en los siguientes 12 meses, con lo que incrementará su producción y su capacidad de procesamiento de plata y zinc, principalmente por los nuevos complejos mineros y las dos plantas de recuperación.

Los últimos 12 meses han sido desafiantes para Peñoles, principalmente debido a los retrasos en la expansión de las instalaciones, junto con la disminución de los precios de los metales, excepto del oro. Estos retrasos han reducido la generación de flujo de efectivo debido a que han ampliado el ciclo de inversiones de la empresa, al tiempo que aumentan los requerimientos de capital de trabajo debido a mayores inventarios. Los retrasos también han derivado en el incremento de los costos de producción debido a las recuperaciones de menor grado que, junto con una disminución en las

tarifas de ingreso por tratamiento, han debilitado la generación de EBITDA. Lo cual se reflejó, en un margen de EBITDA de 22% y un índice de deuda a EBITDA mayor a 1.5x al 30 de junio de 2019. Como se mencionó, los precios de los metales que produce Peñoles, excepto el oro, han bajado desde el año pasado. Los precios de la plata, zinc, y plomo han disminuido dos dígitos en comparación con el año pasado, debido a la incertidumbre con respecto a las condiciones comerciales globales y a la mayor oferta de plata y zinc.

En nuestra opinión, estas dificultades serán temporales, aunque no esperamos que Peñoles genere un índice de FOCF a deuda mayor a 15% en los siguientes 18 meses. La empresa está lista para iniciar la producción en la mina Capela durante el segundo semestre del año, lo que incrementará la producción de plata en torno a 5% cuando la producción haya arrancado completamente, al tiempo que también sumará 40,000 toneladas de zinc. Además, la fase II del proyecto de recuperación de plata empezará a operar el primer trimestre de 2020, con lo que incrementará la recuperación de plata de las concentraciones de zinc. Por otra parte, la planta Pyrites de su subsidiaria Fresnillo terminará su plan de optimización en el segundo semestre de 2020, lo que mejorará las recuperaciones de plata y oro, y producirá en promedio 3.5 millones de onzas de plata y 13,000 onzas de oro al año. Esperamos que estos proyectos reduzcan sus costos de producción y aumenten sus márgenes de EBTIDA para ubicarlos de nuevo en 30% en 2020. Asimismo, anticipamos que la tendencia a la baja del precio de la plata se revertirá, y los precios del oro se estabilizarán en US$1,300 por onza mientras la economía global continúa enfrentando el prospecto de tasas de interés más bajas. Por lo tanto, con base en nuestra expectativa de mejores precios en oro y plata, así como mayores volúmenes de producción, la generación de flujo de efectivo de Peñoles debería aumentar, al tiempo que su índice de deuda a EBITDA bajaría a 1.5x al cierre de 2020.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que la empresa aumente su generación de EBITDA en los siguientes 12 a 24 meses como resultado de sus proyectos de expansión y de los precios más favorables en los principales metales que produce: oro y plata. Por lo tanto, a pesar de que los indicadores crediticios de Peñoles se debilitaran este año, el índice de deuda a EBITDA se mantendrá por debajo de 1.5x en los siguientes dos años.

Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones en los siguientes 18 a 24 meses si el apalancamiento de Peñoles se debilita de manera constante, y deriva en un índice de deuda a EBITDA mayor a 2.0x Esto podría suceder si el arranque de las operaciones de los nuevos proyectos se retrasa, o si los precios del oro y la plata disminuyen más allá de nuestras expectativas.

Escenario positivo

Podríamos subir las calificaciones en los siguientes 18 a 24 meses si la empresa genera un índice de FOCF a deuda consistentemente mayor a 40%. Esto podría presentarse si la expansión de la operación genera resultados mejores que los esperados durante el arranque, así como recuperaciones de mayor grado en sus minas de oro.

Descripción de la empresa

Peñoles es un grupo minero integrado con operaciones de fundición y refinación de metales no ferrosos que también explora, extrae y vende concentrados y minerales, además, produce y vende metales no ferrosos en México y el mundo. Explota principalmente depósitos de oro, plata, plomo, zinc, y cobre a través de sus 13 unidades mineras en operación en México, y realiza también actividades de exploración en Perú y Chile. Es el mayor productor de plata en el mundo, con alrededor de 6% de la oferta global. Además, la empresa produce y vende productos químicos, principalmente sulfato de sodio.

Nuestro escenario base

- Crecimiento del producto interno bruto (PIB) de 1.3% en 2019 y 1.8% en 2020, y un crecimiento del PIB de Estados Unidos en torno a 2.5% en 2019 y 1.8% en 2020, lo que generaría un crecimiento ligeramente estable en los dos mercados más importantes para Peñoles.
- Precios del oro de US$1,300/oz en 2019 y 2020. Suponemos que los recientes aumentos en los precios de hasta US$1,400/oz no son sostenibles, y que los precios se estabilizarán en torno a US$1,300/oz. Este incremento con respecto a nuestra estimación previa refleja nuestra opinión de que la expectativa de tasas de interés potencialmente menores es alcista para los precios del oro.
- Precios promedio de la plata de US$15.3/oz este año y US$16.5/oz en 2020, correlacionados en cierta medida con el oro, pero más bajos que en nuestras proyecciones previas debido a la menor demanda mundial.
- Precios del zinc de US$1.18 por libra y US$1.13 por libra en 2019 y 2020, respectivamente, una disminución con respecto a los precios en 2018, debido a nuestra opinión de un crecimiento global más débil en la demanda mientras que la oferta continúa creciendo.
- Aumento de los ingresos de 4% y 3% en 2019 y 2020, respectivamente, a medida que la producción de plata, zinc y plomo de la empresa aumenta de 2019 en adelante derivado de sus proyectos de expansión.
- Aumento del volumen de plata en torno a 9% este año, debido al arranque de operaciones en la mina Capela durante el segundo semestre de 2019. Esperamos que los volúmenes aumenten más de dos dígitos en 2020, a medida que la fase II de la planta de Recuperación de plata y la planta Pyrites empiecen a producir.
- Incremento de los volúmenes de zinc de más de dos dígitos en 2019 debido al inicio de operaciones de Capela y a la mejor recuperación en las minas de Fresnillo y Saucito. Un año completo de las operaciones en Capela debería aumentar los volúmenes en torno a 9% en 2020.
- Incremento del volumen de oro de un solo dígito en el área inferior este año, principalmente por la mayor producción en las minas Tizapa y Saucito. Esperamos que los volúmenes vendidos disminuyan en 2020 y 2021, lo que mitigaría el crecimiento del volumen en otros metales, ya que Herradura tiene una recuperación de metal más lenta y de menor grado de mineral.
- Disminución de la generación de EBITDA en 2019 como consecuencia de la menor tarifa por tratamiento y al aumento en el costo de los metales vendidos, lo cual se deriva de los retrasos en los proyectos de expansión de la empresa. Sin embargo, esperamos que la empresa se recupere a medida que los proyectos de expansión empiecen a producir el siguiente año.
- Requerimientos de capital de trabajo en torno a US$200 millones en 2019, a medida que la empresa aumenta su inventario para el inicio de la fase II del proyecto de recuperación de plata.
- Capex anual mayor a US$1,000 millones durante 2019 y 2020, ya que Peñoles continúa construyendo grades proyectos de expansión.
- Esperamos que la empresa aumente su deuda para fondear sus necesidades adicionales de capital de trabajo y capex, además de administrar sus pasivos.
- Menor distribución de dividendos por US$160 millones en 2019 y US$115 millones en 2020, debido a la expectativa de resultados menores.

Con base en estos supuestos, llegamos a los siguientes indicadores crediticios:

- Margen de EBITDA menor a 25% en 2019 y mayor a 30% en 2020.
- Deuda a EBITDA en torno a 2.0x en 2019 y menor a 1.5x en 2020, y
- FOCF a deuda negativo en 2019 y de 8.5% en 2020.

Liquidez

Actualmente, evaluamos la liquidez de Peñoles como adecuada, lo que refleja la menor generación de efectivo este año. En nuestra opinión, las fuentes de liquidez de la empresa cubrirán los usos al menos 1.2x en los siguientes 12 meses, incluso si el EBITDA disminuye 15%. Los factores que respaldan esta evaluación son su sólida relación con los bancos, su fácil acceso a mercados de capital, y una gestión de riesgos en general prudente.

Las principales fuentes de liquidez incluyen las siguientes:

- Efectivo e inversiones a corto plazo por US$462.8 millones al 30 de junio de 2019.
- Fondos provenientes de operaciones por US$969 millones para los próximos 12 meses.

Los principales usos de liquidez incluyen las siguientes:

- Vencimientos de deuda de corto plazo por US$188.4 millones para los próximos 12 meses.
- Requerimientos de capital de trabajo en torno a US$51 millones para los próximos 12 meses.
- Capex para mantenimiento por US$619 millones, y
- Pago de dividendos por US$138 millones en los próximos 12 meses.

Restricciones financieras (*covenants*)

Peñoles actualmente no tienen ningún tipo de *covenant* asociado a su deuda.

Calificación de emisión – Análisis de riesgo de subordinación

Estructura de capital

La estructura de capital, al 30 de junio de 2019, estaba compuesta principalmente por lo siguiente:

- Certificados bursátiles (PE&OLES 10-2D y PE&OLES 12D) a nivel de la matriz por US$600 millones, de los cuales US$400 millones vencen en 2020 y US$200 vencen en 2022.
- Bonos no garantizados que emitió Fresnillo PLC, una subsidiaria de Peñoles, por US$800 millones con vencimiento en 2023.
- Un crédito bilateral con Credit Agricole por US$72.4 millones, que se emitieron a nivel de la matriz.
- Un crédito sindicado por US$300 millones que firmó con Bank of America y Scotiabank con vencimiento en 2024, el cual e acordó a nivel de Peñoles.

Conclusiones analíticas

Calificamos los certificados de Peñoles en 'BBB', en línea con la calificación creditica de emisor. El índice de deuda prioritaria de Peñoles (monto de deuda a nivel de las subsidiarias dividido entre monto de deuda consolidada) es de alrededor de 45% de la deuda total. Dado que este índice es menor a 50%, las notas no se subordinan. Además, estas notas están garantizadas por 22 subsidiarias, excluyendo Fresnillo PLC, que representan alrededor del 30% de los ingresos consolidados de la empresa, lo que también mitiga el riesgo de subordinación.

Síntesis de los factores de calificación

Industrias Peñoles S.A.B. de C.V.	
Calificación crediticia de emisor	
Escala Global	BBB/Estable/--
Escala Nacional	mxAAA/Estable/--
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Moderadamente elevado
Posición competitiva	Satisfactoria
Riesgo financiero	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
Ancla	bbb
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Satisfactorio (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)

DETALLE DE LAS CALIFICACIONE

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	PERSPECTIVA /REV. ESP. ACTUAL	PERSPECTIVA /REV. ESP. ANTERIOR
PE&OLES 10-2D	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PE&OLES 12D	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- Factores Crediticios Clave para la Industria de Exploración y Producción (upstream) Minera y de Metales, 20 de diciembre de 2013.
- Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas, 28 de marzo de 2018.
- Metodología para calificaciones crediticias en escala nacional y regional, 25 de junio de 2018.
- Uso del listado de Revisión Especial (CreditWatch) y Perspectivas, 14 de septiembre de 2009.
- Metodología de calificaciones de grupo, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras, 13 de noviembre de 2012.
- Metodología: Riesgo de la industria , 19 de noviembre de 2013.
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 1 de abril de 2019.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.

Artículos Relacionados

- Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia.
- MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal (Nacional).
- ¿Plan de gobierno de AMLO es la respuesta para que los diferentes sectores en México tengan éxito?, 4 de julio de 2018.
- Análisis de escenarios y de sensibilidad: Las políticas de AMLO y la renegociación del TLCAN definirán el futuro del sector corporativo en México, 6 de agosto de 2018.
- Preguntas Frecuentes: Cómo formula, utiliza y revisa S&P Global Ratings los supuestos de precios de materias primas internacionales, 28 de septiembre de 2018.
- S&P Global Ratings revisa perspectiva de calificación escala global de Industrias Peñoles a positiva por sólida gestión de riesgos y probable conclusión de proyectos; confirma calificaciones, 29 de agosto de 2018

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en www.standardandpoors.com para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en www.capitaliq.com. Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en www.standardandpoors.com.mx. Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 30 de junio de 2019.

2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

3) La información regulatoria (PCR, por sus siglas en inglés) de S&P Global Ratings se publica en relación con una fecha específica, y está vigente a la fecha de la Acción de Calificación Crediticia que se haya publicado más recientemente. S&P Global Ratings actualiza la información regulatoria para una determinada Calificación Crediticia a fin de incluir los cambios en tal información solamente cuando se publica la siguiente Acción de Calificación Crediticia. Por consiguiente, la información regulatoria contenida aquí puede no reflejar los cambios en la misma que pudieran ocurrir durante el periodo posterior a la publicación de tal información regulatoria pero que de otra manera no están asociados con una Acción de Calificación Crediticia.

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capiq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.