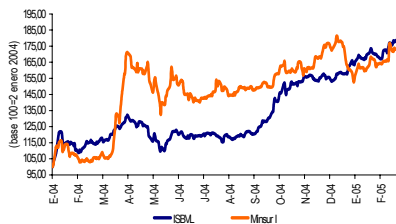


Minería

Marzo 1, 2005

Minsur I vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	28/02/05
Rango 52 Semanas (S/.)	10.30-5.92
Número de Acciones (MM)	593.5
Capital. Bursátil (US\$ MM)	1,665.9
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	373.8
Desempeño US\$ YTD (%)	7.6
Dividend Yield (05E)	3.3%
P/VL (x)	3.0
Frecuencia de Neg. (12M)	99.6%

Fuente: Bloomberg, *Económática*

Juan Miguel Pflucker

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

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

Resultado 4T04

Minsur S.A.

VENDER

A pesar de sólidos resultados, acción permanece sobre valorada. Seguimos a la espera de avances en trabajos exploratorios.

Recomendación Anterior:	Vender
Precio Acción Común (28/02/05):	S/. 9.15
Precio Objetivo (2005):	S/. 6.54
Upside (Downside):	-28.6%

Fuente: Bloomberg

Minsur S.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	13.7	8.9	12.2	13.7
EV/EBITDA (x)	7.5	4.8	6.1	7.0
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 un ratio 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\$ 173.4 MM en el 2004, un aumento de 105.6%** en relación con los resultados obtenidos en el 2003.
- ▶ **Las Ventas Netas ascendieron a US\$ 379.1 MM en el 2004 (+91.6% YoY)** debido principalmente al incremento en el volumen de ventas de estaño metálico y a la importante avance del precio de este mineral (+73.9% YoY) en los mercados internacionales.
- ▶ Debido a la política de reducción de costos que la compañía mantiene, **el Costo como porcentaje de las Ventas mostró una significativa mejora (pasando de 33.3% en el 2003 a 27.6% en el 2004)**, favoreciendo así las mayores ventas del párrafo anterior.
- ▶ **A nivel operativo**, los gastos aumentaron (+35.4% YoY) en el 2004 debido principalmente a los mayores Gastos Administrativos (+43.3% YoY) y de Ventas (+78.5%). Por otro lado, se pudo apreciar una reducción de 13.7% (YoY) en los desembolsos para Gastos de Exploración.
- ▶ Sin embargo, **en cuanto a las partidas No Operativas** se pudo apreciar cómo i) el aporte positivo del rubro *Varios*, neto (gracias al resultado que la compañía obtuvo por la venta de las acciones de capital que mantenía en una de las empresas que formaban parte de sus inversiones permanentes) y ii) los mayores Ingresos Financieros, no pudieron ser contrarrestados por el efecto negativo del REI (-US\$ 35.1 MM).
- ▶ 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 de inversión de Minsur en el 2005 de S/. 6.54**. Después del avance observado por la acción en lo que va del año (+7.6%) y hasta no ver mayores avances en las últimas exploraciones realizadas que ameriten un ajuste dentro de nuestro modelo de valoración (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**.

INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas de Minsur ascendieron a US\$ 379.1 MM en el 2004, 91.6% por encima de los ingresos reportados el año anterior. Dicha variación se debió principalmente al incremento en el volumen de ventas de estaño metálico y a la importante avance del precio de este mineral (+73.9% YoY) en los mercados internacionales (el cual pasó de un promedio de US\$ 4,896.3/TM en el 2003 a US\$ 8,512.8/TM en el 2004). 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

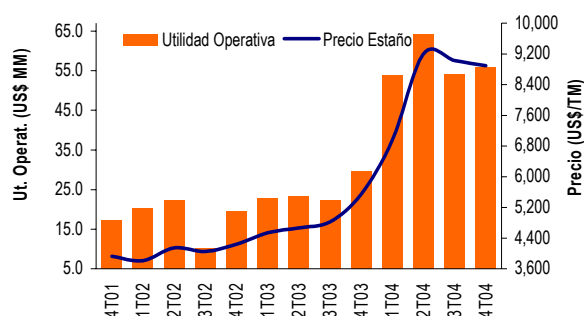
Debido a la política de reducción de costos que la compañía sostiene, y gracias a las mejoras en las operaciones en las unidades productivas de la empresa (Mina, Planta Concentradora, Fundición y Refinería), el Costo como porcentaje de las Ventas mostró una importante mejora (pasando de 33.3% en el 2003 a 27.6% en el 2004) con respecto al mismo período del año anterior; haciendo que la empresa se favorezca aún más de las mayores ventas arriba mencionadas.

GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos de Minsur se incrementaron en 35.4% en el 2004 en comparación con la cifra reportada en el 2003, principalmente debido a los aumentos de 43.3% (YoY) en los Gastos Administrativos¹ y de 78.5% (YoY) en los Gastos de Ventas²; mientras que en lo que respecta a los Gastos de Exploración, éstos retrocedieron 13.7% (YoY)³.

En ese sentido, la Utilidad Operativa de la compañía avanzó 131.5% YoY en el 2004, hasta US\$ 230.8 MM, lo que determinó una mejora en el Margen Operativo de 50.4% en el 2003 a 60.9% en el 2004. Del mismo modo, se pudo apreciar que el Margen EBITDA mostró un significativo avance pasando de 57.4% a 64.8%.

Minsur: Utilidad Operativa versus Precio del Estaño



Fuente: Minsur S.A., London Metal Exchange

¹ Las mayores cargas de personal se debieron a la mayor remuneración a directores de la compañía (al ser ésta calculada como un porcentaje de la utilidad comercial del período).

² Los Gastos de Ventas se han incrementado en función al comportamiento de las Ventas Totales de la empresa.

³ 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.

INGRESOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos No Operativos se incrementaron de manera importante de US\$ 19.2 MM en el 2003 a US\$ 39.7 MM en el 2004, donde i) el aporte positivo del rubro **Varios, neto** (+US\$ 42.6 MM) del Estado de Ganancias y Pérdidas, gracias al resultado que la compañía obtuvo por la venta de las acciones de capital que mantenía en una de las empresas que formaban parte de sus inversiones permanentes, y ii) los mayores Ingresos Financieros (+US\$ 4.0 MM) fueron parcialmente contrarrestados por el efecto negativo del REI (-US\$ 35.1 MM) explicado por los montos de las partidas monetarias de la empresa expuestas a la inflación, devaluación y a los índices de precios al por mayor.

HECHOS RECIENTES Y DIVIDENDOS

En Junta General de Accionistas del 26.11.04 se acordó transferir a favor de la empresa Inversiones Breca S.A., 207'774,970 acciones "B" que representan el 19.584% del Capital Social de Holding Continental S.A., a razón de US\$ 0.70 por acción, lo que da un total de US\$ 145'442,479.

En Sesión de Directorio del 10.12.04 se acordó distribuir entre los accionistas comunes y de inversión la suma de S/. 300,000,000, correspondiente a parte del saldo ajustado al 30.11.04 de las utilidades correspondientes al ejercicio 2002. En relación con las acciones de inversión se fijó establecer la fecha de corte para el 24.12.04 y la fecha de registro para el 29.12.04. Mientras que la fecha de entrega del beneficio quedó acordada para el 19.01.05. El importe a distribuir corresponde a S/. 0.505452493 por acción de inversión sobre la base de 197,842,530 acciones de inversión de valor nominal de S/. 1.00

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/. 6.54**. 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.**

Valorización de Minsur (en US\$ MM)

	Tasa de Descuento		
	5.1%	6.1%	7.1%
Valor Presente de Operaciones	680.0	651.3	624.5
Valor Terminal	53.3	47.9	43.1
Caja y Valores Negociables	425.9	425.9	425.9
Inversiones en Valores 1/	19.2	19.2	19.2
Valor Total de Minsur	1,178.4	1,144.3	1,112.7
Deuda Financiera	0.0	0.0	0.0
Valor Patrimonial Minsur	1,178.4	1,144.3	1,112.7
Valor por Acción			
US\$	2.06	2.00	1.95
S/.	6.73	6.54	6.36
Porcentaje de Apreciación	-26.4%	-28.6%	-30.5%

1/ Determinadas en función a su valor de mercado al cierre del 28/02. Incluye las inversiones en Explosivos S.A. (EXSA) y Rimac Internacional Cia. de Seguros y Reaseguros. No incluye las inversiones en Holding Continental.
Elaboración: Servicio de Análisis – Mercado de Capitales BCP

Resultados 4T04

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

	4T04		4T03		2004		2003		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	91.8	100.0	57.3	100.0	379.1	100.0	197.9	100.0	60.2%	91.6%
Costo de Ventas	-22.2	-24.2	-17.3	-30.2	-104.7	-27.6	-66.0	-33.3	28.3%	58.7%
Utilidad Bruta	69.6	75.8	40.0	69.8	274.5	72.4	131.9	66.7	74.0%	108.0%
Gastos Administrativos	-5.6	-6.2	-4.5	-7.9	-21.7	-5.7	-15.2	-7.7	24.4%	43.3%
Gastos de Ventas	-5.8	-6.4	-2.2	-3.8	-13.9	-3.7	-7.8	-3.9	169.5%	78.5%
Gastos de Exploración	-1.3	-1.4	-3.5	-6.1	-8.0	-2.1	-9.3	-4.7	-64.1%	-13.7%
Utilidad Operativa	56.8	61.9	29.8	52.0	230.8	60.9	99.7	50.4	90.8%	131.5%
Ingresos Financieros	2.9	3.2	1.2	2.0	10.7	2.8	6.7	3.4	153.3%	59.6%
Gastos Financieros	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	n.r.	n.r.
Participación en Afiliadas	3.0	3.3	7.4	12.8	8.9	2.4	7.1	3.6	-58.6%	24.8%
REI	-8.6	-9.4	-4.0	-6.9	-35.1	-9.3	-7.9	-4.0	118.5%	345.6%
Varios, neto	56.6	61.7	5.0	8.7	55.8	14.7	13.2	6.7	n.r.	321.8%
Utilidad antes de Impuestos	110.4	120.3	39.3	68.6	270.4	71.3	118.8	60.1	181.0%	127.6%
Impuesto a la Renta	-33.4	-36.4	-7.4	-13.0	-75.3	-19.9	-26.1	-13.2	348.9%	188.0%
Participación de los Trabajadores	-9.7	-10.5	-2.4	-4.2	-21.8	-5.8	-8.4	-4.2	306.0%	159.6%
Utilidad Neta	67.4	73.4	29.5	51.5	173.4	45.7	84.3	42.6	128.5%	105.6%

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

	4T04	4T03	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	372.5	188.7	97.4%
Inventarios	41.1	38.8	5.9%
Total Activo Corriente	609.0	323.2	88.4%
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	79.9	80.3	-0.4%
Total Activo	713.4	510.8	39.6%
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	0.0	0.0	n.r.
Total Pasivo Corriente	158.8	22.0	623.0%
Deuda Largo Plazo	0.0	0.0	n.r.
Total Pasivo	158.8	22.4	608.2%
Total Patrimonio Neto	554.5	488.4	13.5%

Ratios Financieros

	2004	2003	2002
Liquidez Corriente	3.83x	6.46x	4.92x
Prueba Acida	3.57x	5.73x	2.95x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.00x	0.00x	0.00x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	100.0%	100.0%	100.0%
Endeudamiento Patrimonial	0.29x	0.11x	0.06x
ROE	33.2%	18.2%	48.1%

Fuente: Minsur S.A.

n.r. = no relevante

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

GERENTE DE DIVISION

Javier Maggiolo

(511) 313-2456

ANALISIS

(511) 313-2000

Jefe de Análisis	Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe	Anx.3051
Internacional - G7	Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe	Anx.3053
Bancos	Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Macroeconomía	Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe	Anx.3054
Minería y S. Públicos	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Alimentos, Bebidas, y Construcción	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
Renta Fija Internacional	Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe	Anx.3059
Renta Fija Perú	Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe	Anx.3057
Asistentes	Silvana Indacochea	sindacochea@bcp.com.pe	Anx.7360
	Romina Ugas	rugas@bcp.com.pe	Anx.3058
	Karen Casanova	kcasanova@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:

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.