

Minería

Marzo 23, 2005

Resultado 4T04

Southern Perú Copper Corp.

REDUCIR

Producción récord y significativa subida de precios contribuyeron con resultados. Fusión con Minera México en proceso.

Southern Perú vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Recomendación Anterior:	Reducir
Precio Acción Común (22/03/05):	US\$ 58.2
Precio Objetivo (2005):	US\$ 53.4
Upside (%):	-8.2%

Fuente: Bloomberg

Southern Perú Copper Corp.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	32.4	6.1	10.1	11.4
EV/EBITDA (x)	13.5	3.4	5.8	6.4
Ventas Netas (US\$ MM)	798.4	1,715.9	1,443.8	1,711.3
Margen Bruto (%)	41.3	60.8	55.6	42.2
Margen Operativo (%)	27.2	54.0	46.8	34.9
Utilidad Neta (US\$ MM)	119.2	596.8	459.7	406.7
UPA (US\$)	1.49	7.46	5.75	5.08

(*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 50% y se descuenta el impuesto a los dividendos del 4.1%.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

Fecha	22/03/05
Rango 52 Semanas (S/.)	66.50-26.10
Número de Acciones (MM)	80.0
Capital Bursátil (US\$ MM)	4,654.9
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	121.7
Desempeño US\$ YTD (%)	+27.8
Dividend Yield (05E)	4.7%
P/VL (x)	2.7
Frecuencia de Neg. (12M)	92.8

Fuente: Bloomberg, Económica

- ▶ Southern Perú Copper Corporation (SPCC) reportó una **Utilidad Neta de US\$ 596.8 MM (US\$ 7.46 por acción común) en el 2004**, un crecimiento de 249.8% en relación con los resultados obtenidos en el 2003.
- ▶ Las mayores Ventas Netas en el 2004 (+114.9% YoY) estuvieron relacionadas con el aumento en los volúmenes vendidos de cobre (+4.5% YY), molibdeno (+17.8% YoY), y plata (+9.7% YoY), dentro de un contexto donde los precios de dichos metales sufrieron alzas importantes de 60.5%, 208.5%, y 36.6%, respectivamente.
- ▶ Si bien los Costos de Ventas subieron (+43.5% YoY) por el mayor volumen de ventas de cobre y por el mayor costo de combustible y energía con respecto al mismo período del año anterior, hay que destacar los aportes del programa iniciado por la empresa en el 1T04 con el fin de agregar valor a su principal producto, al convertir cátodos de cobre en productos semi manufacturados. Así, el Costo como % de las Ventas pasó de 58.7% a 39.2%.
- ▶ El 28.01.05 la empresa empezó a pre-pagar los US\$ 199 MM en bonos emitidos en el mercado local (dicha recompra se completaría en abril de 2005) mediante los fondos de una línea de crédito de US\$ 200 MM firmada con un grupo de bancos liderados por el Citibank, N.A, lo que permitirá reducir los costos por intereses y otorgará una mayor flexibilidad financiera.
- ▶ Si bien existe un potencial importante para incrementar valor en el largo plazo a través del desarrollo de la amplia base de reservas proveniente de MM, todavía no queda claro el panorama con respecto a las sinergias y los requerimientos de inversión para desarrollar las mencionadas reservas. Es en este contexto y después de los recientes avances observados en la acción, **estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Reducir SPCC**, a la espera de mayor información disponible que nos permita realizar una revisión de nuestro modelo de valorización así como de nuestras perspectivas de ganancias para la empresa.

Juan Miguel Pflucker

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

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas de SPCC ascendieron a US\$ 1,715.9 MM en el 2004, 114.9% por encima de los ingresos reportados en el 2003, explicado por los mayores volúmenes vendidos de cobre (+4.5% YoY), molibdeno (+17.8% YoY), y plata (+9.7% YoY) en línea con las mejores cotizaciones (YoY) de los respectivos metales (+60.5%, +208.5%, y +36.6%) durante el período de análisis. Del mismo modo, destacamos el incremento (+6.1% YoY) en la producción de cobre como consecuencia del efecto combinado entre la mayor producción de la mina Toquepala (+40.7 MM de libras) y la mina Cuajone (+21.7 MM de libras) y una disminución de 12.4 MM de libras en la producción de la planta de extracción por solventes y electrodeposición (SX/EW)¹.

Southern Perú Copper Corp.: Producción y Ventas de Mineral (2004)

	4T04	4T03	2004	2003	(a/b)	(c/d)
	(a)	(b)	(c)	(d)		
Cobre (000 libras)						
Minado	222,900	212,500	876,000	826,000	4.9%	6.1%
Refinado	182,300	184,900	711,700	731,400	-1.4%	-2.7%
Ventas	250,400	226,600	864,400	827,100	10.5%	4.5%
Precio (US\$/libra)	1.40	0.93	1.30	0.81	50.5%	60.5%
Plata (000 onzas)						
Minado	1,313	1,216	4,523	4,270	8.0%	5.9%
Refinado	1,063	1,001	3,823	3,599	6.2%	6.2%
Ventas	1,335	1,266	4,598	4,192	5.5%	9.7%
Precio (US\$/onza)	7.25	5.28	6.68	4.89	37.3%	36.6%
Molibdeno (000 libras)						
Minado	7,511	5,364	23,503	19,886	40.0%	18.2%
Ventas	7,415	5,332	23,503	19,953	39.1%	17.8%
Precio (US\$/libra)	25.92	6.35	16.41	5.32	308.2%	208.5%

Fuente: Southern Perú Copper Corporation

COSTOS DE VENTAS

El incremento de 43.5% YoY en los Costos de Ventas de SPCC en el 2004 estuvo principalmente explicado por el mayor volumen vendido de cobre así como por el aumento del costo de combustibles y energía comprados. Sin embargo, debemos destacar que los Costos como porcentaje de las Ventas mostraron una notable mejora (pasando de 58.7% en el 2003 a 39.2% en el 2004) gracias a los aportes del programa iniciado por la empresa en el 1T04 con el fin de agregar valor a su principal producto, al convertir cátodos de cobre en productos semi manufacturados².

GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos de SPCC avanzaron apenas 3.1% YoY en el 2004 como resultado de los menores desembolsos en Gastos de Exploración (US\$ 9.0 MM en el 2004 versus US\$ 12.3 MM en el 2003); mientras que en lo que respecta a los Gastos Administrativos, éstos tuvieron un incremento de 9.7% (YoY).

PARTIDAS NO OPERATIVAS

Los menores Gastos Financieros (-20.7% YoY) en el 2004 se debieron principalmente a i) la amortización de US\$ 5 MM del préstamo de Mitsui & Co. Ltd y ii) la cancelación de la 1ª emisión de bonos SPCC por US\$ 50 MM en junio del 2004, mientras que

¹ El incremento de la producción en Toquepala tuvo que ver con la mayor capacidad de la concentradora (planta procesó 3.0% más mineral), mientras que en Cuajone las mayores leyes de mineral y las mejoras en la recuperación de la molienda aumentaron la producción. La disminución en la ley de PLS (solución lixiviada impregnada de cobre) en la planta SX/EW explicó su menor producción.

² La acumulación de inventario necesario para este propósito se terminó en el 1T04.

el incremento en las Ingresos Financieros (+78.0% YoY) reflejó los mayores montos invertidos durante el mismo período.

PROYECTOS Y RECIENTES ANUNCIOS

El proyecto de modernización de la fundición de Ilo siguió adelante durante el 2004, con los trabajos de ingeniería de detalle y de construcción preliminar en ejecución, con lo que se espera tenerlo terminado para fines del 2006. Adicionalmente, el proyecto de formación de botaderos de lixiviación, triturado y transporte mediante fajas en la mina de Toquepala también continuó de acuerdo a lo programado, habiéndose invertido cerca de US\$ 44.3 MM al 31.12.04 de un total autorizado de US\$ 70 MM (se espera que culminarlo a mediados del 2005, con ahorros anuales en costos operativos proyectados de US\$ 25 MM).

El 28.01.05 la empresa empezó a pre-pagar los US\$ 199 MM en bonos emitidos en el mercado local (dicha recompra se completaría en abril de 2005) mediante los fondos de una línea de crédito de US\$ 200 MM firmada con un grupo de bancos liderados por el Citibank, N.A. (sea espera que el nuevo acuerdo de préstamo permita reducir los costos por intereses y otorgue a la empresa mayor flexibilidad financiera).

Finalmente, la compañía dio a conocer una esperada reducción en el volumen de producción de cobre de aproximadamente 8% para el 2005, lo cual respondería a una caída prevista en la ley del mineral de la mina Cuajote.

DIVIDENDOS

La adquisición de los activos mineros de Minera México siguió adelante, obteniéndose recientemente la aprobación regulatoria para esta transacción por parte de las autoridades norteamericanas (quedando pendiente nomás que los accionistas aprueben finalmente la adquisición). Como parte de esta transacción, la empresa pagó el 01.03.05 un dividendo especial de US\$ 100 MM (US\$ 1.249 por acción)

RECOMENDACIÓN

Si bien existe un potencial importante para incrementar valor en el largo plazo a través del desarrollo de la amplia base de reservas proveniente de MM, todavía no queda claro el panorama con respecto a las sinergias y los requerimientos de inversión para desarrollar las mencionadas reservas. Es en este contexto y después de los recientes avances observados en la acción, **estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Reducir SPCC**, a la espera de mayor información disponible que nos permita realizar una revisión de nuestro modelo de valorización así como de nuestras perspectivas de ganancias para la empresa.

SPCC: Sensibilidad versus Precio del Cobre

US\$/libra	-0.05	-0.02	Base	+0.02	+0.05
2005	1.35	1.38	1.40	1.42	1.45
2006	1.25	1.28	1.30	1.32	1.35
2007	1.05	1.08	1.10	1.12	1.15
Precio Largo Plazo	1.05	1.08	1.10	1.12	1.15
Valor Patrimonial @ 10.6% WACC (*)	4,013.4	4,168.9	4,272.5	4,376.2	4,531.7
Valor por Acción US\$	50.2	52.1	53.4	54.7	56.6
Potencial de Apreciación (%)	-13.8%	-10.4%	-8.2%	-6.0%	-2.6%

(*) en US\$ MM.

Elaboración: Servicio de Análisis – División 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	624.8	100.0	245.7	100.0	1,715.9	100.0	798.4	100.0	154.3%	114.9%
Costo de Ventas	-206.4	-33.0	-131.6	-53.6	-672.2	-39.2	-468.5	-58.7	56.9%	43.5%
Utilidad Bruta	418.3	67.0	114.1	46.4	1,043.7	60.8	330.0	41.3	266.6%	216.3%
Gastos Administrativos y Otros	-8.4	-1.4	-7.0	-2.8	-29.9	-1.7	-27.2	-3.4	21.3%	9.7%
Otros Gastos Operativos	-23.0	-3.7	-22.1	-9.0	-86.8	-5.1	-85.9	-10.8	4.2%	1.0%
Utilidad Operativa	386.8	61.9	85.0	34.6	927.1	54.0	216.8	27.2	355.0%	327.6%
EBITDA	407.0	65.1	103.9	42.3	1,004.9	58.6	290.4	36.4	291.7%	246.0%
Ingresos Financieros	2.4	0.4	1.0	0.4	6.0	0.3	3.4	0.4	139.1%	78.0%
Gastos Financieros	-2.1	-0.3	-3.5	-1.4	-10.4	-0.6	-13.2	-1.6	-40.6%	-20.7%
Otros Ingresos	-3.1	-0.5	-0.7	-0.3	-5.9	-0.3	-0.1	0.0	357.4%	n.r.
Utilidad antes de Impuestos	384.0	61.5	81.8	33.3	916.7	53.4	206.9	25.9	369.3%	343.1%
Impuesto a la Renta	-125.0	-20.0	-38.2	-15.6	-315.2	-18.4	-85.0	-10.6	226.9%	271.0%
Interés Minoritario	-1.9	-0.3	-0.4	-0.2	-4.7	-0.3	-1.2	-0.1	358.7%	308.2%
Gastos Extraordinarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5	-0.2	n.r.	n.r.
Utilidad Neta	257.1	41.2	43.2	17.6	596.8	34.8	119.2	14.9	495.5%	400.5%
Cash Earnings	277.3	44.4	62.1	25.3	674.5	39.3	192.8	24.1	346.8%	249.8%

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

	4T04	4T03	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	546.0	295.5	84.8%
Inventarios	96.9	76.7	26.4%
Total Activo Corriente	1,013.6	476.0	113.0%
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	1,217.5	1,118.2	8.9%
Total Activo	2,597.1	1,930.8	34.5%
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	32.3	60.0	n.r.
Total Pasivo Corriente	461.4	187.2	146.5%
Deuda Largo Plazo	256.7	289.0	-11.2%
Total Pasivo	864.9	607.4	42.4%
Total Patrimonio Neto	1,720.9	1,315.4	30.8%

Ratios Financieros

	2004	2003	2002
Liquidez Corriente	2.20x	2.54x	3.08x
Prueba Acida	1.95x	2.06x	2.06x
Endeudamiento Patrimonial	0.50x	0.46x	0.41x
Deuda Financiera/Patrimonio	0.17x	0.27x	0.24x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	53.3%	30.8%	20.0%
Cobertura de Intereses	96.24x	22.06x	12.96x

Fuente: Southern Peru Copper Corporation

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

n.r. = no relevante

**GERENTE DE DIVISION
ANALISIS**

Jefe de Análisis
Internacional - G7
Bancos
Macroeconomía
Minería y S. Públicos
Alimentos, Bebidas, y Construcción
Renta Fija Internacional
Renta Fija Perú
Asistentes

Javier Maggiolo

(511) 313-2456

(511) 313-2000

Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe	Anx.3051
Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe	Anx.3053
Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe	Anx.3054
Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe	Anx.3059
Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe	Anx.3057
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 SOBREVAlORADA por el mercado entre 5%-10% por encima de su valor fundamental.
VENDER	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.