

MINERÍA
Perú

Resultados 3T12 COMPAÑÍA MINERA MILPO

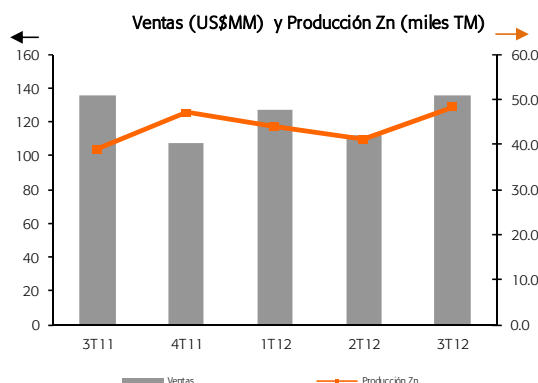
Valor Fundamental: S/3.86
Precio de cierre 13/11/12: S/3.40
Recomendación: **COMPRAR**

Ingresos estables a pesar de menores precios de los metales encuentran costos más altos. Aunque algunos gastos administrativos comienzan a controlarse, la utilidad neta del trimestre cae (-60.4% YoY).

Estado de Resultados (en miles de US\$)	3T12	3T11	Acum. 2012	Acum. 2011
Ingreso por Ventas	135,475	135,866	374,271	385,163
Variación YoY	-0.3%	41.8%	-2.8%	41.8%
Costo de Ventas	-66,288	-46,741	-184,814	-142,650
Utilidad Bruta	69,187	89,125	189,457	242,513
Gastos de Ventas	-4,040	-3,976	-13,617	-9,671
Gastos Administrativos	-7,962	-6,512	-24,828	-14,621
Otros Ingresos (gastos)	-16,328	-16,527	-37,722	-27,429
Utilidad Operativa (EBIT)	40,857	62,110	113,317	190,792
Variación YoY	-34.2%	36.0%	-40.6%	37.0%
EBITDA	60,420	95,257	162,060	247,494
Variación YoY	-36.6%	65.6%	-34.5%	50.1%
Ingresos Financieros	40,857	368	41,818	1,023
Gastos Financieros	-964	-907	-3,156	-2,623
Otros (incluye subsidiarias)	-19,682	-7,828	-56,808	-11,886
Utilidad antes de Impuestos	24,624	53,743	58,727	177,306
Impuesto a las Ganancias	-8,275	-12,408	-28,920	-39,859
Utilidad Neta	16,349	41,335	29,807	137,447
Variación YoY	-60.4%	24.5%	-78.3%	40.1%

Balance General (en miles de US\$)	3T12	3T11
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	103,423	134,471
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	112,443	116,989
Inventarios (neto)	44,061	30,857
Gastos Pagados por anticipado	1,205	1,897
Total Activo Corriente	261,132	284,214
Activos Fijos	356,119	259,369
Inversión en Subsidiarias	131,753	129,156
Total de Activo	869,874	751,641
Obligaciones financieras a CP	138,505	27,952
Total de Pasivo Corriente	279,020	132,803
Obligaciones financieras a LP	50,363	34,962
Total de Pasivo	373,066	196,389
Total Patrimonio Neto	496,808	555,252

Fuente: SMV, Estados Financieros Individuales de Compañía Minera Milpo
Elaboración: Análisis - BCP



Fuente: SMV, Estados Financieros de Compañía Minera Milpo S.A.A.
Elaboración: Análisis - BCP

Analista: Héctor Collantes
E-mail: hcollantes@bcp.com.pe

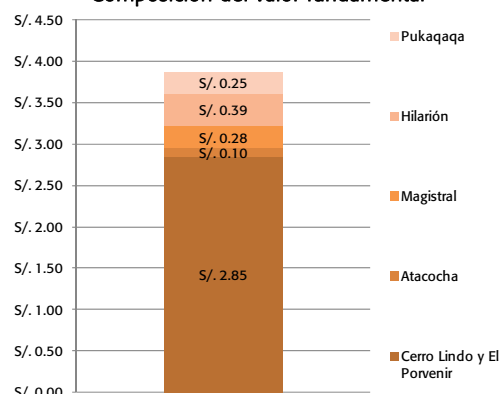
Análisis de Resultados:

- La utilidad neta individual de Compañía Minera Milpo fue de US\$16.4MM en el 3T12 (-60% YoY, +210.2% QoQ). Las ventas se mantuvieron en niveles similares en ambos trimestres, los costos siguieron altos y se registraron resultados negativos en subsidiarias.
- Milpo registró pérdidas en sus subsidiarias por -US\$19.7MM. Esto es menos que los -US\$19.9MM del 2T12 pues ya no se recogieron los efectos de Rayrock en Antofagasta. Se explican por Chapi, cuyo volumen de producción (unas 6,500 TM anuales) no es rentable a los precios actuales del cobre.
- Las ventas de la empresa alcanzaron los US\$135.5MM (-0.3% YoY, +21.2% QoQ) a pesar de encontrarse menores precios interanuales de los metales pues se incrementó la producción en Cerro Lindo y El Porvenir. Así, el zinc llegó a US\$1,952/TM (-17% YoY); el plomo, a US\$2,029/TM (-25% YoY) y el cobre, a US\$7,966/TM (-16% YoY).
- La producción de mineral tratado en El Porvenir y Cerro Lindo fue de 1'391,927 en el 3T12 (+15% YoY, +3% QoQ). Tal incremento fue superior al visto en el 2T12. Esto se debe a la puesta en marcha de las expansiones de la capacidad operativa de Cerro Lindo (que iniciaría un tratamiento de 15,000 tpd en 2013) y de El Porvenir (que alcanzó las 5,600 tpd en el 3T12). En conjunto, estimamos que la producción de finos de cobre llegó a 9,960 TM (+48% YoY, +23% QoQ), la de plomo, a 4,532 TM (-6% YoY, -2% QoQ), la de zinc, a 48,372 TM (+14% YoY, +5% QoQ) y la de plata, a 1.1 MM de oz (-1% YoY, +20% QoQ). Igual que en el 2T12, en el 3T12 el producto más importante fue el cobre (40% de las ventas), seguido por el zinc (35% de las ventas).
- Estimamos que el costo directo de producción del 3T12 se incrementó a US\$37.4/TM (+48% YoY, +9% QoQ). Estas alzas siguen impulsadas por mayores costos de los insumos y por la mayor intensidad de su uso, a la vez que Milpo expande su capacidad de planta y desarrolla las exploraciones de sus proyectos en cartera. En términos relativos (US\$/TM) destacaron las alzas en los valores de suministros (+19% YoY, +10% QoQ) y contratistas (+18% YoY, +6% QoQ). Las disminuciones se vieron en los rubros de Otros costos de producción y en la reducción de la participación de los trabajadores en la utilidades.
- Los gastos de ventas se redujeron. Su relación sobre los ingresos fue de 3%. No obstante, conservamos nuestro estimado anual (de 4% de las ventas), para los próximos dos años y lo reducimos a ese nivel (3%) para los años posteriores. Los mayores fletes que ahora toma Milpo con el Ferrocarril Central le permitirán elevar la seguridad de sus operaciones.
- Los gastos administrativos también se redujeron. Su relación sobre las ventas llegó a 5.9%. Esto es menor que el 7% en el que lo estimamos, pero sigue por encima del 4% registrado en 2011. El alza se ha dado por un mayor involucramiento de la gerencia brasileña en Milpo y por la preparación para el desarrollo de sus otros proyectos mineros.

Efecto en el valor fundamental:

Reducimos nuestro valor fundamental de S/.4.45 a S/.3.86. Se conservan las expansiones progresivas en Cerro Lindo (a 15,000 tpd en 2013) y en El Porvenir (a 5,600 tpd este año pero hasta 7,500 tpd en 2015, no 10,000 tpd como antes se tenía). El 1T13 verá mejores resultados que los registrados en este año, pues Cerro Lindo habrá incrementado su capacidad de planta en 50% para entonces. Este proyecto tiene una alta probabilidad de ocurrencia pues las partes más difíciles de la instalación ya han sido construidas en la planta procesadora de Cerro Lindo. También recogemos la reducción del valor calculado para Atacocha, ahora un 3% del valor de Milpo. Asimismo, se mantienen los valores en el suelo de los proyectos exploratorios Magistral, Hilarión y Pukaqaga. Sin embargo, se excluye a Sierra Valenzuela mientras dure la suspensión de operaciones en Chile. De forma similar, hemos excluido a Chapi Sulfuros y a la mina de Chapi de la valorización pues actualmente está registrando pérdidas para Milpo. Un riesgo al alza es que logren controlarse los costos. Ahora asignamos unos US\$36.4/TM (el promedio de 2012) para los 18 años de vida útil modelados.

Composición del valor fundamental



Ratios Financieros	3T12	3T11	Promedio 2012	Promedio 2011
Margen Bruto	51.1%	65.6%	50.5%	62.9%
Margen Operativo	30.2%	45.7%	30.2%	49.7%
Margen Neto	12.1%	30.4%	7.7%	36.0%
ROA *	4.2%	22.9%	8.2%	22.3%
ROE *	6.4%	30.8%	11.8%	30.2%
EBITDA / Gastos financieros *	43.9	86.3	53.3	69.4

*Utilidad Neta, EBITDA y Gastos Financieros calculados como la suma de los últimos cuatro trimestres de resultados individuales.

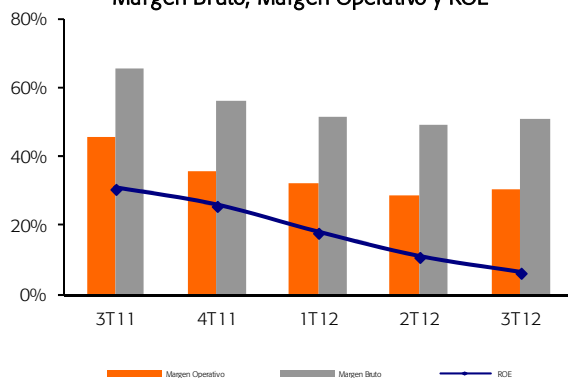
Fuente: SMV / Elaboración: Análisis - BCP

Comparables	PER 12M	PER 2012E	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2012E	P/BV	Market Cap (US\$ MM)
Milpo	40.1x	27.1x	9.3x	7.3x	2.6x	1,293
Atacocha	neg	neg	8.0x	4.3x	1.6x	155
Volcan	12.6x	11.2x	7.4x	6.1x	2.4x	3,145
El Brocal	46.5x	61.9x	26.8x	47.2x	4.0x	1,517
Hindustan Zinc	10.4x	nd	6.2x	nd	2.1x	10,453
Boliden	9.7x	9.5x	nd	5.3x	1.4x	4,602
Nyrstar	nd	nd	5.8x	5.8x	0.6x	1,031
Xstrata	9.3x	13.7x	5.1x	6.3x	1.1x	45,579

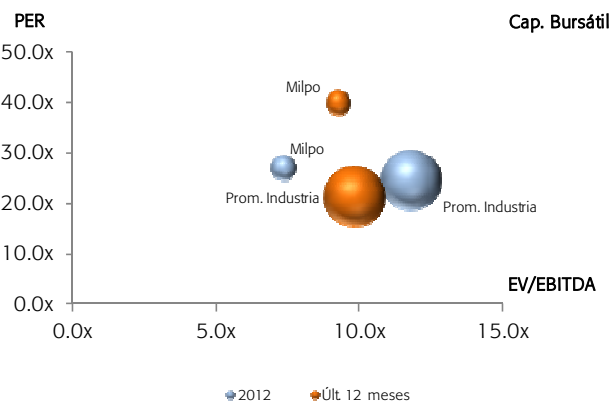
Fuente: Bloomberg

Elaboración: Análisis - BCP

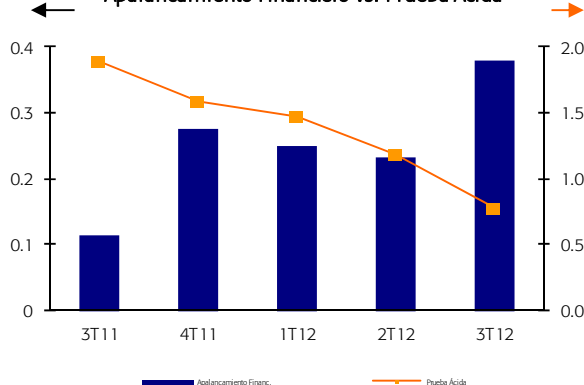
Margen Bruto, Margen Operativo y ROE



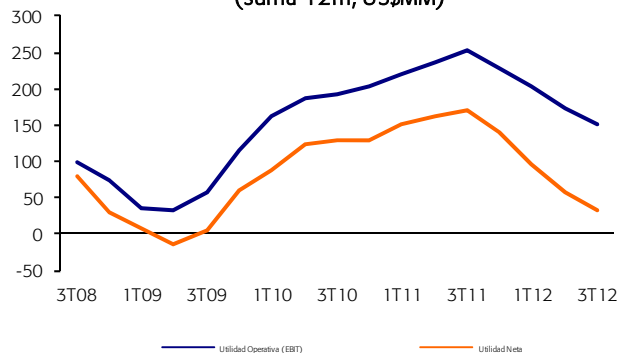
Análisis Relativo



Apalancamiento Financiero vs. Prueba Ácida



Utilidad Operativa vs. Utilidad Neta (suma 12m, US\$MM)



Este reporte ha sido elaborado 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 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.