

Newcrest Mining: costes bajos y larga vida de las reservas

Newcrest está barata

Actualmente cotiza a AUD\$25,6 (capitaliza AUD\$19.670 millones), creemos que podría valer un 80% más. A EV/reservas cotiza a \$150 la onza equivalente, una de las más baratas de la industria. Tiene una rentabilidad del flujo de caja libre del 7,1%. Pensamos además que podría ser atractiva en un futuro para ser comprada por una de las grandes mineras de oro del mundo por su elevada vida de las reservas y sus bajos costes.

Vida de las reservas muy larga

Su vida de las reservas está en 24 años mientras que la media del sector es de aproximadamente 12 años. Sus dos mejores minas, Cadia (29 años) y Lihir (25 años), están entre las más duraderas a nivel global.

Produce a costes muy bajos

Desde 2013 han reducido su coste (AISC) en más de un 40% y actualmente están produciendo a \$738 la onza de oro. En 2018 Newcrest consiguió márgenes de \$473 por onza y márgenes sobre Ebitda del 43,9%. Su mayor mina, Cadia, está produciendo actualmente a \$147 la onza equivalente.

Muy buenos operativamente

Newcrest es la única minera de oro que utiliza el método de perforación profunda ("block-caving") y con él consiguen extraer metales hasta a 1,5 kilómetros de profundidad, mientras que la media de la industria trabaja entre los 100 y 200 metros de profundidad.

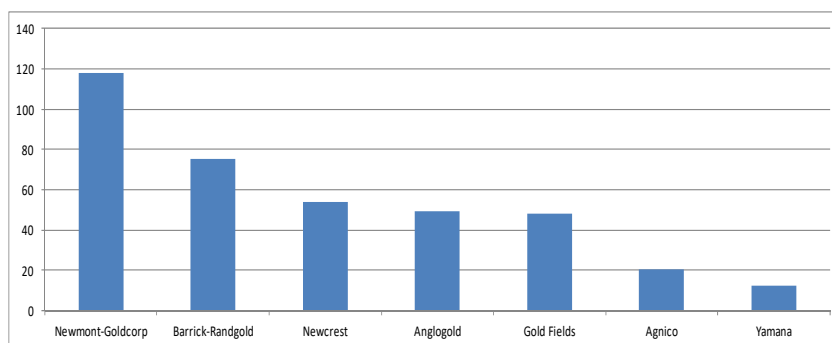
Su situación financiera ha mejorado mucho

Desde la llegada del consejero delegado Sandeep Biswas en 2014 han conseguido cinco años con flujo de caja libre positivo, han reducido la deuda neta hasta \$959 millones (llegaron a tener \$4.141 millones), tienen "grado de inversión" (BBB) y después de tres años sin dividendo lo volvieron a pagar en 2016.

I. La compañía

Newcrest es una minera australiana que produce oro (84,7% de las ventas en 2018), cobre (14,8%) y plata (0,5%). Producen en Australia (44% en 2018), Papúa Nueva Guinea (41%) y en otros países (15%). Es una de las compañías con la vida de las reservas de oro más larga dentro de las grandes de la industria (24 años) y produce a unos costes muy bajos (\$738/oz en el tercer trimestre de 2019). En su año fiscal 2018 (para ellos acaba el 30 de junio) extrajeron 2,34 millones de onzas de oro, 78 toneladas de cobre y 0,94 millones de onzas de plata. A diciembre 2018 tenían 54 millones de onzas de oro y 7 millones de toneladas de cobre en reservas y 110 millones de onzas de oro y 19 millones de toneladas de cobre en recursos minerales.

Reservas de las grandes mineras de oro (Moz)



Fuente: SMC

Biswas, el artífice del cambio

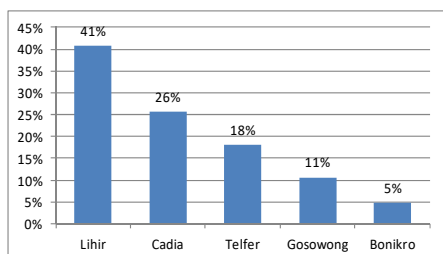
En 2014 con la llegada del nuevo consejero delegado Sandeep Biswas, cambió gran parte del equipo directivo de la compañía. Biswas nació en Burnpurn, India, donde tiene un gran peso la industria del acero. Por el trabajo de su padre en el sector metalúrgico, se mudaron a Alemania y de ahí a Australia, donde se graduó en la especialidad de Ingeniería Química en la Universidad de Queensland. Antes de trabajar en Newcrest había sido consejero delegado de Pacific Aluminium (subsidiaria del grupo Río Tinto) llevando el refinado y fundición de bauxita y alúmina en Australia y Nueva Zelanda. Trabajó también en Western Mining (Australia), Río Tinto (Canadá y Australia) y en Mount Isa Mines (Australia y Europa). Tiene experiencia en investigación, operaciones, desarrollo de negocio y proyectos en diferentes metales (aluminio, cobre, plomo, zinc y níquel).

Otros directivos importantes en la compañía son: el director financiero, Gerard Bond y el director de operaciones de Cadia y Lihir, Craig Jetson. Bond se incorporó en 2012 y anteriormente había trabajado en BHP Billiton, Coopers & Lybrand y en Price Waterhouse. En BHP estuvo 14 años donde ocupó cargos directivos en Europa y Australia en los departamentos de fusiones y adquisiciones, tesorería, director financiero del negocio de aluminio, presidente del negocio de níquel y director general del departamento de recursos humanos. Jetson es el director de operaciones de Cadia y Lihir desde 2017, entró a formar parte de la compañía en 2014 como director de operaciones solamente de Lihir. Es ingeniero mecánico y antes de unirse a Newcrest, Jetson trabajó en varios puestos en Nyrstar (vicepresidente de fundición en Suiza y director general y director de operaciones mineras de Nyrstar TN en EEUU) y tiene una amplia experiencia internacional, tanto en el procesamiento de metales, como en la industria minera.

Minas

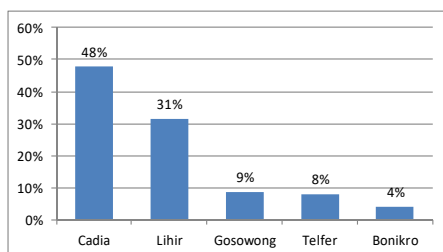
Actualmente Newcrest tiene cuatro minas operando (Cadia, Lihir, Telfer y Gosowong). A nivel de producción, reservas y beneficio, las más importantes son las dos primeras. Bonikro se ha vendido recientemente.

Producción de oro por mina 2018 (%)



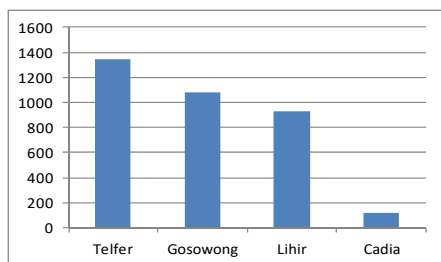
Fuente: SMC, Newcrest

Ebitda por mina 2018 (%)



Fuente: SMC, Newcrest

"All-In Sustaining Cost" (AISC) por mina 1S2019 (\$/oz)



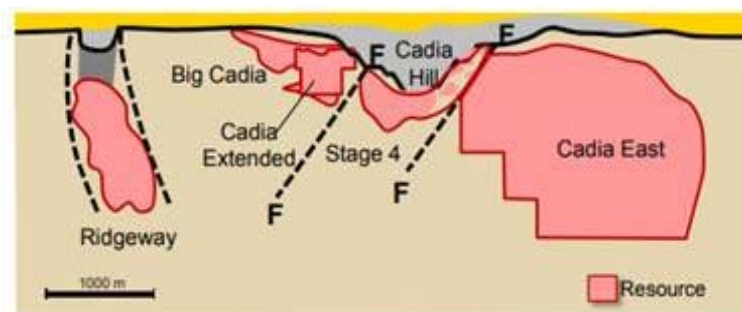
Fuente: SMC, Newcrest

Valle de Cadia, Australia: muchos años de reservas (2018: 48% Ebitda, 41% Reservas)

En 1851 se descubrieron por primera vez trazas de cobre en el valle de Cadia, Nuevo Gales del Sur, Australia y 10 años después empezó a operar en la zona la minera Scottish Australian Mining. En la década de 1940 se quedó desierto el valle de Cadia, hasta que a principios de los 90 Newcrest descubrió tres minas: la mina a cielo abierto Cadia Hill en 1992, la cavidad Cadia East en 1994 y la mina subterránea Ridgeway en 1996. Cadia East es la única que produce actualmente ya que Cadia Hill dejó de producir en 2012 y Ridgeway en 2016.

La mayor parte de las reservas y recursos minerales se encuentran en la cavidad de Cadia East y están a gran profundidad. Para extraerlos utilizan el método de perforación profunda "block-caving" que les permite hacer minería a una profundidad de hasta 1,5 kilómetros. Son los únicos que utilizan este método en la industria de las grandes mineras de oro y uno de los únicos cuatro grandes de la industria minera global. Cadia East se opera a través de dos mega bloques profundos denominados PC1 y PC2, en los que a su vez se están llevando a cabo trabajos de expansión.

Mapa del Valle de Cadia



Fuente: Newcrest

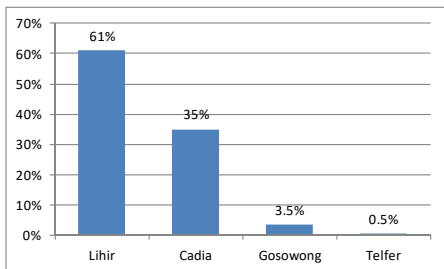
Para 2019 esperan una producción de entre 800.000 y 880.000 onzas de oro y 90.000 toneladas de cobre. En 2020 se mantendrá en niveles máximos de producción y a partir de ese año comenzarán a descender las onzas de oro que producen hasta estabilizarse, a partir de 2025, en unas 300.000-400.000 onzas de oro anuales durante 23 años.

El AISC (All-In Sustaining Cost) de oro y cobre del último trimestre de 2018 fue el más bajo de su historia operativa y se situó en \$121 la onza equivalente, permitiéndole obtener unos márgenes en esta mina de \$1.114 por onza equivalente. Por tanto Cadia, a pesar de no tener una ley alta (1,3 g/T) y no ser la mina que más produce de Newcrest, es la que más aporta al Ebitda y flujo de caja libre total.

Lihir, Papúa Nueva Guinea: su mayor depósito (2018: 31% Ebitda, 44% Reservas)

Lihir es uno de los depósitos de oro más grandes del mundo, está situado en la provincia de Nueva Irlanda, en Papúa Nueva Guinea (PNG) y Newcrest la adquirió en 2010 por \$8.500 millones. Es una mina compleja a nivel técnico y las labores son más difíciles por las altas temperaturas y las abundantes lluvias. A nivel de activos es la mina más grande de la compañía. Desde que comenzó a producir en 1997, ha extraído más de 10 millones de onzas de oro.

Activos por mina 2018 (%)



Fuente: SMC, Newcrest

Desde que se adquirió hasta 2015 no dio buenos resultados por problemas operativos y conflictos con la comunidad local de la isla. Las mejoras operativas que llevó a cabo Biswas al incorporarse en 2014, dieron sus frutos y Lihir empezó a aumentar producción y a reducir costes. Actualmente está produciendo 955.000 onzas de oro al año y según la compañía podría llegar a producir hasta 1.050.000 onzas en 2019. Genera más de \$300 millones anuales de flujo de caja libre. Tiene 24 millones de onzas en reservas, siendo la vida media de la mina de 25 años. Lihir tiene una ley mayor que Cadia, es de 3,1 g/T actualmente. El AISC de Lihir se ha ido reduciendo significativamente a medida que la producción se incrementaba, en el tercer trimestre de 2019 fue de \$849.

Telfer, Australia: cubre el precio del oro (2018: 8% Ebitda, 4% Reservas)

Esta mina de oro, cobre y plata está operando desde el año 1977 y se sitúa en Australia Occidental. Le quedan aproximadamente 5 años de vida, tiene 2 millones de onzas en reservas y 6,4 millones de onzas en recursos minerales. Newcrest podría intentar aplicar el "block-caving" en Telfer para alargar la vida de la mina extrayendo los recursos minerales que están más profundos. Espera producir en 2019 entre 400.000 y 460.000 onzas de oro. El coste de producir es alto (\$1.148/oz) y la ley es baja (0,1 g/T). En esta mina es en la única que Newcrest cubre el precio del oro.

Gosowong, Indonesia: pocos años de vida (2018: 9% Ebitda, 1% Reservas)

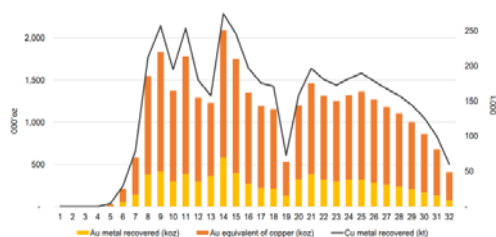
Mina situada en Indonesia que contiene oro y plata controlada por la joint venture de Newcrest (75%) y PT Aneka Tambang (25%). El 100% de las reservas de oro son 0,48 millones de onzas y tienen una vida ya sólo de dos años. La mina se espera que produzca este año un total de 200.000-240.000 onzas de oro y el último AISC reportado fue de \$1.105 la onza. Supone el 11% de producción de oro y el 9% del flujo de caja libre que genera Newcrest. Las reservas tienen una ley elevada de 8,4 g/T.

En junio de 2018 las compañías entraron en un acuerdo con el gobierno de Indonesia y como consecuencia el Estado tiene que controlar por lo menos el 51% de la joint venture en los dos años siguientes a la firma. Como resultado antes de junio de 2020 Newcrest deberá vender por lo menos un 26% del 75% que controla actualmente.

Wafi-Golpu, Papúa Nueva Guinea: su nuevo gran proyecto (2018: 10% Reservas)

Mina de cobre (70% del total de producción esperada), oro y plata situada en Papúa Nueva Guinea, con uno de los costes más bajos y 28 años de vida de las reservas. El proyecto generará \$13.157 millones de flujo de caja libre y hará falta para ponerla en marcha una inversión de \$2.800 millones. La mina producirá anualmente una media de 266.000 onzas de oro con una ley de 0,86 g/T y 161.000 toneladas de cobre con una ley del 0,83%. La tasa interna de rentabilidad esperada de Golpu es del 18,2%. Newcrest controla el 50% del proyecto (el otro 50% es de Harmony Gold) y el gobierno de PNG tiene una opción de compra, que en caso de ejercerla, el porcentaje de Newcrest se reduciría al 35%. Actualmente el proyecto incluye: los depósitos de cobre y oro Golpu y Nambonga y la mina a cielo abierto Wafi. Se espera que empiece a operar en 2024.

Producción de Wafi-Golpu



Fuente: Harmony Gold

Otras inversiones

Fruta del Norte: en 2018 Newcrest adquirió el 27,1% de Lundin Gold por \$250 millones. Lundin Gold es una minera canadiense, controlada por la familia Lundin, que tiene el 100% de la mina de oro Fruta del Norte, en Ecuador. Se espera que la mina empiece a operar en el último trimestre de este año, de media producirá 325.000 onzas de oro anuales, a un AISC de \$583 la onza y una vida de las reservas de 15 años con una ley de 8,7g/T para las reservas probables.

Red Chris: en marzo de este año adquirió el 70% de esta mina de cobre y oro canadiense por \$806,5 millones. Actualmente cuenta con 20 millones de onzas de oro y 13.000 millones de libras de cobre en recursos minerales. Utilizarán para su extracción el método de "block caving".

Namosi: es una joint venture, en la que Newcrest controla el 71,8%, destinada a explorar 724 km² en Fiji. La exploración se centra en el depósito Waisoi de cobre y oro que está actualmente en la fase de prefactibilidad.

Otros proyectos: SolGold (15,2%), Azúcar Minerals (19,9%), un acuerdo con Mirasol Resources y algunos proyectos australianos en primera fase. Recientemente Newcrest ha vendido dos activos en Costa de Marfil: Bonikro por \$81 millones a finales de 2017 y Séguéla por \$30 millones en 2019.

Objetivos a futuro

La compañía ha comentado su intención de pasar a tener en cartera, para el año 2020, cinco activos que sean "Tier 1". Actualmente consideran que tienen exposición sólo a cuatro: Cadia, Lihir, Wafi-Golpu y Fruta del Norte. Newcrest denomina "Tier 1" a aquellas minas que tienen potencial para producir más de 300.000 onzas equivalentes anuales, más de 15 años de vida, produciendo a un AISC por debajo de \$800/oz y con recursos minerales significativos o potencial de aumentarlos con exploración.

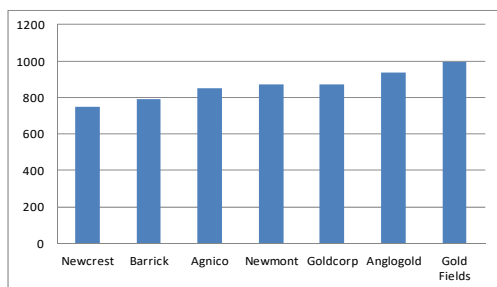
"Tier 1" para Newcrest	
Producción	>300.000 oz eq.
Reservas	+15 años
AISC	<\$800 la onza

Produce a costes muy bajos

En los últimos años ha conseguido reducir su AISC más de un 40% ya que en 2013 producía a \$1.318 la onza y actualmente produce a \$738 la onza. Creemos que esto se ha debido a

tres factores principales: la depreciación del dólar australiano, el incremento de producción y las mejoras operativas gracias a su programa "Edge". Teniendo en cuenta el AISC es de los productores más eficientes de las grandes mineras de oro. Esto les ha permitido conseguir desde 2015 márgenes de AISC sobre el precio del oro de más de \$400 por cada onza vendida. Los márgenes sobre Ebitda del año fiscal de 2018 fueron del 43,9%.

AISC de las mayores mineras de oro 2S2018



Fuente: SMC

Su vida de las reservas es de las más larga del sector

A finales de 2018 Newcrest tenía unas reservas de 54 millones de onzas y de 7 millones de toneladas de cobre y unos recursos minerales de 110 millones de onzas de oro y 19 millones de toneladas de cobre. Un aspecto positivo frente a otras mineras de oro, es que casi el 90% de las reservas son de activos que actualmente ya están en producción. Las reservas tienen una vida de 24 años (a un precio del oro de \$1.200 la onza), muy por encima de la media del sector que está en torno a 12 años de vida. Las dos mayores minas de Newcrest, Cadia y Lihir, tienen el mayor número de reservas del sector, con 29 y 25 años respectivamente.

Reservas y recursos minerales de oro y cobre (2018)

MINA ORO	Reservas (Mln/oz)	Ley Reservas (g/T)	Recursos Minerales (Mln/oz)	Ley Recursos (g/T)
Cadia	22	0.5	38	0.4
* CadiaEast	21	0.48	34	0.36
* Ridgeway	1.4	0.54	2.4	0.52
* Others	0	0.53	1.5	0.37
Lihir	24	2.3	50	2.3
Telfer	2	0.6	6.4	1.1
Gosowong	0.37	8.1	1.1	10
Wafi-Golpu	5.5	0.86	13	0.83
Namosi	0	0	4.9	0.11
TOTAL	54		110	

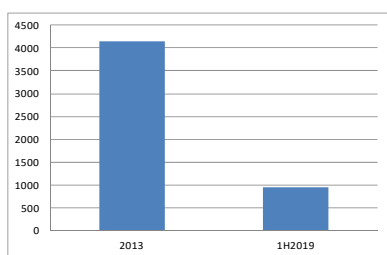
MINA COBRE	Reservas (Mln/T)	Ley Reservas (%)	Recursos Minerales (Mln/T)	Ley Recursos (%)
Cadia	4.3	0.3	8.3	0.3
* CadiaEast	4.1	0.3	7.6	0.26
* Ridgeway	0.23	0.28	0.48	0.33
* Others	0	0	0.25	0.2
Telfer	0.2	0.1	0.59	0.3
Wafi-Golpu	2.5	1.2	4.4	1
Namosi	0	0	5.7	0.35
TOTAL	7		19	

Fuente: SMC, Newcrest

Situación financiera saneada

A nivel financiero sus cuentas están muy saneadas. Lleva cinco años generando flujo de caja libre positivo, tiene casi el 10% de su capitalización bursátil en caja, desde el año 2015 ha reducido su deuda casi un 30% y tiene unos márgenes sobre Ebitda del 43,9%. La reducción hasta los \$959 millones de deuda neta desde 2013 a 2018 (tenía \$4.141 millones) ha permitido mejorar su apalancamiento (deuda neta/Ebitda) hasta 0,6x (en 2014 estaba en 2,6x). Después de tres años sin pagar dividendo volvieron a pagarlo en el segundo semestre de 2016. El objetivo de dividendo para los próximos años es entre un 10 y un 30% del flujo de caja libre del año y que no sea nunca menor de 15 centavos de dólar por acción.

Deuda neta 2013 y 1S2019 (\$M)

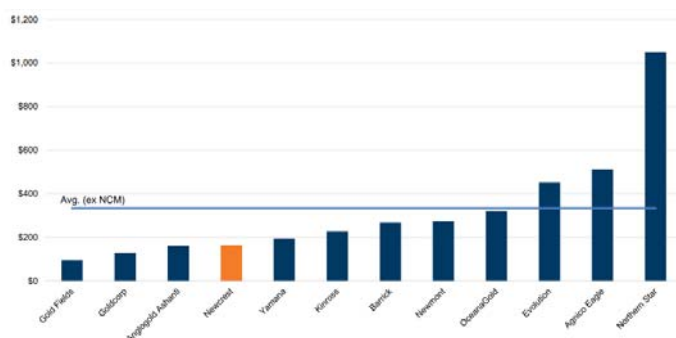


Fuente: SMC, Newcrest

Valoración

Creemos que Newcrest podría valer un 80% más. Esperamos que el precio del oro suba por encima de máximos de 2011 y que el dólar australiano continúe devaluándose. Pensamos que el oro subirá de precio ya que contemplamos tipos reales negativos a medio plazo, un escenario que históricamente ha sido muy positivo ([ver informe "Polyus"](#)). El dólar australiano creemos que se seguirá devaluando debido a los problemas que tiene el país (tesis en [nuestro informe "Australia muy vulnerable"](#)) y el 60% de los costes de Newcrest son en esta divisa. A EV/reservas equivalentes está a \$150 la onza, al precio objetivo cotizaría ligeramente por debajo de la media de la industria, cercana a \$300 EV/reservas. Tiene una rentabilidad del flujo de caja libre del 7,1%. Pensamos, además, que podría ser atractiva en un futuro para ser comprada por una de las mayores mineras de oro del mundo por su elevada vida de las reservas.

EV/reservas equivalentes de oro (\$/oz)



Fuente: Newcrest

II. Industria

1) Jurisdicciones: Australia y Papúa Nueva Guinea

Australia, en concreto la región de Nuevo Gales del Sur donde está Cadia, y Papúa Nueva Guinea (PNG) donde se encuentran Lihir y Wafi-Golpu son las dos jurisdicciones que más le afectan. Las dos se encuentran relativamente bien situadas en el informe Fraser de compañías mineras, justo por debajo de Nueva Zelanda y por encima de Sudáfrica, Alberta (Canadá) o Noruega.

Informe Fraser 2018: índice de inversión en minería



Fuente: Fraser Institute

En ambos países la minería y los servicios mineros son uno de los sectores más importantes de sus economías. En Australia son un 15% del PIB, las exportaciones de minería y energía representan un 64% y un 10% de todos los empleos del país. En PNG sus recursos naturales, principalmente petróleo y minería, suponen un 26% en el PIB y un 84% del valor total de las exportaciones. Los royalties para minería en la región de Nuevo Gales del Sur son un 4% del valor ex deducciones y en PNG del 2%.

2) Minería de oro

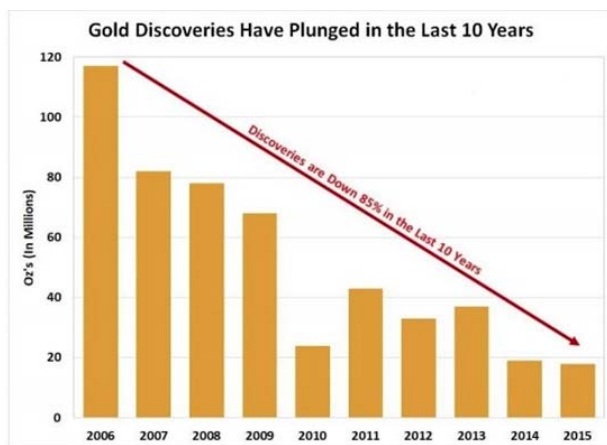
Las mineras de oro, tal y como comentamos en [nuestro informe de "Polyus"](#), están muy infravaloradas respecto a el oro. Y además la minería de oro hay fundamentales muy favorables. La inversión de las mineras se ha reducido un 67% desde máximos de 2012, cada vez son más difíciles los descubrimientos de depósitos de oro (cayeron un 85% desde 2006 hasta 2016), las reservas de las mayores mineras de oro están en declive (-26% desde 2012), la ley (g/T) ha descendido prácticamente un 40% desde 2001 y la vida media de las minas es la menor de los últimos 30 años.

Reducción de la inversión en exploración de oro (\$M; Precio oro)



Fuente: S&P Global

Descubrimientos de oro cayendo (Moz)

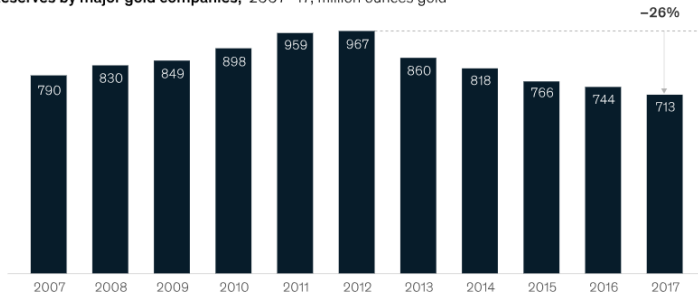


Fuente: Katusa Research

Reservas de las mayores mineras de oro en declive (Moz)

Reserves by major gold companies have declined 26 percent since 2012 and are now below 2007 levels.

Reserves by major gold companies,¹ 2007–17, million ounces gold

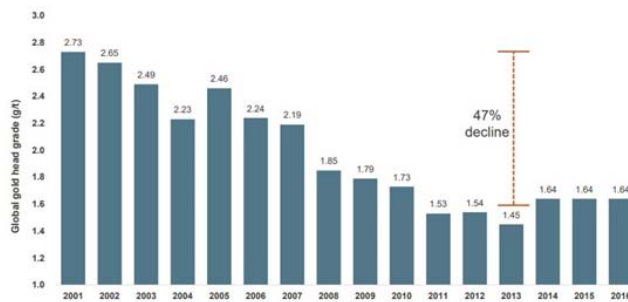


¹Agnico Eagle, AngloGold Ashanti, Barrick, China National, Freeport-McMoRan, Goldcorp, Gold Fields, Harmony, Kinross, Navoi Mining and Metallurgy Combinant, Newcrest, Newmont, Nerd Gold, PJSC Polys, Polymetal International, Randgold Resources, Shandong Gold, Sibanye-Stillwater, Yamana Gold, Zijin Mining.
Source: S&P Global Market Intelligence

Fuente: McKinsey

La ley del oro se ha reducido (g/T)

Global Gold Head Grades in a Downward Trajectory

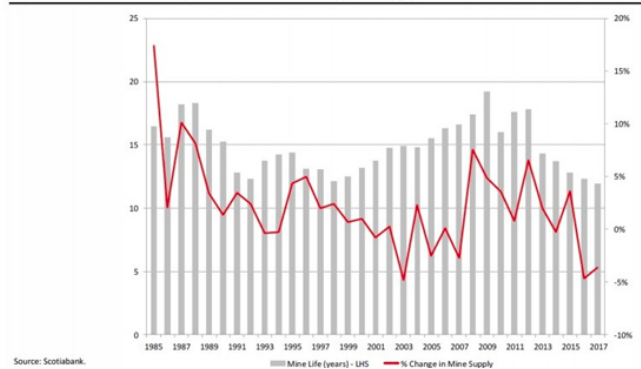


Source: Citi Research, includes ABX, NEM, NDM, ANG, GFI, HAR, GG, PPS, AOC

Fuente: Goldcorp

Vida media de las minas en mínimos (Años; %)

Exhibit 40: Historical Average Mine Life versus Change in Supply



Source: Scotiabank.

Fuente: Scotiabank

Gracias

Marta Escribano, Guillermo Nieto

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comuniqué por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.