

## Minería

Noviembre 8, 2004

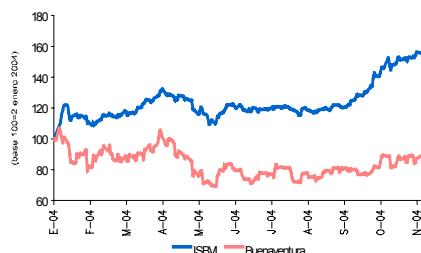
## Resultados 3T04

### Cía de Minas Buenaventura

MANTENER

Demora en envío de oro y menor participación de Yanacocha en ingresos contrarrestó reducción de costos en Uchucchacua.

#### Buenaventura vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Recomendación Anterior:	Mantener
Precio Acción Común (08/11/04):	S/. 83.00
Precio ADR (08/11/04):	US\$ 24.9
Precio Objetivo ADR (2004):	US\$ 24.1
Upside (%):	-3.6%

Fuente: Bloomberg

#### Buenaventura: Principales Indicadores de Mercado

	2002R	2003R	2004P	2005P
P/U (x)	14.6	74.7	15.7	14.6
EV/EBITDA (x)	7.5	9.2	6.9	6.7
Ventas Netas (US\$ MM)	170.8	202.4	239.8	249.1
Margen Bruto (%)	49.7	56.4	49.7	48.8
Margen Operativo (%)	23.9	24.0	25.0	24.5
Utilidad Neta (US\$ MM)	114.4	48.2	202.6	218.3
UPA (US\$)	0.90	0.38	1.59	1.72
UPADR (US\$)	0.90	0.38	1.59	1.72

(\*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 20% y se descuenta el impuesto a los dividendos del 4.1%.  
Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

Fecha	08/11/04
Rango 52 Semanas ADR (US\$)	31.8 –18.6
Número de Acciones (MM)	127.2
Capital. Bursátil (US\$ MM)	3,182.88
Volumen (prom. 90d, US\$000)	121.2
Desempeño US\$ YTD (%)	-14.8
Dividend Yield (04E)	1.2%
P/VL (x)	5.7
Frecuencia de Neg. (12M)	90.0%

Fuente: Bloomberg, Económica

#### Juan Miguel Pflucker

jmpflucker@bcp.com.pe  
511-313-2000 (ext. 3052)

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

- ▶ En el 3T04, Cía. de Minas Buenaventura (BVN) reportó una **Utilidad Neta de US\$ 38.1 MM (US\$ 0.23 por acción común)**. Sin embargo, debido a un cargo contable (abajo mencionado) relacionado con el tratamiento del *mark-to-market value* de sus instrumentos derivados, el resultado final del período fue una ganancia neta de US\$ 28.8 MM.
- ▶ Las mayores Ventas Netas (+5.3% YoY) estuvieron explicadas por la mayor producción y ventas de la mina Uchucchacua de la mano con el significativo aumento del precio de la plata (+29.5% YoY). De otro lado, la demora en el envío de 14,300 onzas de oro contribuyó a que las ventas de dicho mineral cayeran 8% (YoY).
- ▶ Si bien se apreció un ligero aumento en los Costos de Ventas (+8.8% YoY), éste tuvo que ver simplemente con las mayores ventas. No obstante, resaltaron notablemente los esfuerzos por reducir los costos de producción (*cash cost*), en especial aquellos provenientes de Orcopampa (-33.0% YoY), y Colquijirca (-15.0% YoY).
- ▶ A nivel no operativo, resaltaron las menores contribuciones (-35.3% YoY) de Minera Yanacocha debido a la caída de su producción (-12.5% YoY), la cual llegó a 754,473 onzas, producto del menor material lixiviable así como una menor ley de recuperación en La Quinua. El *cash cost* pasó de US\$123/onza en el 3T03 a US\$151/onza en el 3T04 por el mayor consumo de combustible ante mayores distancias de acarreo. No obstante, la menor pérdida obtenida (-US\$ 28.2 MM) por el cambio en el valor razonable (*mark-to-market value*) de sus instrumentos derivados (*hedge book*) contrarrestó los menores aportes de sus subsidiarias.
- ▶ Luego de incorporar los últimos resultados de la empresa en nuestro modelo de valorización, éste arroja un precio fundamental para el 2004 de US\$ 24.1 por ADR. Asimismo, un breve análisis de sensibilidad no señala que la acción presentaría un limitado potencial de crecimiento, por lo que **estamos manteniendo nuestra recomendación anterior de Mantener BVN**.

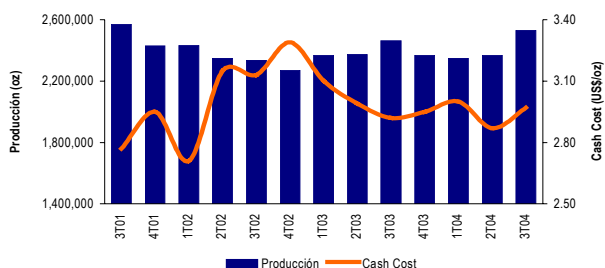
### MAYORES INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas provenientes de las operaciones propias de BVN ascendieron a US\$ 60.0 MM en el 3T04, 5.3% superiores a los ingresos reportados en el 3T03. Dicho crecimiento estuvo explicado principalmente por la mayor producción, y sobre todo mayores ventas de plata, de la mina Uchucchacua, de la mano con el significativo aumento del precio de la plata (+ 29.5% YoY). Sin embargo, cabe destacar que la demora en el envío de 14,300 onzas de oro contribuyó a que las ventas de dicho mineral se vieran reducidas en -8% (YoY)<sup>1</sup>.

### AUMENTO DE LOS COSTOS DE VENTAS

En el 3T04 los Costos de Ventas de BVN crecieron 8.8% con respecto a la cifra registrada en el 3T03, aunque esto habría respondido sencillamente a las mayores ventas arriba mencionadas. En ese sentido, la empresa ha continuado reduciendo sus costos de producción (*cash cost*), resaltando nitidamente aquellos provenientes de Orcopampa (-33.0% YoY), y Colquijirca (-15.0% YoY)<sup>2</sup>.

Uchucchacua: Producción de Plata versus Cash Operating Cost



Fuente: Compañía de Minas Buenaventura S.A.A

### GASTOS OPERATIVOS SE INCREMENTAN

Los Gastos Operativos de BVN registraron una caída de 6.6% en el 3T04 con relación a similar período del 2003. En ese sentido, si bien se registraron menores Gastos Administrativos (-46.4% YoY) y de Ventas (-39.5% YoY)<sup>3</sup>, éstos fueron contrarrestados por los mayores gastos de exploración (+113.2% YoY) en proyectos como Poracota (carretera hacia Orcopampa), La Zanja, y Marcapunta.

### MAYORES INGRESOS NO OPERATIVOS

Los ingresos no operativos de BVN se vieron incrementados en el 2T04 debido a que la compañía registró, en comparación con los resultados obtenidos en el 2T03, una menor pérdida (US\$ 14.2 MM) por el cambio en el valor razonable (*mark-to-market value*) de sus instrumentos derivados (*hedge book*).

Por otro lado, también se pudo observar una caída en las contribuciones (-35.3% YoY) de Minera Yanacocha, la cual redujo su producción (-12.5% YoY) a 754,473 onzas de oro a raíz de

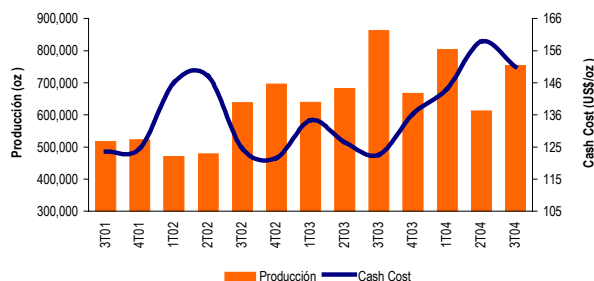
<sup>1</sup> Dicha venta fue contabilizada en la primera semana de octubre.

<sup>2</sup> En Orcopampa, gracias a la puesta en marcha de la nueva planta de cianidación que incrementó la recuperación de oro; y en Colquijirca, gracias a la menor razón de desbroce (*stripping ratio*).

<sup>3</sup> En el primer caso, debido a que en el 2T03 se efectuó una provisión para compensación futura a funcionarios, y en el segundo caso, a raíz de que se inició el proceso de cianuración y refinación de los concentrados producidos en Orcopampa, con lo cual se ha disminuido el pago de fletes de transporte terrestre y otros gastos comerciales relacionados.

del menor material lixiviable así como una menor ley de recuperación en La Quinua. El mayor *cash cost* obtenido (subió de US\$ 123/oz en el 3T03 a US\$ 151/oz en el 3T04) fue explicado por el incremento del consumo de combustible a razón de las mayores distancias de acarreo.

Yanacocha: Producción de Oro versus Cash Operating Cost



Fuente: Compañía de Minas Buenaventura S.A.A

### DIVIDENDOS

Con fecha 28.10.04 el Directorio de la Compañía acordó lo siguiente: (i) **declarar y pagar un dividendo** a favor de las acciones comunes y de inversión **por la suma de S/. 0.5312 por acción (US\$ 0.16 por ADS)**, y (ii) establecer la fecha de corte para el 15.11.04 y la fecha de registro para el 18.11.04, mientras que la fecha de entrega del dividendo quedó fijada para el 29.11.04. El importe total materia del dividendo en efectivo será pagado con cargo a las utilidades acumuladas al 31 de diciembre de 2003.

### PARTICIPACIÓN EN CERRO VERDE

En sesión del 11.10.04. el Directorio de la Compañía aprobó condicionalmente participar en el aumento de capital<sup>4</sup> que Cerro Verde aprobaría, para alcanzar una participación de hasta el 20% (actualmente en 9.2%) del capital social de Cerro Verde.

### RECOMENDACIÓN

Al incorporar los últimos resultados de la empresa dentro de nuestro modelo de valoración por flujo de caja descontado, éste nos arroja un precio fundamental para la acción común de BVN en el 2004 de S/. 80.0 (US\$ 24.1 por ADR). El pequeño análisis de sensibilidad con distintos escenarios para el precio del oro nos muestra que la acción, a precios actuales, presentaría limitado potencial de crecimiento, por lo cual **estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Mantener BVN.**

Buenaventura: Sensibilidad versus Precio del Oro

US\$/onza	-30	-15	Base	+15	+30
2004	370	385	400	415	430
2005	355	370	385	400	415
2006	320	335	350	365	380
Precio Largo Plazo	320	335	350	365	380
<b>Valor Patrimonial @ 10.8% WACC</b>	<b>3,035.3</b>	<b>3,053.4</b>	<b>3,071.5</b>	<b>3,089.7</b>	<b>3,107.8</b>
Valor por Acción					
S/.	79.1	79.5	80.0	80.5	80.9
ADR US\$	23.9	24.0	24.1	24.3	24.4
Potencial de Apreciación	-4.8%	-4.2%	-3.6%	-3.0%	-2.5%

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

<sup>4</sup> Para el financiamiento del proyecto de expansión que permitiría explotar el depósito de sulfuros primarios existentes en el área de su concesión, mediante una inversión del orden de US\$ 850 MM.

## Resultados 3T04

### Estado de Ganancias y Pérdidas Consolidado (montos en términos reales expresados en US\$ MM)

	3T04		3T03		2T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	60.0	100.0	56.9	100.0	69.5	100.0	5.3%	-13.7%
Regalías	9.6	16.0	10.7	18.8	7.7	11.1	-10.6%	23.5%
Costo de Ventas	-36.0	-60.0	-33.0	-58.1	-38.9	-56.0	8.8%	-7.5%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>33.6</b>	<b>56.0</b>	<b>34.6</b>	<b>60.7</b>	<b>38.3</b>	<b>55.2</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-12.5%</b>
Gastos Administrativos	-5.5	-9.2	-10.3	-18.1	-5.3	-7.6	-46.4%	4.9%
Gastos de Ventas	-1.2	-2.0	-2.0	-3.6	-1.1	-1.6	-39.5%	12.6%
Otros Gastos Operativos	-12.8	-21.4	-6.0	-10.6	-8.2	-11.8	113.2%	56.1%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>14.0</b>	<b>23.3</b>	<b>16.2</b>	<b>28.5</b>	<b>23.8</b>	<b>34.2</b>	<b>-13.8%</b>	<b>-41.2%</b>
Afiliadas y Otros, neto	36.2	60.3	55.9	98.3	28.3	40.7	-35.3%	28.0%
Gastos Financieros neto	1.2	1.9	0.1	0.1	-1.5	-2.2	1765.7%	n.r.
REI	-2.2	-3.7	0.1	0.2	-2.8	-4.1	n.r.	-20.4%
Otros, Neto	-13.2	-22.0	-115.9	-203.6	30.2	43.4	-88.6%	n.r.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>35.9</b>	<b>59.8</b>	<b>-43.6</b>	<b>-76.5</b>	<b>77.8</b>	<b>112.0</b>	<b>-182.3%</b>	<b>-53.9%</b>
Participación de los Trabajadores	-1.2	-1.9	-0.4	-0.7	-1.1	-1.5	202.3%	10.3%
Impuesto a la Renta	-7.4	-12.4	-4.1	-7.3	-4.8	-7.0	79.9%	53.5%
Interés Minoritario	1.6	2.6	-4.3	-7.5	-3.2	-4.5	n.r.	n.r.
<b>Utilidad Neta</b>	<b>28.8</b>	<b>48.1</b>	<b>-52.4</b>	<b>-92.0</b>	<b>68.8</b>	<b>99.0</b>	<b>n.r.</b>	<b>-58.1%</b>

### Balance General Consolidado (montos en términos reales expresados en US\$ MM)

	3T04 (a)	4T03 (b)	Variación (a/b)
Caja y Bancos	155.9	119.3	30.6%
Inventarios	28.2	23.1	22.1%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>261.9</b>	<b>214.7</b>	<b>22.0%</b>
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	124.9	118.0	5.9%
<b>Total Activo</b>	<b>1037.0</b>	<b>964.4</b>	<b>7.5%</b>
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	18.8	21.1	-10.8%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>118.6</b>	<b>120.2</b>	<b>-1.3%</b>
Deuda Largo Plazo	2.7	13.6	-80.4%
<b>Total Pasivo</b>	<b>390.7</b>	<b>440.9</b>	<b>-11.4%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>627.2</b>	<b>509.0</b>	<b>23.2%</b>

### Ratios Financieros

	3T04	2003	2002
Liquidez Corriente	2.21x	1.78x	1.94x
Prueba Acida	1.81x	1.48x	1.29x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.07x	0.35x	0.60x
Endeudamiento Patrimonial	0.62x	0.87x	0.16x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	30.4%	27.3%	55.2%
Cobertura de Intereses	122.5x	30.0x	13.5x

Fuente: Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.

n.r. = no relevante

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

<b>GERENTE DE DIVISION</b>	Javier Maggiolo		(511) 313 2456
<b>AREA MERCADO DE CAPITALES</b>	Christian Laub		(511) 313 2116
<b>ANALISIS</b>			(511) 313 2650
Jefe de Análisis	Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe	Anx.3051
Macroeconomía - Internacional	Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe	Anx.3053
Macroeconomía - Perú	Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe	Anx.3054
Renta Fija - Internacional	Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe	Anx.3059
Riesgo Crediticio - Internacional	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
Bancos	Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Minería y Eléctricas	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Renta Fija - Perú	Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe	Anx.3057
Asistentes	Karen Casanova	kcasanova@bcp.com.pe	Anx.3058
	Silvana Indacochea	sindacochea@bcp.com.pe	Anx.7360
	Lucciano Villacorta	lvillacortag@bcp.com.pe	Anx.2651

#### Recomendaciones Fundamentales

Las recomendaciones fundamentales aplicadas al universo de acciones seguidas por el Servicio de Análisis de la División de Mercado de Capitales del Banco de Crédito BCP son las siguientes:

<b>COMPRA</b>	Se estima que la acción esta SUBVALORADA por el mercado en más de 10% respecto a su valor fundamental.
<b>MANTENER</b>	Se estima que la acción esta VALORADA por el mercado respecto a su valor fundamental.
<b>REDUCIR</b>	Se estima que la acción esta SOBREVALORADA por el mercado entre 5%-10% por encima de su valor fundamental.
<b>VENDER</b>	Se estima que la acción esta SOBREVALORADA por el mercado más del 10% por encima de su valor fundamental.

Asimismo, se puede calificar una recomendación como de MEDIANO o LARGO PLAZO cuando los fundamentos de la empresa son sólidos, pero tomará tiempo para que el mercado internalice su verdadero valor.

Este reporte se ha preparado únicamente con fines informativos, utilizando información públicamente disponible, y no pretende ser completo. Aún cuando se han realizado todos los esfuerzos necesarios para asegurar la confiabilidad del contenido, el Banco de Crédito del Perú y Subsidiarias no se responsabilizan por ningún error o inexactitud que pudiera presentarse en este informe. Bajo ninguna circunstancia puede ser considerado este informe como una oferta de venta, o una solicitud de una oferta de compra de cualquier valor. El Banco de Crédito del Perú y Subsidiarias pueden tener posiciones y efectuar transacciones con valores mencionados y/o puede buscar hacer banca de inversión con ellas.