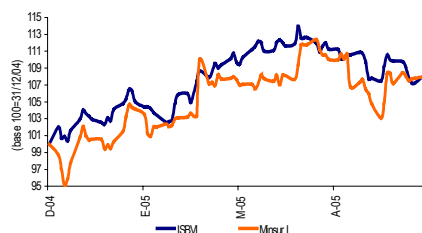


Mineras

Mayo 6, 2005

Minsur I vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	05/05/05
Rango 52 Semanas (S/.)	9.80-7.46
Número de Acciones (MM)	593.5
Capital Bursátil (US\$ MM)	1,643.6
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	237.1
Desempeño US\$ YTD (%)	5.9
Dividend Yield (05E)	3.3
P/VL (x)	2.9
Frecuencia de Neg. (12M)	99.2%

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

Resultados 1T05

Minsur S.A.

VENDER

Reducción de Costos de Ventas permitió contrarrestar menores volúmenes vendidos. No obstante, acción permanece sobre valorada.

Recomendación Anterior:	Vender
Precio Acción Común (05/05/05):	S/. 9.00
Precio Objetivo (2005):	S/. 6.27
Upside (%):	-30.3

Fuente: Bloomberg

Minsur S.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	13.7	8.9	12.0	13.6
EV/EBITDA (x)	7.5	4.8	6.2	7.1
Ventas Netas (US\$ MM)	178.7	379.1	332.8	290.1
Margen Bruto (%)	66.7	72.4	70.0	70.0
Margen Operativo (%)	50.6	60.9	58.3	58.3
Utilidad Neta (US\$ MM)	70.2	173.4	136.8	121.2
UPA (US\$)	0.12	0.29	0.23	0.20

(* Se asume dos ratios de pago de dividendos de 40% y se descuenta el impuesto a los dividendos del 4.1%.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

- ▶ **Minsur reportó Utilidades Netas por US\$ 37.3 MM en el 1T05, un incremento de 11.0%** en relación con los resultados obtenidos en el 1T04 (en línea con nuestro estimado de US\$ 38.0 MM).
- ▶ **Las Ventas Netas retrocedieron ligeramente (-3.7% YoY) a US\$ 84.2 MM en el 1T05**, principalmente como resultado del menor volumen vendido de estaño metálico, aunque parcialmente contrarrestado por el avance del precio del mineral (+16.4% YoY) en los mercados internacionales. Igualmente, destacó el hecho que la empresa continuó vendiendo estaño metálico de mayor valor agregado.
- ▶ Siguiendo la política de reducción de costos que la compañía mantiene, **el Costo como porcentaje de las Ventas mostró una ligera mejora** con respecto al mismo período del anterior, pasando de 25.7% a 21.7%.
- ▶ **A nivel operativo**, los gastos retrocedieron 15.6% YoY como respuesta a la caída en los Gastos de Exploración (-52.5% YoY), dentro de un contexto donde los Gastos Administrativos (+0.3% YoY) y de Ventas (-0.6% YoY) permanecieron relativamente estables.
- ▶ Con respecto a las partidas **No Operativas** se pudo apreciar cómo i) los mayores Ingresos Financieros (+252.0% YoY), y ii) el menor efecto negativo del REI (-48.7% YoY), contrarrestaron iii) la caída en los aportes provenientes del rubro Varios, neto (-47.6% YoY), ante la menores ganancias obtenidas por las operaciones de futuros.
- ▶ Al incorporar los últimos resultados de la empresa dentro de nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, éste nos arroja **un precio fundamental para la acción de inversión** de Minsur en el 2005 de **S/. 6.27**. Hasta no ver mayores avances en las últimas exploraciones realizadas que ameriten un ajuste dentro de nuestro modelo de valorización **estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Vender**.

INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas de Minsur ascendieron a US\$ 84.2 MM en el 1T05, 3.7% por debajo de los ingresos reportados en similar período del 2004. Dicha variación respondió principalmente a la disminución en el volumen de ventas de estaño metálico (-19.0% YoY), la cual se vio parcialmente contrarrestado por la importante recuperación del precio de este mineral (+16.4% YoY) en los mercados internacionales (el cual pasó de un promedio de US\$ 6,951.5/TM en el 1T04 a US\$ 8,091.4/TM en el 1T05). Al igual que en el mismo período del año anterior, las ventas estuvieron representadas íntegramente (100%) por estaño metálico, lográndose así el objetivo trazado de vender un producto con mayor valor agregado como es el estaño metálico.

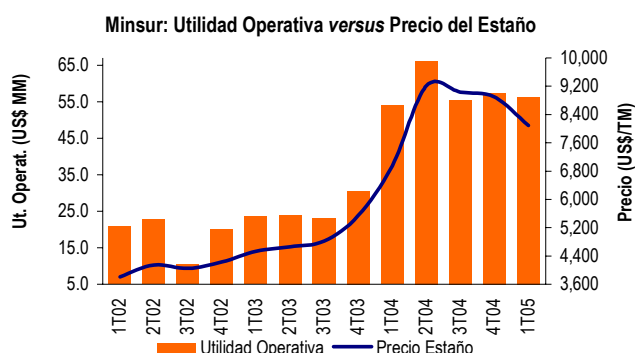
COSTOS DE VENTAS

Siguiendo la política de reducción de costos que la compañía sostiene, y gracias a las mejoras en las operaciones en las unidades productivas de la empresa (Mina, Planta Concentradora, Fundición y Refinería), el Costo como porcentaje de las Ventas mostró una ligera mejora con respecto al mismo período del año anterior, pasando de 25.7% en el 1T04 a 21.7% en el 1T05.

GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos de Minsur retrocedieron 15.6% en el 1T05 en comparación con la cifra reportada en el 1T04, básicamente como respuesta a la caída en los Gastos de Exploración (-52.5% YoY)¹, dentro de un contexto donde los Gastos Administrativos (+0.3% YoY) y de Ventas (-0.6% YoY) permanecieron relativamente estables.

De esta manera, la Utilidad Operativa de la compañía avanzó 4.8% YoY en el 1T05 hasta alcanzar los US\$ 56.3MM, lo que determinó una mejora en el Margen Operativo de 61.4% en el 1T04 a 66.9% en el 1T05. Del mismo modo, se pudo apreciar que el Margen EBITDA mostró un saludable avance pasando de 65.4% a 71.1%.



Fuente: Minsur S.A., London Metal Exchange

LÍNEA NO OPERATIVA

A nivel No Operativo se pudieron apreciar variaciones interesantes, donde i) los mayores Ingresos Financieros (+252.0% YoY), y ii) el menor efecto negativo del REI² (-48.7% YoY), contrarrestaron iii) la caída en los aportes provenientes del rubro *Varios, neto* (-47.6% YoY), ante las menores ganancias obtenidas por las operaciones de futuros que la empresa realizó en la Bolsa de Metales de Londres.

DIVIDENDOS Y AUMENTO DE CAPITAL

En Junta Obligatoria Anual de Accionistas celebrada el 22.03.05 se acordó distribuir entre los accionistas comunes y de inversión la suma de S/. 128'000,000, correspondiente al saldo de las utilidades del ejercicio 2002 y a parte de las utilidades del ejercicio 2003, ambas ajustadas al 31.12.04. En relación con las acciones de inversión se fijó establecer la fecha de corte para el 07.04.05 y la fecha de registro para el 12.04.05. Mientras que la fecha de entrega del beneficio quedó acordada para el 04.05.05. El importe a distribuir corresponde a S/. 0.216839119 por acción de inversión sobre la base de 197,842,530 acciones de inversión de valor nominal de S/. 1.00.

De otro lado, se acordó aumentar el capital social de S/. 395'686,800 a la suma de S/. 589'187,400, quedando en trámite la emisión de 1'935,006 acciones comunes. Asimismo, se acordó incrementar la cuenta Acciones de Inversión de S/. 197'843,451.51 a la suma de S/. 294'593,71.97. Como consecuencia de dicho aumento, el porcentaje en acciones de inversión a distribuirse sería de 48.9031564%, quedando establecida la fecha de corte para el 11.05.05, y la fecha de registro para el 16.05.05. La fecha de entrega del beneficio quedó fijada para el 08.06.05.

RECOMENDACIÓN

Al incorporar los últimos resultados de la empresa dentro de nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, éste nos arroja un precio fundamental para la acción de inversión de Minsur en el 2005 de S/. 6.27. Hasta no ver mayores avances en las últimas exploraciones realizadas que ameriten un ajuste dentro de nuestro modelo de valorización (proyecto aurífero de Pucamarca se encontraría en la fase de Estudio de factibilidad Técnico Económico para ver si es viable o no) estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Vender.

Minsur: Sensibilidad al Precio del Estaño

US\$/TM	-800	-500	Base	+500	+800
2005	7,300	7,600	8,100	8,600	8,900
2006	7,000	7,300	7,800	8,300	8,600
Precio Largo Plazo	7,000	7,300	7,800	8,300	8,600
Valor Patrimonial US\$ MM @ 7.7% WACC	982.6	1,025.6	1,101.2	1,181.8	1,232.5
Valor por Acción					
S/.	5.59	5.84	6.27	6.73	7.02
US\$	1.72	1.80	1.93	2.07	2.16
Potencial de Apreciación	-37.8%	-35.1%	-30.3%	-25.2%	-22.0%

Fuente: Minsur S.A.

¹ Sobre todo en su unidad San Rafael, dentro de su plan de diversificación en el cual la empresa busca la explotación de otros metales industriales.

² A diferencia del año pasado en el que el REI incluía los ajustes por inflación, en el 2005 dicha cuenta sólo incluye la diferencia de cambio del trimestre por el mantenimiento de activos monetarios expresados en moneda extranjera.

Resultados 1T05

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

	1T05		1T04		4T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	84.2	100.0	87.5	100.0	92.6	100.0	-3.7%	-9.1%
Costo de Ventas	-18.4	-21.9	-22.5	-25.7	-22.4	-24.2	-18.2%	-17.7%
Utilidad Bruta	65.8	78.1	65.0	74.3	70.2	75.8	1.3%	-6.3%
Gastos Administrativos	-5.6	-6.7	-5.6	-6.4	-5.7	-6.2	0.3%	-1.1%
Gastos de Ventas	-2.3	-2.7	-2.3	-2.6	-5.9	-6.4	-0.6%	-61.6%
Gastos de Exploración	-1.6	-1.9	-3.3	-3.8	-1.3	-1.4	-52.5%	24.6%
Utilidad Operativa	56.3	66.9	53.7	61.4	57.4	61.9	4.8%	-1.8%
Ingresos Financieros	3.6	4.3	1.0	1.2	3.0	3.2	252.0%	23.2%
Gastos Financieros	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.3	-0.4	n.r.	4.1%
Participación en Afiliadas	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	3.3	n.r.	n.r.
REI	-3.9	-4.6	-7.6	-8.7	-8.7	-9.4	-48.7%	-55.4%
Varios, neto	2.1	2.5	3.9	4.5	57.1	61.7	-47.6%	-96.4%
Utilidad antes de Impuestos	57.8	68.7	51.2	58.5	111.4	120.3	13.1%	-48.1%
Impuesto a la Renta	-15.9	-18.9	-13.6	-15.5	-33.7	-36.4	16.9%	-52.8%
Participación de los Trabajadores	-4.6	-5.5	-3.9	-4.5	-9.8	-10.5	17.0%	-52.8%
Utilidad Neta	37.3	44.3	33.6	38.4	68.0	73.4	11.0%	-45.1%

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

	1T05	4T04	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	338.8	374.7	-9.6%
Inventarios	41.7	41.6	0.1%
Total Activo Corriente	521.0	613.0	-15.0%
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	82.4	81.5	1.1%
Total Activo	628.5	718.0	-12.5%
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	0.0	0.0	n.r.
Total Pasivo Corriente	69.4	156.8	-55.7%
Deuda Largo Plazo	0.0	0.0	n.r.
Total Pasivo	69.4	156.8	-55.7%
Total Patrimonio Neto	559.1	561.2	-0.4%

Ratios Financieros

	1T05	2004	2003
Liquidez Corriente	7.5x	3.8x	14.7x
Prueba Acida	6.9x	3.6x	12.9x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.0x	0.0x	0.0x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	100.0%	100.0%	100.0%
Endeudamiento Patrimonial	0.12x	0.29x	0.05x
ROE	31.3%	33.5%	16.9%

Fuente: Minsur S.A.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

n.r. = no relevante

**GERENTE DE DIVISION
ANALISIS**

Jefe de Análisis

Macroeconomía - Internacional

Macroeconomía - Perú

Renta Fija - Internacional

Bancos

Minería y Eléctricas

Alimentos, Bebidas y Construcción

Renta Fija - Perú

Asistentes

Javier Maggiolo

Claudia Cooper

Luis Edwards

Juan Carlos Odar

Andrés Agramonte

Liessel La Rosa

Juan Miguel Pflucker

Claudia Marsano

Pedro Cornejo

Karen Casanova

Romina Ugas

Brenda Cenzano

ccooper@bcp.com.pe

ledwards@bcp.com.pe

jodar@bcp.com.pe

aagramonte@bcp.com.pe

liessellarosa@bcp.com.pe

jmpflucker@bcp.com.pe

cmarsano@bcp.com.pe

pcornejo@bcp.com.pe

kcasanova@bcp.com.pe

rugas@bcp.com.pe

bcenzano@bcp.com.pe

(511) 313 2456

(511) 313 2000

Anx.3051

Anx.3053

Anx.3054

Anx.3059

Anx.3055

Anx.3052

Anx.3056

Anx.3057

Anx.3058

Anx.2651

Anx.7360

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:

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