

Presentación del Reporte: 2 de marzo de 2011

MINEROS S.A.
BVC: MINEROS

Primera cobertura

Fecha de Valoración: 2 de marzo de 2011

Recomendación: Vender

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del Índice : IGBC: 14.746,12 puntos

Precio de la Acción : \$7.060,00 COP

- Precio esperado a 31 de diciembre de 2011: \$5.264,00 COP

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Millones de Pesos (COP)	2011	2012	2013	2014	2015
UODI	75,059	81,618	156,639	178,980	175,172
FCL	(4,503)	68,326	89,762	175,507	122,595
WACC	15.55%	17.02%	15.86%	15.12%	14.26%
VP FCL	(4,503)	58,387	66,206	112,447	68,742

Millones de Pesos (COP)	2016	2017	2018	2019	2020
UODI	226,304	252,305	254,385	254,645	245,366
FCL	193,689	257,908	277,842	296,296	282,232
WACC	13.84%	13.61%	13.71%	13.90%	14.21%
VP FCL	95,406	111,816	105,937	99,189	82,729

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

<i>Capitalización Bursátil:</i>	1.700.968.113.000
<i>Acciones en Circulación:</i>	261.687.402
<i>Volumen Promedio Diario (Último Año):</i>	840.228.440,40
<i>Bursatilidad:</i>	Alta
<i>Participación índice:</i>	0,459%
<i>Cotiza en:</i>	Bolsa de Valores de Colombia
<i>Beta¹:</i>	0.602
<i>Rango último año:</i>	5.650 COP – 8.000 COP

Apreciación global de la Compañía

Localización: Medellín, Colombia
 Industria: Minería Aurífera
 Descripción: Compañía colombiana del sector minero dedicada a la exploración, desarrollo, extracción y comercialización de oro y plata.
 Productos y servicios: Oro, plata y minerales asociados
 Sitio web de la Compañía: www.mineros.com.co

Analistas:
 Julián Andrés Cadavid Alzate
 Bibiana Correa Suarez
 Diana Carolina Parra Giraldo

Directora de la Investigación de Inversión:
 Sandra C. Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
 Oscar Eduardo Medina

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica N.1 – Desempeño de la Acción de Mineros en los últimos 5 años



Fuente: Bloomberg

El precio de la acción de Mineros S.A. ha tenido un comportamiento ascendente durante los últimos 5 años (marzo 2006 - marzo 2011).

El precio mínimo para este periodo se presentó el 13 de junio de 2006 y fue de \$1.536,79, el precio máximo fue de \$8.000,00 el 6 de diciembre de 2010.

El precio promedio para estos 5 años fue \$3.656,51, sin embargo, el precio promedio del último año fue \$6.555,59.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Para la valoración de Mineros S.A. modelamos y ponderamos 3 escenarios construidos con base en el plan estratégico y las reservas de oro declaradas por la compañía. *Escenario 1*: Incremento de la capacidad actual, *Escenario 2*: Mega 2020 sin adquisiciones y *Escenario 3*: Mega 2020.

Como resultado obtuvimos un valor fundamental para la acción, a diciembre de 2011, de \$5.264 con un potencial de desvalorización de 25.4% y una recomendación de VENTA.

Concluimos que el precio de la acción Mineros refleja que el mercado ya ha descontado el logro de la Mega 2020, es decir, da por hecho el éxito de sus proyectos de exploración y explotación, sin considerar la incertidumbre y el alto riesgo asociados a la actividad exploratoria y minera en general.

En los últimos años, los altos precios del oro han permitido que la empresa muestre un mayor valor sin necesidad de aumentar su producción o sus reservas. Adicionalmente, el precio de la acción de Mineros se ha visto beneficiado por el afán de los inversionistas de encontrar un activo refugio en épocas de crisis, para lo cual el oro cumple perfectamente.

TESIS DE INVERSIÓN



Fuente: Mineros S.A.

Recomendación: Vender

En el año 2008 Mineros S.A definió *Mega 2020* y con ésta, un ambicioso plan de crecimiento y expansión con el cual plantea multiplicar por cinco veces su producción anual de 2008. Para alcanzar los objetivos trazados en su estrategia, la empresa deberá realizar grandes inversiones, principalmente en proyectos de exploración, construcciones y montajes.

En los últimos años Mineros S.A. ha obtenido resultados sobresalientes tanto en términos de ingresos como en margen EBITDA y utilidades, en gran medida gracias a los altos precios del oro, que marcaron nuevamente un nivel histórico el 2 de marzo de 2011 al registrar los USD 1.438,60/onza.

Así, durante el último año la acción de Mineros ha presentado un incremento del 25% en su precio de mercado.

Sin embargo, es incierto que el precio del oro vaya a continuar en aumento, como es también incierto que el dólar vaya a continuar depreciándose, como viene haciéndolo desde inicios del 2010. Además, existe gran incertidumbre asociada al éxito de los proyectos de exploración que adelanta la empresa debido al riesgo inherente a la actividad minera.

Por lo tanto, sin nuevas reservas declaradas ni adquisiciones que aseguren recursos a largo plazo (la empresa agotaría sus reservas actuales alrededor del año 2017¹), es aventurado decir que Mineros S.A. podría seguir creciendo a las tasas que lo ha hecho en los últimos tres años y así, el éxito que el mercado ya ha descontado, se vería reflejado en un menor valor de la acción en el mediano plazo.

La meta del gobierno nacional es ampliar la capacidad de producción anual de 48 toneladas en 2010 a 106 en 2020 (2,2 veces), mientras que Mineros S.A espera quintuplicar su producción a 2020, estimación que encontramos altamente ambiciosa y poco probable dada la situación arriba mencionada.

El mayor reto que enfrenta en la actualidad la compañía es encontrar los recursos necesarios y suficientes para incrementar sus reservas y alcanzar las metas de producción esperadas, a la vez que desarrolla mayores eficiencias operativas que le permitan mantenerse en niveles competitivos y

¹ Ver: Interbolsa (2010), *Reiniciación de cobertura Mineros S.A.*

rentables ante cambios adversos en el precio del oro y la TRM, al igual que ante cambios en la regulación minera y ambiental que cada vez se hace más exigente.

Hasta ahora la estructura de capital de Mineros S.A. ha estado compuesta casi en su totalidad por patrimonio y las necesidades de financiamiento han sido casi nulas, pero dado el nuevo plan de expansión, y las posibles inversiones y adquisiciones, se espera que la relación deuda/patrimonio cambie alcanzando niveles superiores al promedio de la industria, el cual se ubica alrededor del 22%.

Basados en nuestros cálculos e investigación, consideramos que el precio actual de la acción en el mercado ya refleja el éxito y las expectativas de crecimiento de la compañía, a la vez que desconoce los riesgos de la actividad exploratoria para identificar los recursos que le permitan incrementar sus reservas y pasa por alto los cambios en los niveles de endeudamiento e inversión requeridos para la materialización de su Mega.

Encontramos que existe una probabilidad de 25.4% de que la acción de Mineros S.A se desvalore al 31 de diciembre de 2011, por lo que nuestra recomendación es VENDER.

VALORACIÓN

Nuestra valoración se basa en la definición de 3 escenarios enmarcados todos en el plan estratégico de Mineros y en la “Mega 2020” que establece una meta de explotación de 500.000 onzas troy de oro anuales o el equivalente en metales asociados.

Los escenarios fueron planteados de acuerdo al origen de los recursos para el incremento de la producción, esto es, crecimiento derivado del aumento en la capacidad actual, crecimiento producto del descubrimiento de nuevas minas (resultado de los proyectos de exploración de la compañía) y crecimiento vía adquisiciones.

Escenario 1: Incremento De La Capacidad Actual.

Bajo este escenario se alcanza una producción teórica máxima de 200.000 onzas de oro al 2020.

Se parte del supuesto de que no se realizan descubrimientos de nuevos depósitos ni adquisición de minas.

Las nuevas onzas obtenidas provienen todas del incremento de la capacidad actual, esto es, ingreso de nuevas unidades de producción, incremento en la capacidad productiva, mejoras en la productividad y renovación tecnológica.

Escenario 2: Mega 2020 Sin Adquisición De Nuevas Minas.

Bajo este escenario la empresa alcanza una producción teórica máxima de 400.000 onzas de oro al 2020.

Se parte del supuesto de que el plan estratégico de la compañía “MEGA 2020” se alcanza al 80%.

El 20% restante (que no se alcanza a cumplir) equivale a las 100.000 onzas correspondientes a nuevas adquisiciones, las cuales se excluyen en este escenario.

Escenario 3: Mega 2020.

Bajo este escenario se alcanza una producción teórica máxima de 500.000 onzas de oro al 2020.

Se parte del supuesto de que se cumple con el plan estratégico de la compañía “LA MEGA”, alcanzando una producción de 500.000 onzas anuales, las cuales se obtendrán así: Incremento de la capacidad actual hasta alcanzar una producción de 200.000 onzas, la adición de 8 nuevas minas producto de proyectos de exploración exitosos hasta alcanzar 400.000 onzas/año y 3 minas más vía adquisiciones para llegar a las 500.000 onzas anuales propuestas.

Para los 3 escenarios se considera el supuesto de que la producción real se proyecta como el 98% de la producción teórica. Históricamente se ha visto que la producción ha estado por debajo de la capacidad de sus unidades, esto debido a contingencias como problemas de seguridad, huelgas, reparaciones mayores, renovaciones tecnológicas, entre otros.

Asignamos los siguientes pesos de nuestro valor fundamental a cada uno de los escenarios:

- Escenario 1 - Incremento de la capacidad actual: 25% de nuestro valor fundamental, teniendo en cuenta que la empresa posee los recursos económicos y ha trazado claramente los objetivos para alcanzar esta meta. El periodo de materialización de las inversiones y la producción es inferior a 5 años y busca duplicar la producción actual. Bajo este escenario no se genera el descubrimiento de nuevas minas, proviniendo el total de la producción de las actuales. Dado que bajo este supuesto no hay inversión en proyectos de exploración para descubrir nuevos yacimientos, y que hoy gracias a los altos precios del oro y la estrategia de la compañía se proyectan altas inversiones en exploración, no se asigna un peso superior al 25%.
- Escenario 2 - Mega 2020 Sin Adquisiciones: 50% de nuestro valor fundamental, teniendo en cuenta la trayectoria de la compañía, los buenos resultados de los actuales proyectos de exploración y el nivel de compromiso de la compañía con sus metas de crecimiento, se asigna el mayor peso dentro de los 3 escenarios. El valor asignado no es superior al 50% al considerar que los proyectos de exploración se caracterizan por altos niveles de incertidumbre y riesgo, e indiferente de los niveles de inversión, no existen garantías de alcanzar la identificación de nuevos recursos minerales.
- Escenario 3 - Mega 2020: 25% de nuestro valor fundamental, considerando que para cumplir la mega se requiere del éxito de los actuales proyectos de exploración adicionando más de 4.000.000 millones onzas sólo para alcanzar la producción esperada al 2020, adicionalmente se requieren 3 adquisiciones exitosas y dado el ambiente de alta competencia actual gracias a la presencia de multinacionales mineras y exploradoras junior tanto en Colombia como en Latinoamérica, consideramos el logro de este escenario una meta bastante ambiciosa, que busca incrementar la producción de la compañía en un 400% cuando las proyecciones de crecimiento de la industria minera aurífera en el país son del 100%.

Para realizar la valoración de la empresa Mineros S.A utilizamos el método de flujos de caja libre descontados, a precios corrientes.

La presentación del flujo de caja libre proyectado, presenta las siguientes particularidades:

- Castiga la utilidad con todos los impuestos, es decir, hace caso omiso de la deuda con la que se estaría renunciando al eventual ahorro de impuestos que generaría cualquier pago de intereses, ya que este efecto es recogido por el costo del capital – WACC – que es la tasa de descuento.
- Considera todas las inversiones en activos fijos, esto es, tanto las inversiones estratégicas como las no estratégicas. La razón es que en el largo plazo los ingresos de una empresa deben cubrir tanto los gastos, los costos, las inversiones permitir a los propietarios la obtención de una atractiva rentabilidad después de atender el eventual servicio de la deuda cuando la empresa recurre a dicha fuente de financiación.
- La proyección de los flujos de caja se realizó en valores corrientes.

El horizonte de proyección para el análisis es de 10 años: 2011-2020; definimos este periodo de acuerdo con el plan de desarrollo de la compañía, su estrategia y MEGA 2020.

Obtuvimos un valor de la acción de COP 3.623 para el escenario Incremento de la Capacidad Actual, \$5.861 COP para el escenario Mega 2020 Sin Adquisición de Nuevas Minas y \$6.571 COP para el escenario Mega 2020.

El valor ponderado de la acción es \$5.264 COP.

Los resultados detallados se presentan a continuación:

Tabla N.1 – Escenario 1: Incremento de la capacidad actual.

Escenario 1	2011E
VP de los FCL del periodo relevante	656,305
VP del valor de continuidad VC	179,658
Valor de Operación	835,963
+ Inversiones Temporales	102,762
+ Otros Activos	17,203
- Otros Pasivos	7,544
Valor del Patrimonio	948,385
Acciones en circulación	261.70
Valor fundamental	3.62
Cierre al 2 de marzo de 2011	7.06
Potencial de valorización	-48.67%

Tabla N.2 – Escenario 2: Mega 2020 Sin Adquisiciones.

Escenario 2	2011E
VP de los FCL del periodo relevante	828,659
VP del valor de continuidad VC	545,770
Valor de Operación	1,374,428
+ Inversiones Temporales	102,762
+ Otros Activos	17,203
- Otros Pasivos	7,544
Valor del Patrimonio	1,486,850
Acciones en circulación	261.70
Valor fundamental	5.68
Cierre al 2 de marzo de 2011	7.06
Potencial de valorización	-19.52%

Tabla N.3 – Escenario 3: Mega 2020.

Escenario 3	2011E
VP de los FCL del periodo relevante	906,165
VP del valor de continuidad VC	701,199
Valor de Operación	1,607,364
+ Inversiones Temporales	102,762
+ Otros Activos	17,203
- Otros Pasivos	7,544
Valor del Patrimonio	1,719,786
Acciones en circulación	261.70
Valor fundamental	6.57
Cierre al 2 de marzo de 2011	7.06
Potencial de valorización	-6.92%

Tabla N.4 – Valoración Ponderada

Escenario Ponderado	2011E
VP de los FCL del periodo relevante	796,357
VP del valor de continuidad VC	468,882
Valor de Operación	1,265,239
+ Inversiones Temporales	102,762
+ Otros Activos	17,203
- Otros Pasivos	7,544
Valor del Patrimonio	1,377,660
Acciones en circulacion	261.70
Valor fundamental	5.26
Cierre al 2 de marzo de 2011	7.06
Potencial de valorización	-25.43%

Gráfica N.2 –Resumen de los Valores Fundamentales



Con el objetivo de evaluar el comportamiento del valor de la compañía frente a la volatilidad de factores macroeconómicos y de industria, la valoración fue sometida a un análisis de sensibilidad frente a posibles cambios en algunas de las variables incluidas en el modelo: el precio del oro, la tasa representativa del mercado TRM, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) y el WACC. Estas variables son las que tienen mayor impacto sobre los ingresos y utilidades de la compañía.

Los resultados de la simulación se detallan a continuación:

Tabla N.5 –Análisis de sensibilidad sobre el precio de la acción

Precio Oro / Dólar	1,674.0	1,767.0	1,860.0	1,953.0	2,046.0
1,284	\$ 3,151	\$ 3,569	\$ 3,987	\$ 4,405	\$ 4,823
1,356	\$ 3,726	\$ 4,176	\$ 4,626	\$ 5,076	\$ 5,526
1,427	\$ 4,301	\$ 4,782	\$ 5,264	\$ 5,746	\$ 6,228
1,498	\$ 4,875	\$ 5,389	\$ 5,903	\$ 6,417	\$ 6,931
1,570	\$ 5,450	\$ 5,996	\$ 6,542	\$ 7,087	\$ 7,633

Precio Oro / g	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%
1,284	\$ 3,821	\$ 3,899	\$ 3,987	\$ 4,088	\$ 4,206
1,356	\$ 4,435	\$ 4,524	\$ 4,626	\$ 4,742	\$ 4,876
1,427	\$ 5,049	\$ 5,150	\$ 5,264	\$ 5,395	\$ 5,547
1,498	\$ 5,664	\$ 5,776	\$ 5,903	\$ 6,049	\$ 6,218
1,570	\$ 6,278	\$ 6,402	\$ 6,542	\$ 6,702	\$ 6,888

Precio Oro / Wacc	13.55%	14.55%	15.55%	16.55%	17.55%
1,284	\$ 4,109	\$ 4,060	\$ 3,987	\$ 3,917	\$ 3,871
1,356	\$ 4,766	\$ 4,709	\$ 4,626	\$ 4,545	\$ 4,492
1,427	\$ 5,423	\$ 5,359	\$ 5,264	\$ 5,173	\$ 5,114
1,498	\$ 6,080	\$ 6,008	\$ 5,903	\$ 5,801	\$ 5,735
1,570	\$ 6,737	\$ 6,658	\$ 6,542	\$ 6,429	\$ 6,356

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Mineros S.A.

MINEROS S.A. es la compañía colombiana de mayor producción de oro en el país. Desde hace 35 años se dedica a la exploración, el desarrollo, la extracción y la comercialización del oro y la plata y algunos minerales asociados.

Sus operaciones se localizan principalmente en el Bajo Cauca Antioqueño. La operación aluvial se encuentra en los municipios de El Bagre y Nechí. La operación subterránea se ubica al Noreste del municipio de Zaragoza.

En 1974 se constituyó Mineros de Antioquia S.A. como una sociedad anónima de carácter privado mediante escritura pública número 6.161 otorgada ante la Notaría 4ª de Medellín, con un término de duración de noventa y nueve (99) años. En marzo 17 de 2004 por decisión de la Asamblea Ordinaria de Accionistas se cambió la razón social de la sociedad a MINEROS S.A. Esta decisión, fue

solemnizada mediante la escritura pública No. 1.038 de abril 19 de 2004 otorgada ante la Notaría 17 de Medellín.

MINEROS S.A. negoció a finales de 2009 su participación accionaria del 94.5% en MINEROS NACIONALES con la firma Medoro Resources. El valor de la venta correspondiente a la participación fue de US\$ 33.075 millones y el 15 de febrero de 2010 se cerró definitivamente la operación y se hizo traspaso de su propiedad a los nuevos accionistas².

Tabla N.7 –Análisis DOFA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> Ambiciosa estrategia de crecimiento y posicionamiento desde 2008: MEGA 2020. Capital propio para el desarrollo de proyectos de exploración. Relaciones de largo plazo con clientes y proveedores. Amplia experiencia en el sector. Posee Títulos de Reconocimiento de Propiedad Privada sobre 3 clases de derechos mineros³. “Método Explora”: experiencia y metodologías de exploración. Generación propia de energía. 	<ul style="list-style-type: none"> Colombia es un país aún poco explorado. Estabilidad política, legal, macroeconómica y de orden público. Demanda superior a la oferta. Alto precio del oro: ha alcanzado niveles históricos.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Operaciones de minería de Aluvión: muchas veces no aceptada por líderes políticos (invasión de recursos hídricos)⁴. Las reservas declaradas a la fecha son bajas. Alto costo de desarrollo de unidades de producción. Ubicación geográfica distante de centros industriales y proveedores. Poca experiencia en explotación subterránea. Dependencia del sistema convencional del beneficio de oro que incluye el manejo del mercurio. El sistema de energía actual no es suficiente para dar respuesta al crecimiento de las operaciones mineras. 	<ul style="list-style-type: none"> Volatilidad de la tasa de cambio. Volatilidad del precio del oro. Las áreas disponibles para las actividades de exploración son limitadas. Creciente interés minero en Colombia, generando la entrada de grandes competidores. Fuerte impacto de las leyes mineras e incremento en la regulación. Alerta mundial sobre los efectos del mercurio en el ambiente y la vida humana. Las comunidades locales actúan como focos de resistencia defendiendo su territorio y fuentes hídricas. Problemas de orden público. Altos costos de aprovisionamiento de energía.

Estrategia

En el año 2008 se definió la estrategia general de la compañía y con ella la declaración de La Mega. Mineros S.A se plantea una meta ambiciosa, la cual exige no sólo cambios en su estructura para afrontar el crecimiento, sino también grandes inversiones para sustentarlo:

² MINEROS S.A. (2010). *Informe Financiero 2009*. Colombia.

³ Interbolsa (2010), *Reiniciación de cobertura Mineros S.A.*

⁴ Interbolsa (2010), *Reiniciación de cobertura Mineros S.A.*

“En el año 2020 Mineros S.A. será una de las primeras 15 empresas listadas en el mercado de valores colombiano y tendrá un valor de mercado superior a US\$ 2.500 millones.

Su Unidad de Explotación producirá 500.000 onzas troy de oro anuales o el equivalente en metales asociados, distribuidas así:

- 250.000 en Antioquia
- 150.000 en el resto de Colombia
- 100.000 fuera de Colombia

Su Unidad de Exploración habrá concretado negocios a lo largo de los 12 años por más de US\$ 400 millones. Gracias a la reputación de su impacto social, habrá logrado atraer una cofinanciación en recursos financieros o equivalentes para proyectos y programas sociales, donde Mineros aportará hasta el 50% de los mismos”⁵.

La nueva estrategia además de crecimiento y posicionamiento en el mercado colombiano, busca la internacionalización y la presencia de Mineros a nivel de Latinoamérica con operaciones que representen el 20% de la producción de la compañía.

Análisis de los Competidores



Fuente: Revista Dinero

Los cinco mayores productores de oro del mundo en 2010 fueron Barrick Gold, Newmont Mining, AngloGold Ashanti, Gold Fields y Goldcorp. De estas compañías, AngloGold, Newmont y Barrick tienen presencia en Colombia y Latinoamérica, tanto con proyectos de exploración como proyectos de montaje, situación que puede dar una medida del nivel de competencia al que se enfrenta Mineros S.A y que se vive en general en el sector minero aurífero.

La principal competencia para Mineros S.A. la constituyen las grandes multinacionales mineras y empresas exploradoras (*Junior*), las cuales con el *boom* minero que se viene desarrollando en los últimos años han incrementado su presencia en el país. Estas empresas son altamente especializadas en actividades de exploración y tienen gran capacidad de inversión; están interesadas en adquirir títulos mineros por todo el territorio colombiano y establecer sus operaciones en búsqueda de proyectos factibles.

GREYSTAR RESOURCES: Compañía minera de capital canadiense, dedicada a la exploración, desarrollo y explotación de metales preciosos. Está listada en las bolsas de Toronto y Londres como un proyecto de emprendimiento. Lleva 15 años en Colombia a cargo del proyecto Angostura, localizado a 55 kilómetros de Bucaramanga. Cuenta con 30.000 hectáreas en concesiones de exploración en el emergente distrito de California, de las cuales solo el 10% han sido evaluadas.

El estudio preliminar de factibilidad que se entregó en mayo de 2010, estima unas reservas totales de 8,5 millones de onzas de oro (probadas 3,5 millones de onzas y probables 4,9 millones de onzas) y un

⁵ MINEROS S.A. (2010). *Memoria de Sostenibilidad 2009*. Colombia.

total de reservas de plata de 50,7 millones de onzas (probadas 21,1 millones de onzas y probables de 29,6 millones de onzas), que explotarán en 15 años⁶.

MEDORO: Empresa canadiense que espera salir a bolsa en el primer trimestre de 2011. Su proyecto principal está en la mina de Marmato ubicada en la cordillera occidental, en el departamento de Caldas, Colombia. Medoro apenas está empezando a percibir ingresos por ventas de su explotación aurífera en Marmato. Hasta ahora ha perforado 40.000 metros y se espera que para mediados del 2011 la operación se haya completado. En marzo de 2010 se estimaron reservas probadas de 1,2 millones de onzas de oro y de 10 millones de onzas de plata. Medoro también adquirió la mina de Frontino que en 2009 tuvo una producción de 55.000 onzas de oro y a la que no se le ha hecho exploración desde 1989. La operación de compra se realizó por \$380.000 millones.⁷

CAMBRIGDE MINERAL RESOURCES: Compañía dedicada a la exploración y desarrollo de proyectos mineros, sus productos son el oro y la plata. Fundada en 1992, tiene proyectos en Europa y Latinoamérica, incluyendo España, Bulgaria y Perú.

BARRICK GOLD CORPORATION: Es el productor de oro más relevante del mundo, con una cartera de 26 minas en operación y 11 proyectos avanzados de exploración y desarrollo ubicados en cinco continentes. Además es propietario de grandes extensiones de tierra para prospección de minerales.

Barrick ingresó al negocio de la minería aurífera en 1983 y cuenta con un registro exitoso de desarrollo de minas. Recientemente completó la construcción de las minas Tulawaka, Lagunas Norte y Veladero en el 2005; la mina Cowal, a principios del 2006 y la reapertura de la mina Ruby Hill en el 2007. Además, Barrick cuenta con una nueva generación de proyectos que avanzaron en forma importante en el 2008: Buzwagi, en Tanzania; Cortez Hills, en Nevada; y Pueblo Viejo, en República Dominicana.

La compañía tiene una de las mayores reservas probadas y probables de oro en la industria con 138.500.000 onzas de oro, 6.400.000 libras de cobre y 1.030 millones en onzas de plata. Durante la temporada 2008 Barrick produjo 7.660.000 onzas de oro a un *cash cost* de US\$ 443 por onza⁸.

NEWMONT MINING CORPORATION: Es el Segundo productor de oro en el mundo, posee y opera minas en Estados Unidos, Australia, Perú, Indonesia, Bolivia, Nueva Zelanda, México. Tiene reservas por 86.500.000 onzas de oro. Fue fundada en 1921, entro al Mercado público desde 1925 y es la única compañía minera incluida en el S&P 500 Index y Fortune 500.

En Latinoamérica Newmont posee dos proyectos: en Perú la mina Yanacocha donde concentra un 51,35% de la propiedad. Éste es el mayor proyecto de oro en Sudamérica y comenzó su operación en 2008. Además, cerca de Oruro, en Bolivia, tiene el 88% de la propiedad de Kori Kollo, donde realizó un joint venture con la Empresa Minera Inti Raymi S.A.⁹

ANGLO GOLD ASHANTI: Empresa de clase mundial, es el tercer productor de oro en el mundo con 4.900.000 onzas y faenas ubicadas en Sudáfrica, Argentina, Australia, Brasil, Ghana, Guinea, Malí, Namibia, Tanzania y Estados Unidos.

El grupo cuenta con 21 operaciones mineras en el mundo, localizadas en cuatro continentes y un número considerable de programas de exploración en regiones reconocidas por su producción de oro y metales preciosos¹⁰.

⁶ FINANZAS PERSONALES. (2010). *Canadienses a bolsa: ¿se repetirá historia de Pacific Rubiales?*. http://www.finanzaspersonales.com.co/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=866 (15 Dic.2010)

⁷ FINANZAS PERSONALES. (2010). *Canadienses a bolsa: ¿se repetirá historia de Pacific Rubiales?*. http://www.finanzaspersonales.com.co/wf_InfoArticulo.aspx?IdArt=866 (15 Dic.2010)

⁸ MINERÍA CHILENA. *Las grandes productoras de oro*. http://www.mch.cl/revistas/index_neo.php?id=813. (3 Ene.2011).

⁹ MINERÍA CHILENA. *Las grandes productoras de oro*. http://www.mch.cl/revistas/index_neo.php?id=813. (3 Ene.2011).

¹⁰ MINERÍA CHILENA. *Las grandes productoras de oro*. http://www.mch.cl/revistas/index_neo.php?id=813. (3 Ene.2011).

Otros competidores de menor escala son las unidades mineras locales. Se trata de micro y pequeñas empresas, de cooperativas de producción o de grupos mineros tradicionales los cuales generan un impacto considerable, sobre todo a nivel social y ambiental, cuando realizan actividades mineras ilegalmente invadiendo títulos mineros ajenos.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES



Fuente: El Colombiano

Gerente General

Beatriz Uribe Restrepo: “Una ejecutiva que vale oro”¹¹

Beatriz Uribe es economista de la Universidad de Antioquia de Medellín, inició su vida laboral como directora de Mercadeo de Noel, pero Fernando Rico, uno de sus mejores amigos, quien era el gerente de Mineros, la reclutó y la ubicó como su gerente financiera en el año 1976¹².

En el 2000 Beatriz Uribe asumió la gerencia general de la empresa minera aurífera más grande de Colombia, y se enfrentó al reto de consolidarla hasta convertirla hoy en día en la empresa colombiana más importante del sector. Mineros S.A. pasó de tener ingresos por \$25.330 millones en 1999 a \$188.431 millones en el año 2009 (www.mineros.com.co), convirtiéndose en una de las empresas de más rápido crecimiento en Colombia. En el mismo periodo se afianzó como una explotación minera con un carácter empresarial moderno, que hoy tiene puestas sus miras en una expansión internacional en América Latina¹³.

Entre sus pares del sector se le reconoce como una de las mujeres que más conocen de minería en el país. Ese aprendizaje se ha acrecentado durante los últimos 11 años, durante los cuales ha estado al frente de esta compañía, que insiste en ser una empresa que desarrolla una minería con responsabilidad social, pero no sólo como eslogan, sino en la práctica. Por ahora Mineros es una de sus prioridades y diariamente labora por hacer más exitosa una compañía que suma 37 años en la actividad minera y que por ahora seguirá bajo el control de una mujer que vale oro¹⁴.

¹¹ Chacón, Jairo. (2011). Una ejecutiva que vale oro. <http://www.elespectador.com/impreso/negocios/articulo-255709-una-ejecutiva-vale-oro> (13 Mar.2011)

¹² Chacón, Jairo. (2011). Una ejecutiva que vale oro. <http://www.elespectador.com/impreso/negocios/articulo-255709-una-ejecutiva-vale-oro> (13 Mar.2011)

¹³ Revista Dinero. (2008). Futuro Minero. http://www.dinero.com/edicion-impresa/caratula/futuro-minero_49367.aspx (2 Feb.2011)

¹⁴ Chacón, Jairo. (2011). Una ejecutiva que vale oro. <http://www.elespectador.com/impreso/negocios/articulo-255709-una-ejecutiva-vale-oro> (13 Mar.2011)

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA



Fuente: Revista Dinero

La industria minera colombiana es heterogénea en cuanto a la diversidad de volúmenes de producción y niveles de desarrollo tecnológico que manejan sus diferentes actores. Se han establecido cuatro segmentos básicos de clasificación¹⁵:

Segmento uno: Se trata de micro y pequeñas empresas, de cooperativas de producción o de grupos mineros tradicionales, con o sin estructura empresarial y cuyos trabajos se dan a pequeña escala. No consideran la minería como un negocio sino como una actividad de sustento, sus niveles de productividad son bajos y el impacto de su labor es más social que económico.

Segmento dos: Comprende tanto empresas mineras como empresas de ramas industriales que obtiene directamente sus insumos minerales, la mayoría cotizan en bolsa y algunas tienen participación accionaria de capital internacional. Entre las empresas de este segmento se encuentran Mineros S.A., CI Carbones del Caribe S.A., CI Corcarbón S.A., Cementos Argos S.A., Cemex de Colombia S.A., Monómeros S.A., entre otros.

Segmento tres: Son empresas altamente especializadas en actividades de exploración, para las cuales disponen de alta capacidad de inversión. Sólo llevan los proyectos hasta la fase de identificación y para realizar la factibilidad y desarrollo suelen transferirlos total o parcialmente a empresas mayores especializadas en la explotación y beneficio. Entre ellas se destacan Greystar Resources, Cambridge Mineral Resources, Colombia Goldfields y TAO Mining.

Segmento cuatro: Corresponde a grandes empresas internacionales o a filiales de estas, que poseen porciones significativas del mercado de uno o varios productos mineros. Las empresas que operan en Colombia son BHP Billiton, Angloamerican, Xtrata, Glencore y Drummond Coal Mining. En desarrollo de labores exploratorias están Sociedad Kedahda S.A. y Barryck Gold, entre otras¹⁶.

Principales indicadores de performance de los participantes de la industria

Un factor importante a considerar es que Mineros es una empresa establecida y de gran trayectoria en el mercado, que tiene varios proyectos en etapas maduras de explotación y producción y que en el momento genera utilidades para sus accionistas, mientras que la mayoría de empresas mineras establecidas en Colombia son aún proyectos de emprendimiento en etapas tempranas de exploración y sin producción actual.

Por dicha razón no se recurre a los indicadores tradicionales para hacer un análisis comparativo de la industria y en cambio se contrastan los siguientes *ratios*:

¹⁵ UNIDAD DE PLANEACIÓN MINERO ENERGÉTICA. (2007). *Plan Nacional de Desarrollo Minero 2007 – 2010*. Colombia.

¹⁶ UNIDAD DE PLANEACIÓN MINERO ENERGÉTICA. (2007). *Plan Nacional de Desarrollo Minero 2007 – 2010*. Colombia.

Tabla N.6 – Comparativo de la industria

Compañía	Mineros	Medoro	Greystar	Andina	Rio Alto	Guyana	Banro Co	Promedio
Nemotécnico	Mineros CB	MRS-TSX-V	GLS-TSX	ADM-TSX	RIO-TSX	GUY-TSX	BAA-TSX	
Ubicación	Colombia	Colombia	Colombia	Chile	Perú	Guyana	Congo	
Precio de Mercado CAD	3.6	2.06	2.78	1.5	2.3	9.65	2.93	
Capitalización Bursátil (Mill CAD)	940.90	293.00	234.00	160.63	269.09	787.00	508.00	
P/E	19.6	-	-	-	-	-	-	
Rendimiento x dividendo	1.57%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Beta	0.6	0.58	0.98	0.91	-	0.95	0.96	
EPS	0.13	-0.18	-0.38	-0.02	-0.16	-0.08	-0.08	
Recursos Million oz	2.8	9.8	14.8	8.9	4.0	6.6	5.6	
Reservas Million oz	1.3	6.6	8.9	6.6	4.0	6.6	4.5	
Tenor Au g/t Recursos	N/A	0.9	1.1	0.7	0.6	4.0	1.7	
CAD/oz 2P Reservas	336	30	16	18	67	119	91	57
CAD/oz Recursos	735	44	26	24	67	119	112	66
								Mineros vs Mercado
								11

Fuente: Elaboración propia con colaboración de Juan Felipe Mejía (Interbolsa S.A.). Datos: Gold InfoMine¹⁷

De acuerdo con los resultados obtenido en el análisis comparativo pensamos que Mineros S.A. se encuentra sobrevalorada, dado que si comparamos con algunas de las compañías mineras listadas en Canadá (Bolsa de Toronto - TSX), encontramos como valor promedio por onza de reserva CAD 66, comparado con CAD 735 que actualmente paga el mercado por Mineros.

Producción mundial de oro¹⁸

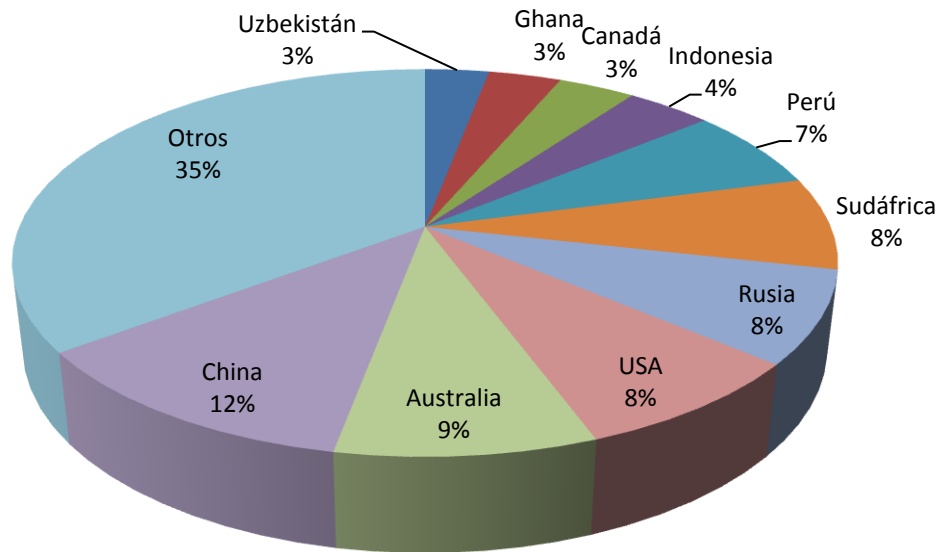
Países: Los mayores productores de oro son:

- China (300 t)
- Australia (215 t)
- Estados Unidos (215 t)
- Sudáfrica (210 t)
- Rusia (185 t)
- Perú (180 t)
- Indonesia (100 t)
- Canadá (95 t)

¹⁷ Gold infoMine. <http://gold.infomine.com/> (22 Feb.2011)

¹⁸ Gold infoMine. <http://gold.infomine.com/countries/> (22 Feb.2011)

Gráfica N.3 – Producción Mundial de Oro 2009



Empresas: en el escalafón de las cinco mayores productoras de oro se encuentran:

- Barrick Gold
- Newmont Mining
- AngloGold Ashanti
- Gold Fields
- Harmony Gold

Demanda

La demanda del oro se distribuye de la siguiente manera 70% a la industria joyera, 19,1% para uso financiero, 8,8% para uso industrial y 1,7% para uso odontológico¹⁹.

Determinantes del precio

El oro cumple, de manera casi óptima, con todas las características que lo califican como buen dinero: facilidad de transformación, atesorabilidad y escasez relativa (Rallo, 2008). Esta es la razón por la cual en el último año se ha visto alcanzar precios nunca antes vistos como respuesta a la necesidad de los inversionistas de una fuente fiable que retenga el valor.

El oro es un valor de refugio que desafía el riesgo sistémico, es decir, un metal que cobra relevancia cuando existen incertidumbres económicas, ya sea por presiones inflacionarias, por posibles pérdidas en el valor de los activos o por fuertes volatilidades en las divisas, lo que trae como consecuencia un incremento en su demanda ocasionando de esta manera una elevación en su precio²⁰.

Por lo anterior el oro se beneficia ante las expectativas de la inflación mundial al alza debido a los mayores precios de los alimentos y la energía, ya que los agentes demandan el metal como alternativa de cobertura.

Los principales factores macroeconómicos que influyen sobre la industria minera son las expectativas de crecimiento del PIB de los países, estimaciones del tipo de cambio, inflación y tasas de interés. Todos estos factores hacen que el precio del oro varíe a través de las leyes de oferta y demanda.

¹⁹ MINISTERIO DE MINAS Y ENERGÍA. (2008). *Estimación De La Producción Minera Colombiana Por Distritos, Basada En Proyecciones De PIB Minero Latinoamericano 2008– 2019*. Bogotá D.C. P.13

²⁰ MINISTERIO DE MINAS Y ENERGÍA. (2008). *Estimación De La Producción Minera Colombiana Por Distritos, Basada En Proyecciones De PIB Minero Latinoamericano 2008– 2019*. Bogotá D.C. P.13

Los países desarrollados tienen un papel preponderante en este juego pues influyen las decisiones de los inversionistas a través de sus políticas económicas y de la confianza o incertidumbre que les transmiten, lo cual en últimas determina las posiciones tomadas en los diferentes “activos refugio”, ocasionando de esta manera un incremento en el valor de la industria o un decrecimiento según el caso.

RIESGOS DE INVERSIÓN



Fuente: Mineros S.A.

Los principales riesgos que enfrena Mineros S.A. están asociados con el precio del oro en el mercado internacional y el nivel de éxito que alcance la empresa en sus procesos de exploración.

Riesgo de Mercado (precio)

Es difícil predecir el precio del oro en el mercado internacional, ya que por tratarse de un activo de inversión y de reserva, éste está relacionado con el comportamiento de la economía en general. Para mitigar el riesgo por cambios drásticos e inesperados en el precio del oro, Mineros S.A. realiza estrategias de cobertura con instrumentos financieros derivados (no con fines especulativos).

Riesgo de Tipo de Cambio

Debido a que el precio del oro está dado en dólares y a que las transacciones comerciales de Mineros se realizan también en esta moneda, la empresa se ve expuesta a riesgo de tipo de cambio. Para cubrirse de los efectos negativos que puede traerle la fluctuación de la tasa de cambio COP/USD, la empresa recurre a la utilización de contratos de instrumentos derivados. Igualmente, dado que la empresa requiere realizar egresos en dólares por pago a sus proveedores, una porción del riesgo se cubre de manera natural.

Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)

El riesgo de escasez de recursos naturales está ligado a la existencia de recursos minerales y a la capacidad de la empresa para descubrirlos en sus procesos de exploración. Para mitigar este riesgo de escasez y aproximarse a la Mega de producción de 500.000 onzas de oro al año, Mineros S.A. diseñó un ambicioso plan de exploración y planea invertir en un horizonte de 5 años (2010-2014) US\$70,5 millones para exploraciones y US\$75 millones para desarrollo.²¹

Riesgo Operativo (País)

Asociados a su actividad en un país como Colombia, y especialmente en zonas de alto conflicto armado, encontramos otros riesgos como ataques terroristas, extorsiones, hurtos de maquinaria y productos, etc.

Para contrarrestarlos, la compañía realiza anualmente una reserva de sus utilidades para proteger sus activos, debido a que desde hace varios años las dragas de la empresa no tienen seguros ya que no ha sido posible conseguir los amparos a un costo razonable. Adicionalmente Mineros cuenta con seguros contratados con Colpatría en diferentes pólizas que amparan la empresa.

²¹ MINEROS S.A. www.mineros.com.co (27 Nov.2010)

Otro riesgo operativo es el posible desabastecimiento energético, por lo cual la empresa ha decidido construir sus propias hidroeléctricas.

Riesgo Financiero

En este momento Mineros tiene una política de cero endeudamiento, por lo que no presenta riesgo de incumplimiento de pago de su deuda (capital e intereses).

Sin embargo, dado el ambicioso plan de crecimiento y expansión, se estima que la empresa adquirirá algo de deuda, lo que no significa que el riesgo financiero vaya a crecer significativamente, gracias a que la compañía tiene un margen de contribución cercano al 50% le permite cumplir con el pago de sus obligaciones.

Riesgo de Procesos Internos

Mineros S.A. realiza cada año una auditoría interna de sus procesos y de su sistema de gestión integral, que le permite identificar los riesgos críticos y sus planes de mejoramiento, los cuales son evaluados periódicamente por la Dirección de Control Interno.

En 2010 Mineros S.A. inició un ejercicio con Delima Marsh y con la dirección de la Compañía para identificar y controlar los riesgos asociados con la estrategia.

Como prueba de su buena gestión, la empresa cuenta con cuatro certificaciones de gestión de calidad ISO 9001 (Generación, Transmisión y Venta de Energía Eléctrica, Fabricación y Reparación de Repuestos para la Operación Minera, Producción de Oro y Preparación de Muestras de Exploración de Yacimientos de Oro para Análisis de Laboratorio), una certificación de gestión ambiental ISO 14001 (Producción de Oro) y una certificación en OHSAS 18001 (Seguridad Industrial y Salud Ocupacional).²²

Riesgo Sindical

El sindicato de trabajadores de Mineros S.A., Sintramienergética, cuenta con 392 trabajadores vinculados (50,45% con respecto al total del personal)²³. El pasado 7 de marzo de 2009 la empresa firmó con sus dirigentes la última Convención Colectiva de Trabajo, la cual se encuentra vigente hasta el 30 de abril de 2011 y que garantiza condiciones de seguridad y estabilidad tanto para los empleados como para la compañía.

Mejoras salariales, beneficios extralegales, auxilios económicos, jornada de trabajo, entre otros, son los temas pactados en este acuerdo.

Riesgo Legal ó de Regulación

La actividad minera en Colombia y en el resto del mundo está reglamentada por leyes o decretos que tienen claras restricciones para el negocio. En Colombia ha habido varios cambios en la ley minera, hasta el 2001 fue el Decreto 2655 de 1988 que reglamento la actividad, a partir del 2001 la normatividad minera se basa en la Ley 685 de 2001, actual Código de Minas. Las constantes revisiones y cambios a las normas que regulan el sector pueden poner en riesgo los negocios de las empresas establecidas en el país, desestimular la inversión extranjera y finalmente afectar la continuidad de la minería como actividad industrial cuando se presentan restricciones y/o limitaciones que hagan inviable el negocio.

Por otro lado las altas cargas tributarias y sus variaciones, afectan las posibilidades de inversión, Colombia es uno de los países de Latinoamérica con los impuestos de renta y de pago de canon superfiario (pagos al Estado para explorar) más altos.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Los principales accionistas de Mineros S.A. son:

²² MINEROS S.A. www.mineros.com.co (9 Ene.2011)

²³ NOTAS ORO. (2009). http://www.mineros.com.co/sitio/sites/default/files/NOTAS_ORO_102_09AB08.pdf (19 Feb.2011)

Tabla N.8 – Principales Accionistas

Principales Accionistas	No. Acciones	% Participación
Seguros de Vida Colpatría	23,853	9.1%
Corficolombiana	18,275	7.0%
Inversiones Colpatría	17,408	6.7%
Capitalizadora Colpatría	16,469	6.3%
Inversiones Maga Ltda	15,139	5.8%
Colpatría Cia. De Seguros	11,710	4.5%
Acciones y Valores Colpatría	9,436	3.6%
Negocios y Representaciones S . A .	9,073	3.5%
Bolívar Cartersa Colectiva	6,388	2.4%
Provenir S.A. Pensiones	6,273	2.4%
Otros	127,661	48.8%
Total	261,687	100.0%

En 1982 Mineros S.A inscribió sus acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en la Bolsa de Valores de Colombia y, en consecuencia, se encuentra vigilada por la Superintendencia Financiera en su calidad de emisor.

La acción de Mineros S.A. es de bursatilidad alta en la Bolsa de Valores de Colombia. Entre marzo de 2010 y marzo de 2011 el volumen promedio diario de transacción ascendió a \$ 840.228.440 lo que equivale a un promedio de 121.466 acciones negociadas cada día. Su participación dentro del IGBC para el trimestre vigente es de 0,478%.

Las acciones de Mineros S.A. tienen una libre flotación en el mercado Colombiano.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Horizonte de proyección del flujo de caja

El horizonte de proyección que tomamos para el análisis es de 10 años: 2011-2020; definimos este periodo de acuerdo con el plan de desarrollo de la compañía, su estrategia y MEGA 2020.

El año 2021 (un año más respecto del periodo relevante), constituye el primer año de la perpetuidad, es decir, el año donde consideramos que la estrategia de la empresa estará estabilizada.

Escenario Macroeconómico

Del reporte de Bancolombia *Investigaciones Económicas* correspondiente a febrero de 2011, se obtuvo la información relacionada con las expectativas de precios al consumidor (IPC), devaluación, tasa representativa del mercado TRM, crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), tasas de interés de captación, entre otras. Dado que dichas proyecciones macroeconómicas van hasta el 2016, se asumen para los años posteriores, indicadores económicos iguales al del último año disponible.

Para la proyección de los precios internacionales del oro, se trabajó con Las cotizaciones de los mercados de futuros del commodity disponibles en Bloomberg, cuyo plazo máximo con mercado en este momento es al año 2014. Para los años 2015 a 2021 se usó un precio esperado de USD 1.500.

Tabla N.9 – Proyecciones del precio del Oro, TRM e IPC

Proyecciones Macroeconómicas	2011	2012	2013	2014	2015-2021
------------------------------	------	------	------	------	-----------

Precio Oro USD/ Onza troy	1,427	1,445	1,481	1,530	1,500
Precio del dólar (\$. promedio anual)	1,860	1,780	1,850	1,740	1,740
Precios al consumidor (IPC)	3.4%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%

Proyección de las ventas

Para la proyección de las ventas del oro producido se parte del supuesto que el total de la producción es vendida, por lo que los ingresos corresponden al producto del total de onzas producidas por el precio internacional de la onza de oro troy.

Las proyecciones del precio del oro para cada año de la valoración fueron obtenidas a partir de los futuros del *commodity*, publicados por los diferentes bancos internacionales en Bloomberg.

El oro y la plata se comercializan libremente a precios que se cotizan en las bolsas internacionales y la producción es demandada en su totalidad, por lo que su venta está asegurada.

Mineros S.A. vende su producción principalmente a refinerías, para las cuales se supone liquidan el producto al 98% del valor de cotización de la onza troy.

Tabla N.10 – Producción histórica y esperada

Escenarios	Historica		Esperada			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Escenario 1				130,000	179,000	200,000
Escenario 2	89,630	98,205	120,758	120,758	137,000	193,000
Escenario 3				120,758	137,000	226,333
Escenario Ponderado				123,069	147,500	203,083

*Cifras en Onzas

Escenarios	Esperada					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Escenario 1	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
Escenario 2	276,000	326,000	375,000	400,000	400,000	400,000
Escenario 3	309,333	392,667	441,667	466,667	500,000	500,000
Escenario Ponderado	265,333	311,167	347,917	366,667	375,000	375,000

*Cifras en Onzas

Con respecto al segundo producto, la plata, por ser este un valor no significativo con respecto al valor del oro, y dado que no se puede definir la relación de cantidad oro-plata que se encontrará en las nuevas minas y proyectos, no se considera para el cálculo de los ingresos.

La mayoría de egresos se trabajan en COP por lo tanto el valor de todos los ingresos percibidos como venta de oro y plata en el exterior en USD se convierten en COP con la tasa proyectada.

Proyección de los costos y gastos

Se plantea realizar las proyecciones con un costo de producción total por onza (incluyendo sólo costos que impliquen desembolso de efectivo), por lo que en su totalidad será un costo variable, dependiendo directamente del nivel de producción para cada uno de los escenarios.

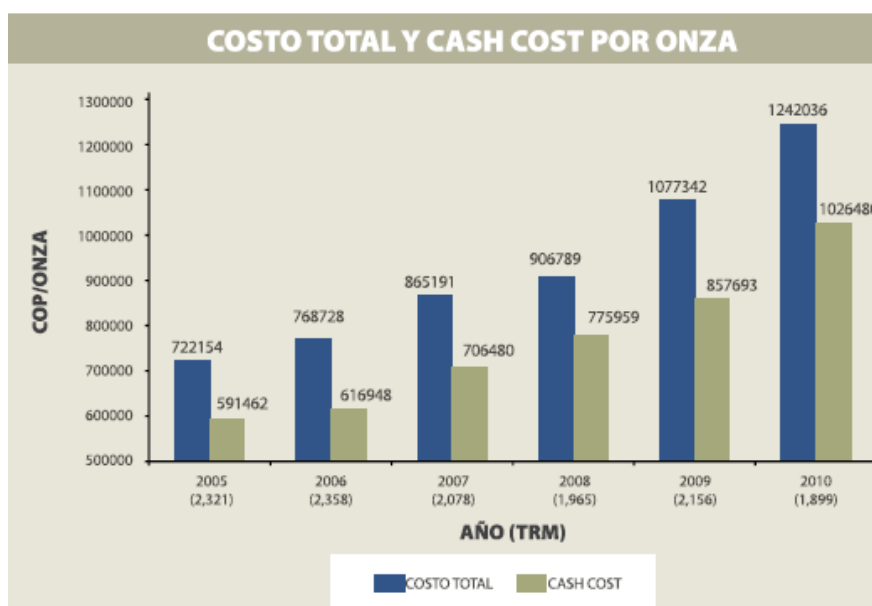
Esto implicaría que los costos crecen al mismo ritmo de las ventas, lo que resulta en que el Margen EBITDA deberá mantenerse dentro de un mismo rango esperado durante el periodo de evaluación, y las posibles fluctuaciones deberán explicarse a las variaciones en los precios del commodity y el

precio del dólar.

Dependiendo del tipo de explotación se proyectan los costos de la siguiente manera:

- Explotación aluvial: a partir de la información publicada por la compañía de los costos de producción por onza (*cash cost*) de los últimos 6 años, se calculó el costo por onza, para los cuales se calcula su crecimiento con las inflaciones esperadas en el periodo 2011- 2020. Debido a que los costos por onza del 2010 fueron afectados por los retrasos en el inicio de la operación de La Mina La Ye y la puesta a punto de la planta de beneficio incrementándolos significativamente, se excluyó el 2010 para dicho calculo.

Gráfica N.4 – Costo total y costo por onza



Comportamiento histórico costo total y cash cost por onza
Informe financiero 2010 Mineros S.A. www.mineros.com.co

- Explotación subterránea (minería de veta): debido a que la información en la compañía para este tipo de minería es más limitada, se consulta información que corresponda a estándares internacionales y proyecciones de otras compañías auríferas en Latinoamérica.
- Explotación *open pit*: dado a que la cantidad de onzas respecto del total de la producción no es significativo, se asumen los mismos costos de producción de la explotación subterránea.

Al observar la historia, no se identifica inclinación por la implementación de procesos de mejoramiento significativos con el objetivo de disminuir los costos de producción ni ningún efecto sobre los mismos, por lo que no se proyectaron inversiones asociadas a dicho objetivo; esto sumado a la tendencia del incremento en los costos asociados a la gestión ambiental y responsabilidad social empresarial, constituyen un fundamento para tomar la suposición de que no se generan ninguna disminución en los costos de producción.

Debido a la evolución de la regulación minera, la cual se hace cada vez más exigente, y a la tendencia hacia la prohibición de los procesos de beneficio del mineral a base de mercurio; la empresa deberá emprender en el corto plazo proyectos de reconversión de su tecnología actual a procesos libres de dicho químico. Esto implica inversiones significativas para sus 5 unidades de producción, más debido a las limitaciones de información sobre los mismos y a la materialización en el periodo de valoración de dichas regulaciones, para efectos de la valoración se considerará como parte de los costos de producción, los cuales se considerarán mediante un análisis de sensibilidad respecto de los costos, los cuales se afectaran con un porcentaje de incremento adicional sobre el IPC para todos los años del

horizonte de valoración.

Un factor adicional a considerar que lleva a proyectar incrementos en los costos superiores al porcentaje de inflación, son los costos asociados al personal, los cuales constituyen más del 50% de los costos totales de producción (que representan desembolso de efectivo), y debido a los beneficios sindicales cuentan con incrementos superiores a los índices de inflación.

Gastos administrativos

Tabla N.11 – Gastos de Administración

Estado de resultados	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Producción de Metales preciosos	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Costos de Producción	55.57%	54.81%	51.89%	47.15%	56.80%	53.24%
Utilidad Bruta	44.43%	45.19%	48.11%	52.85%	43.20%	46.76%
Gatos de Administración	3.57%	4.39%	4.48%	4.17%	4.34%	4.19%
Utilidad Operativa	40.86%	40.80%	43.63%	48.68%	38.85%	42.57%
Ingresos (egresos) no operacionales	6.68%	10.58%	14.15%	24.10%	14.44%	13.99%
Ajuste por Inflación	-0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.20%
Utilidad antes de impuesto	46.56%	51.38%	57.78%	72.78%	53.29%	56.36%
Impuesto de Renta	-14.74%	-10.86%	-12.33%	-11.92%	-13.11%	-12.59%
Utilidad Neta	31.81%	40.52%	45.45%	60.86%	40.19%	43.76%
Número de Acciones en circulación	0.22%	0.26%	0.20%	0.14%	0.11%	0.19%
Utilidad Neta por Acción	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Se consideran como un porcentaje de las ventas, para esto se analizó el comportamiento histórico, de los cuales al analizar los valores significativos se llegó a un promedio del 4.2% para el 2011.

Dicho porcentaje se comparó con otras empresas mineras auríferas, para las cuales a diferentes niveles de producción (grandes o mediana empresa), se identificaron comportamientos similares.

Adicionalmente se considera el supuesto de que en la medida que se incrementa la producción y por tanto los ingresos, dado su componente variable, se logran disminuciones en los mismos, donde dicha disminución se calcula como un porcentaje por cada 10.000 nuevas onzas que se agreguen a la producción total.

Inversión en Capital de trabajo

Tabla N.12 – Inversión en KWOP

KWNO	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio (%)
Activos Corrientes	14.03%	25.05%	28.54%	19.79%	19.39%	19.59%
Deudores	4.92%	10.40%	7.76%	5.29%	5.92%	5.60%
Deudores de largo plazo	0.00%	0.00%	0.00%	2.73%	2.44%	2.58%
Inventarios	16.40%	26.72%	40.06%	24.97%	19.42%	22.19%
Pasivos Corrientes	-8.97%	-8.49%	-7.89%	-8.38%	-7.47%	-7.92%
Proveedores	-3.11%	-4.78%	-5.14%	-2.95%	-2.73%	-2.84%
Cuentas por pagar	-8.85%	-5.89%	-5.15%	-10.81%	-7.37%	-9.09%
Obligaciones laborales	-3.62%	-4.01%	-4.18%	-3.32%	-2.52%	-2.92%
Otros pasivos	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pensiones de Jubilación	-0.31%	-0.45%	-0.38%	-0.32%	-0.30%	-0.31%
Capital de trabajo operacional sin impuestos	5.06%	16.55%	20.66%	11.41%	11.92%	11.67%
Porcentaje sobre las ventas	5.06%	16.55%	20.66%	11.41%	11.92%	11.67%
Impuesto sobre la renta	-10.62%	-2.41%	-7.13%	-7.14%	-7.04%	-7.09%
Capital de trabajo operacional	-5.56%	14.14%	13.53%	4.27%	4.88%	4.58%

El Capital de Trabajo Operativo KTNO requerido para mantener la operación de la empresa se proyectó basándose en los inductores de valor de cada una de sus cuentas con respecto a las ventas o el costo de ventas (costos y gastos de producción).

Posteriormente se identificaron los años que pudieran ser comparables y se procedió a promediar los mismos con el fin de obtener el *ratio* que sería utilizado en la proyección. Para el ejercicio se utilizaron los años 2009 y 2010.

Para las cuentas del Activo Operativo se utilizó el inductor de ventas para determinar este *ratio* en las cuentas de Deudores (5.6%) y Deudores de Largo Plazo (2.58%), y para los inventarios se utilizó el inductor de Costo de Ventas (11.4%).

Para las cuentas del pasivo operativo se utilizó el inductor de Costo de Ventas para determinar las cuentas; Proveedores (-1.47%), Cuentas por pagar (-4.64%), Obligaciones Laborales (-1.5%) y para las Pensiones de Jubilación (-0.31%) el de ventas.

Una vez establecidos los *ratios*, se procedió a multiplicar cada uno de ellos por su inductor o Driver siendo para cada uno de los casos las Ventas o Costos de Ventas.

No se cuenta con información que determine posibles reestructuraciones operativas asociadas con disminución en los niveles de inversión en KTNO producto a la implementación de programas de mejoramiento continuo, por lo que no se hace ninguna consideración al respecto.

Inversión en activos fijos

Las inversiones en activos fijos se estiman de manera congruente con el plan de negocios de la compañía y el crecimiento de la producción, para lo que se diseña un plan de inversiones para el periodo 2011- 2020 en cada uno de los escenarios.

La inversión en exploración se proyecta de acuerdo al presupuesto de exploración del 2010, cerca de 38,000 millones y se proyecta con la inflación hasta el 2016. De 2017 en adelante, fecha en la que se tendrían identificados los depósitos e a explotar, la inversión en exploración baja al 50% con el fin de mantener los niveles de recursos necesarios para soportar una explotación de 500.000 onzas.

Aun cuando las inversiones sólo alcanzaron los 25.000 millones, un 65% de lo presupuestado, las proyecciones se realizan con el presupuesto, debido a que los proyectos en etapa 5 presentaron significativos retrasos afectando la ejecución del presupuesto, más para alcanzar los niveles de producción proyectados por la compañía, las inversiones proyectadas y actividades exploratorias asociadas deben ejecutarse en su totalidad.

Las inversiones en desarrollo de mina y montaje de planta de beneficio se estiman con base a las inversiones realizadas en La Mina La Ye (proyecto más reciente de la compañía y primero en minería subterránea en la empresa). Dado el aprendizaje adquirido al interior de la compañía en el desarrollo de este tipo de proyectos, al conocimiento desarrollado en ingenierías conceptuales, básica y detallada, y la constitución de una dirección de proyectos preparada para emprender directamente este tipo de montajes, se asume para la proyección el 80% del valor de referencia.²⁴

Para la inversión en adquisiciones (donde se proyectan 3 para el periodo de valoración), debido a que no se puede predecir las características específicas de la misma, se asume como valor de inversión proyectado un valor equivalente al ingreso obtenido por la venta de Mineros Nacionales, en la cual Mineros S.A contaba con una participación del 94.5%.

²⁴ Datos e información inferida en entrevista con Juan Felipe Mejía, Analista Senior de Renta Variable Interbolsa S.A.

Para los periodos en que no se reporta inversiones nuevas se asume el valor de la depreciación del periodo como la inversión.

Depreciación y Amortizaciones

Para el cálculo de la depreciación y amortizaciones se observó el comportamiento histórico de la relación Depreciación/Activo Bruto y se tomó la relación del 2010 para la proyección, 12.02%. Este porcentaje de depreciación, equivalente a 8,32 años, se aplicó al valor del activo fijo bruto, el cual incluye el valor del mismo reportado en el balance general a diciembre 31 de 2010 más el valor de las nuevas inversiones proyectadas para cada uno de los escenarios.

Para el 2010, el valor de la depreciación total se afectó incrementándose significativamente respecto de los años anteriores 15.5%, debido a un saldo adicional detallado como amortización de otros activos. Dicho saldo corresponde a los costos y gastos de producción de La Mina La Ye incurridos desde enero del 2009 hasta mayo de 2010, periodo en el cual no se reportó ni producción ni ingresos, ya que no se realizó el beneficio del mineral por retrasos en el arranque de la planta de beneficio, y los cuales se constituyeron como un mayor valor del proyecto. Se considera que el valor adicional amortizado en el 2010 por otros activos es un hecho aislado, por lo que se excluye dicho valor para el cálculo de la tasa de depreciación.

Costo promedio ponderado del capital – tasa de descuento

La tasa de descuento de los flujos de caja la calculamos de acuerdo al costo promedio ponderado de capital mediante el método CAPM, considerando la estructura de capital esperada, el costo del capital (patrimonio) y el costo de la deuda para el periodo estudiado tanto en dólares como en pesos.

Para la valoración se utilizó el procedimiento de *Rolling WACC*. Se calculó el costo del capital en moneda constante para cada uno de los años de la proyección, y se ajustó en cada año de acuerdo con la inflación esperada para el mismo periodo.

Para realizar los análisis de sensibilidad variando el costo del capital, se obtiene una tasa de descuento única para aplicar a los flujos de caja libre y valor de perpetuidad denominada WACC implícito. Esta tasa de descuento produce el mismo valor de las operaciones obtenido al valorar con *Rolling WACC*.

El Beta utilizado para hallar el WACC fue tomado de los datos publicados por el profesor Aswath Damodaran²⁵.

Tabla N.13 –WACC

WACC	2011	2012	2013	2014	2015
Escenario 1	15.55%	17.41%	16.94%	16.54%	16.20%
Escenario 2	15.55%	16.89%	15.50%	14.65%	13.62%
Escenario 3	15.55%	16.89%	15.50%	14.65%	13.62%
Escenario Ponderado	15.55%	17.02%	15.86%	15.12%	14.26%

WACC	2016	2017	2018	2019	2020
Escenario 1	16.15%	16.15%	16.15%	16.15%	16.15%
Escenario 2	13.06%	12.77%	12.89%	13.15%	13.56%
Escenario 3	13.06%	12.77%	12.89%	13.15%	13.56%
Escenario Ponderado	13.84%	13.61%	13.71%	13.90%	14.21%

²⁵ DAMODARAN ONLINE. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (14 Ene.2011)

El WACC presenta un comportamiento variable al estar ligado a las inversiones que realiza la compañía y que suponen un cambio en su estructura de capital, lo que causa unos incrementos durante los primeros años en los que se realizan las mayores inversiones en exploración, cayendo en los últimos años en la medida que concentran sus recursos en la operación lo que permite mantener una menor proporción de deuda.

Valor de continuidad

El año 2021 (un año más respecto del periodo relevante), constituye el primer año de la perpetuidad. Se considera que Mineros S.A. alcanza en el 2020 su periodo de estabilización, una vez materializada su estrategia, por lo que la producción no continúa en crecimiento. Es por dicha razón que no se asume una tasa de crecimiento g , y el valor de continuidad se calcula bajo un método conservador.

Para el FCL del primer año de perpetuidad se toma el supuesto de que la inversión en activos fijos es igual a la depreciación del mismo periodo.

Endeudamiento

Mineros S.A. hasta el 2010 reportó niveles de endeudamiento mínimos, esto debido a políticas internas de la compañía de financiar sus proyectos de crecimiento, modernización y mantenimiento con capital propio y a los excesos de liquidez reportados por la compañía. Sin embargo, de acuerdo con los ambiciosos planes de crecimiento de la compañía que buscan incrementar la producción en un 400% al 2020, la compañía deberá recurrir a fuentes de financiación externa para soportar las inversiones necesarias que sustentarán la materialización de su estrategia.

Es por dicha razón que para los escenarios 2 y 3, Mega 2020 sin adquisiciones y Mega 2020 respectivamente, se asumen niveles de endeudamiento del 50% del valor de las inversiones en activos fijos a partir del 2012.

Para las adquisiciones, se considera el supuesto de que el 100% del valor de la inversión es financiado con deuda.

Impuestos aplicados

Para la proyección de los impuestos aplicados, se calcula el impuesto pagado en efectivo a partir del ajuste del saldo inicial y final de impuestos, anticipos del periodo actual y periodo anterior, impuesto causado e impuesto al patrimonio.

Para el cálculo del impuesto causado se aplicó la tasa proyectada de impuesto a la renta del 33% a la utilidad operativa ajustada con los gastos financieros y el impuesto del 4 x 1000.

Para el cálculo de los impuestos se tuvieron en cuenta las siguientes tarifas y deducciones según el Estatuto Tributario vigente:

La Reforma Tributaria 2010 eliminó a partir del año 2011 la posibilidad de utilizar la deducción por Inversión en Activos Fijos, por lo cual la última vez que se pudo utilizar esta figura fue en la Declaración de Renta 2010. Dicha modificación se ve reflejada en un incremento significativo en la tasa de impuesto en efectivo para la compañía a partir del 2011 respecto de los años anteriores, donde las deducciones por dicho concepto representaron reducciones importantes en los valores de impuesto de renta declarados.

Tabla N.14 – Impuestos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017-2020
Impuesto de renta	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Impuesto al patrimonio	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Tasa gravamen financiero	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
% No deducible	75%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
% Ingresos nacionalizados	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
% de liquidación de la producción	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%

Cuatro por mil (4 x 1.000):

La tarifa del gravamen a los movimientos financieros (GMF) se reducirá así:

- Al dos por mil (2x1.000) en los años 2014 y 2015
- Al uno por mil (1x 1.000) en los años 2016 y 2017
- Al cero por mil (0x1.000) en los años 2018 y siguientes.

Deducibilidad del gravamen a los movimientos financieros (GMF) en las declaraciones de renta:

A partir del año 2007 la Ley autorizó que los declarantes de renta puedan deducir en sus declaraciones de renta el 25% del GMF que se haya generado durante el año que se declara.

En la Reforma Tributaria 2010 se autoriza que a partir del año 2013 se pueda deducir el 50% del gravamen a los movimientos financieros certificado.

Impuesto al patrimonio:

La tarifa del impuesto al patrimonio es la siguiente:

- Del cuatro punto ocho por ciento (4.8%) para patrimonios cuya base gravable sea igual o superior a cinco mil millones de pesos (\$5.000.000.000).

Adicionalmente debido a la emergencia invernal se hizo el siguiente ajuste (el impuesto al patrimonio lo comenzarán a pagar personas con un patrimonio líquido superior a los mil millones de pesos):

- Para los patrimonios de más de 5 mil millones de pesos, la sobretasa también es del 25 por ciento sobre la tarifa actual que es de 4,8 por ciento.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Mineros S.A. www.mineros.com.co
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC) www.bvc.com.co
- Data IFX www.dataifx.com
- Bloomberg.
- Interbolsa S.A.
- Mineros S.A. Informe Financiero 2006
- Mineros S.A. Informe Financiero 2007
- Mineros S.A. Informe Financiero 2008
- Mineros S.A. Informe Financiero 2009
- Mineros S.A. Informe Financiero 2010
- Gold InfoMine www.gold.infomine.com
- Ministerio de Minas www.minminas.gov.co
- Greystar Resources Ltd. www.greystarresources.com
- Medoro Resources Ltd. www.medororesources.com
- Cambrigde Mineral Resources www.cambmin.co.uk
- Goldcorp Inc. www.goldcorp.com
- Gold Fields www.goldfields.co.za
- Anglo Gold Ashanti www.anglogold.com
- Newmont Mining Corporation www.newmont.com
- Barrick Gold Corporation www.barrick.com
- Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales www.dian.gov.co
- Revista Dinero. Edición Online www.dinero.com
- Diario La Republica. Edición Online. www.larepublica.com.co

BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Balance General	2006	2007	2008	2009	2010
Disponible y equivalentes en efectivo	70,806	99,559	45,299	80,376	103,647
Deudores	10,992	12,834	16,105	17,147	21,001
Otros	716	3,234	2,142	2,506	4,714
Total Activo Corriente	81,798	112,392	61,404	97,522	124,648
Total PPE	31,925	46,584	81,612	117,164	119,206
Deudores de largo plazo	-	-	-	5,138	5,584
Inventarios	10,977	14,636	27,616	22,181	25,221
Inversiones permanentes	27,239	6,274	10,367	13,209	17,095
Otros Activos	7,873	16,997	30,921	58,378	67,790
Valorizaciones	14,645	12,928	63,927	43,030	61,015
Total Activo Largo Plazo	92,659	97,420	214,442	259,101	295,911
Total Activos	174,457	209,812	275,847	356,623	420,559
Cuentas de Orden	41,563	127,601	111,336	110,377	-
Obligaciones financieras	3,370	3,272	1,669	77	87
Proveedores	2,079	2,617	3,542	2,620	3,541
Cuentas por pagar	5,926	3,228	3,548	9,604	9,565
Impuestos, Gravámenes y tasas	12,789	2,411	9,472	13,446	16,099
Obligaciones laborales	2,422	2,198	2,882	2,952	3,277
Dividendos	3,723	4,673	5,516	6,002	6,769
Otros pasivos	-	-	-	9,659	-
Total pasivo Corriente	30,309	18,398	26,630	44,359	39,337
Pasivo Contingente	1,800	-	-	-	-
Pensiones de Jubilación	-	-	-	-	-
Total Pasivo	32,486	18,845	27,136	44,966	40,025
Capital social	159	159	159	159	159
Prima en colocación de acciones	1,551	1,551	1,551	1,551	1,551
Superávit Método de Participación	2,461	31,577	-	7	-
Revalorización del patrimonio	40,157	38,916	37,674	36,433	35,192
Superávit por valorizaciones	14,645	12,928	63,927	43,030	61,015
Ganancias acumuladas	-	-	-	-	-
Reserva para readquisición de acciones	11,191	11,191	11,191	11,191	11,191
Acciones propias readquiridas	(5,611)	(5,611)	(5,611)	(5,611)	(5,611)
Otras reservas apropiadas	39,093	59,761	79,439	110,220	185,167
Utilidad del ejercicio	38,323	40,495	60,380	114,676	91,870
Total Patrimonio	141,970	190,967	248,710	311,657	380,534
Total Pasivo y Patrimonio	174,457	209,812	275,847	356,623	420,559
Cuentas de Orden	41,563	127,601	111,336	110,377	272,984

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Balance Escenario 1	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KWO	(6,692)	14,129	17,972	8,054	11,163	10,933	12,021	17,038	19,556	20,034	20,606	21,189	21,793	22,418	23,066	23,73
Activo Fijo	38,462	61,735	110,481	173,330	184,904	229,692	197,208	208,416	167,106	123,858	102,842	90,433	76,085	67,244	61,209	59,25
Total	31,770	75,864	128,453	181,384	196,067	240,625	209,229	225,454	186,662	143,892	123,447	111,622	97,879	89,663	84,275	82,99
Activo Financiero	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo Financiero	(8,893)	(7,944)	(7,186)	(15,737)	(6,856)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimonio	(127,325)	(178,039)	(184,784)	(268,627)	(319,519)	(342,899)	(311,068)	(325,637)	(294,180)	(252,317)	(227,495)	(216,025)	(202,794)	(195,524)	(189,805)	(187,94)
Total	(31,770)	(75,864)	(128,453)	(181,384)	(196,067)	(240,625)	(209,229)	(225,454)	(186,662)	(143,892)	(123,447)	(111,622)	(97,879)	(89,663)	(84,275)	(82,99)
Balance Escenario 2	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KWO	(6,692)	14,129	17,972	8,054	11,163	10,933	12,682	18,416	24,418	27,356	32,950	38,729	42,371	43,579	44,828	46,12
Activo Fijo	38,462	61,735	110,481	173,330	184,904	275,328	278,045	356,073	367,632	408,196	445,898	432,453	368,004	311,053	260,433	220,61
Total	31,770	75,864	128,453	181,384	196,067	286,261	290,727	374,489	392,051	435,552	478,848	471,183	410,375	354,632	305,261	266,73
Activo Financiero	104,448	110,119	63,517	102,981	130,308	102,274	101,840	100,184	107,517	108,425	104,048	104,403	104,915	105,862	105,530	104,95
Pasivo Financiero	(8,893)	(7,944)	(7,186)	(15,737)	(6,856)	-	(28,756)	(98,306)	(136,556)	(192,010)	(235,957)	(249,400)	(217,130)	(182,629)	(145,740)	(106,29)
Patrimonio	(127,325)	(178,039)	(184,784)	(268,627)	(319,519)	(388,535)	(363,811)	(376,367)	(363,012)	(351,967)	(346,939)	(326,185)	(298,160)	(277,865)	(265,052)	(265,38)
Total	(31,770)	(75,864)	(128,453)	(181,384)	(196,067)	(286,261)	(290,727)	(374,489)	(392,051)	(435,552)	(478,848)	(471,183)	(410,375)	(354,632)	(305,261)	(266,73)
Balance Escenario 3	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KWO	(6,692)	14,129	17,972	8,054	11,163	10,933	12,682	21,399	27,469	30,478	39,370	45,329	49,155	54,043	55,590	57,19
Activo Fijo	38,462	61,735	110,481	173,330	184,904	275,328	349,212	427,240	438,799	558,687	596,389	582,944	606,485	549,534	498,914	459,09
Total	31,770	75,864	128,453	181,384	196,067	286,261	361,894	448,639	466,268	589,165	635,759	628,272	655,640	603,577	554,504	516,28
Activo Financiero	104,448	110,119	63,517	102,981	130,308	102,274	101,840	100,184	107,517	108,425	104,048	104,403	104,915	105,862	105,530	104,95
Pasivo Financiero	(8,893)	(7,944)	(7,186)	(15,737)	(6,856)	-	(94,672)	(158,624)	(190,907)	(313,649)	(344,729)	(344,419)	(338,310)	(284,729)	(227,430)	(166,15)
Patrimonio	(127,325)	(178,039)	(184,784)	(268,627)	(319,519)	(388,535)	(369,062)	(390,199)	(382,878)	(383,942)	(395,078)	(388,256)	(422,245)	(424,709)	(432,604)	(455,08)
Total	(31,770)	(75,864)	(128,453)	(181,384)	(196,067)	(286,261)	(361,894)	(448,639)	(466,268)	(589,165)	(635,759)	(628,272)	(655,640)	(603,577)	(554,504)	(516,28)
Balance Escenario Ponderado	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KWO	(6,692)	14,129	17,972	8,054	11,163	10,933	12,517	18,817	23,965	26,306	31,469	35,994	38,923	40,905	42,078	43,29
Activo Fijo	38,462	61,735	110,481	173,330	184,904	263,919	275,627	336,951	335,292	374,734	397,757	384,571	354,645	309,721	270,247	239,89
Total	31,770	75,864	128,453	181,384	196,067	274,852	288,144	355,768	359,258	401,041	429,225	420,565	393,567	350,626	312,325	283,18
Activo Financiero	104,448	110,119	63,517	102,981	130,308	102,274	101,840	100,184	107,517	108,425	104,048	104,403	104,915	105,862	105,530	104,95
Pasivo Financiero	(8,893)	(7,944)	(7,186)	(15,737)	(6,856)	-	(38,046)	(88,809)	(116,005)	(174,417)	(204,161)	(210,805)	(193,143)	(162,497)	(129,728)	(94,68)
Patrimonio	(127,325)	(178,039)	(184,784)	(268,627)	(319,519)	(377,126)	(351,938)	(367,143)	(350,770)	(335,048)	(329,113)	(314,163)	(305,340)	(293,991)	(288,128)	(293,45)
Total	(31,770)	(75,864)	(128,453)	(181,384)	(196,067)	(274,852)	(288,144)	(355,768)	(359,258)	(401,041)	(429,225)	(420,565)	(393,567)	(350,626)	(312,325)	(283,18)

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Estado de resultados	2006	2007	2008	2009	2010
Producción de Metales preciosos	120,458	99,937	132,860	188,431	228,615
Costos de Producción	66,936	54,774	68,942	88,845	129,860
Utilidad Bruta	53,523	45,163	63,918	99,586	98,754
Gastos de Administración	4,301	4,388	5,952	7,850	9,929
Utilidad Operativa	49,222	40,775	57,966	91,736	88,825
Ingresos (egresos) no operacionales	8,050	10,571	18,796	45,407	33,012
Ajuste por Inflación	(1,192)	-	-	-	-
Utilidad antes de impuesto	56,080	51,346	76,762	137,143	121,838
Impuesto de Renta	(17,757)	(10,851)	(16,382)	(22,467)	(29,968)
Utilidad Neta	38,323	40,495	60,380	114,676	91,870
Número de Acciones en circulación	262	262	262	262	262
Utilidad Neta por Acción	146.44	154.74	230.72	438.21	351.06

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Estado de resultados Escenario 1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Producción de Metales preciosos	307,826	321,132	471,012	511,355	500,050	500,050	500,050	500,050	500,050	500,050	500,050
Costos de Producción	(161,556)	(176,750)	(237,015)	(268,918)	(278,575)	(264,125)	(263,462)	(273,622)	(276,626)	(282,628)	(287,661)
Utilidad Bruta	146,270	144,382	233,997	242,438	221,475	235,925	236,588	226,428	223,424	217,422	212,389
Gatos de Administración	(13,028)	(13,443)	(18,563)	(19,616)	(19,183)	(19,183)	(19,183)	(19,183)	(19,183)	(19,183)	(19,183)
Utilidad Operativa	133,242	130,939	215,434	222,821	202,292	216,742	217,406	207,245	204,241	198,240	193,207
Ingresos (egresos) no operacionales	43,062	44,923	65,890	71,534	69,952	69,952	69,952	69,952	69,952	69,952	69,952
Ajuste por Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuesto	176,304	175,862	281,324	294,355	272,244	286,695	287,358	277,197	274,193	268,192	263,159
Impuesto de Renta	(54,665)	(49,040)	(69,762)	(78,496)	(68,550)	(70,395)	(71,739)	(69,241)	(67,647)	(65,914)	(64,173)
Utilidad Neta	121,639	126,822	211,563	215,859	203,695	216,300	215,619	207,956	206,546	202,278	198,985
Estado de resultados Escenario 2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Producción de Metales preciosos	307,826	338,424	507,851	641,751	690,069	815,081	937,594	1,000,100	1,000,100	1,000,100	1,000,100
Costos de Producción	(167,789)	(195,793)	(274,475)	(354,108)	(406,813)	(462,050)	(527,551)	(575,384)	(585,205)	(596,798)	(604,550)
Utilidad Bruta	140,037	142,631	233,376	287,643	283,256	353,032	410,043	424,715	414,895	403,302	395,549
Gatos de Administración	(13,028)	(14,048)	(19,660)	(22,982)	(23,850)	(26,133)	(27,763)	(28,364)	(28,364)	(28,364)	(28,364)
Utilidad Operativa	127,009	128,582	213,717	264,661	259,406	326,899	382,280	396,351	386,531	374,937	367,185
Ingresos (egresos) no operacionales	43,062	47,342	71,043	89,775	96,534	114,022	131,160	139,904	139,904	139,904	139,904
Ajuste por Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuesto	170,071	175,924	284,760	354,435	355,940	440,921	513,440	536,255	526,435	514,842	507,090
Impuesto de Renta	(53,122)	(47,444)	(67,244)	(85,621)	(81,715)	(96,706)	(115,356)	(123,749)	(123,181)	(120,276)	(118,230)
Utilidad Neta	116,948	128,480	217,516	268,815	274,225	344,215	398,084	412,506	403,254	394,565	388,860
Estado de resultados Escenario 3	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Producción de Metales preciosos	307,826	338,424	595,563	726,977	773,411	981,765	1,104,277	1,166,783	1,250,125	1,250,125	1,250,125
Costos de Producción	(167,789)	(195,793)	(305,693)	(386,513)	(440,401)	(531,610)	(599,545)	(649,899)	(700,888)	(716,531)	(728,473)
Utilidad Bruta	140,037	142,631	289,870	340,464	333,010	450,155	504,732	516,884	549,236	533,594	521,651
Gatos de Administración	(13,028)	(14,048)	(22,956)	(25,913)	(26,601)	(31,150)	(32,331)	(32,703)	(34,830)	(34,830)	(34,830)
Utilidad Operativa	127,009	128,582	266,914	314,551	306,409	419,006	472,401	484,182	514,406	498,764	486,821
Ingresos (egresos) no operacionales	43,062	47,342	83,314	101,697	108,193	137,339	154,478	163,222	174,880	174,880	174,880
Ajuste por Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuesto	170,071	175,924	350,227	416,248	414,601	556,345	626,878	647,403	689,287	673,644	661,702
Impuesto de Renta	(53,122)	(46,283)	(78,974)	(101,036)	(94,845)	(120,524)	(142,693)	(149,850)	(159,120)	(158,949)	(155,994)
Utilidad Neta	116,948	129,641	271,253	315,212	319,757	435,821	484,186	497,553	530,167	514,695	505,708
Estado de resultados Escenario Ponderado	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Producción de Metales preciosos	307,826	334,101	520,569	630,459	663,400	777,994	869,878	916,758	937,594	937,594	937,594
Costos de Producción	(166,231)	(191,032)	(272,914)	(340,912)	(383,150)	(429,958)	(479,527)	(518,573)	(536,981)	(548,189)	(556,309)
Utilidad Bruta	141,595	143,068	247,655	289,547	280,249	348,036	390,352	398,186	400,612	389,405	381,285
Gatos de Administración	(13,028)	(13,897)	(20,210)	(22,873)	(23,371)	(25,649)	(26,760)	(27,153)	(27,685)	(27,685)	(27,685)
Utilidad Operativa	128,567	129,171	227,445	266,673	256,878	322,386	363,591	371,032	372,927	361,720	353,600
Ingresos (egresos) no operacionales	43,062	46,737	72,823	88,195	92,803	108,834	121,688	128,246	131,160	131,160	131,160
Ajuste por Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuesto	171,629	175,909	300,268	354,868	349,682	431,220	485,279	499,278	504,088	492,880	484,760
Impuesto de Renta	(53,508)	(47,553)	(70,806)	(87,693)	(81,706)	(96,083)	(111,286)	(116,648)	(118,282)	(116,354)	(114,157)
Utilidad Neta	118,121	128,356	229,462	267,175	267,975	335,138	373,993	382,630	385,805	376,526	370,603

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Flujo Caja Historico	2007	2008	2009	2010
UODI	27,441	37,813	58,575	38,022
+ Depreciación y amortizaciones	10,922	10,681	19,714	34,704
FLUJO DE CAJA BRUTO	38,364	48,494	78,290	72,726
- Incremento del KTNO	(14,129)	(17,972)	(8,054)	(11,163)
- Inversión en activos fijos	(23,273)	(48,746)	(62,849)	(11,575)
FLUJO DE CAJA LIBRE	961	-18,224	7,387	49,989

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda \$)

Escenario 1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
UODI	78,577	81,899	145,672	144,326	133,742	146,348	145,667	138,003	136,594	132,325	129,033
+ Depreciación y amortizaciones	45,682	47,485	55,502	57,440	59,379	37,147	28,539	30,478	24,972	22,165	22,165
FLUJO DE CAJA BRUTO	124,259	129,384	201,174	201,766	193,121	183,495	174,206	168,481	161,565	154,491	151,199
- Incremento del KTNO	230	(1,088)	(5,017)	(2,518)	(478)	(572)	(584)	(604)	(625)	(647)	(670)
- Inversión en activos fijos	(91,247)	(15,000)	(66,710)	(16,131)	(59,379)	(37,147)	(28,539)	(30,478)	(24,972)	(22,165)	(18,082)
FLUJO DE CAJA LIBRE	33,242	113,295	129,447	183,117	133,264	145,776	145,083	137,399	135,969	131,678	132,447

Escenario 2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
UODI	73,886	81,138	146,473	179,040	177,691	230,193	266,923	272,602	263,350	254,661	248,955
+ Depreciación y amortizaciones	51,916	59,378	78,146	90,399	108,288	100,757	100,697	105,648	99,028	93,605	83,745
FLUJO DE CAJA BRUTO	125,802	140,516	224,619	269,439	285,979	330,951	367,620	378,250	362,377	348,266	332,701
- Incremento del KTNO	230	(1,750)	(5,733)	(6,003)	(2,938)	(5,594)	(5,779)	(3,642)	(1,208)	(1,250)	(1,294)
- Inversión en activos fijos	(143,116)	(62,095)	(156,175)	(101,958)	(148,852)	(138,459)	(87,252)	(41,199)	(42,077)	(42,985)	(43,925)
FLUJO DE CAJA LIBRE	-17,084	76,672	62,711	161,479	134,189	186,898	274,589	333,409	319,093	304,031	287,482

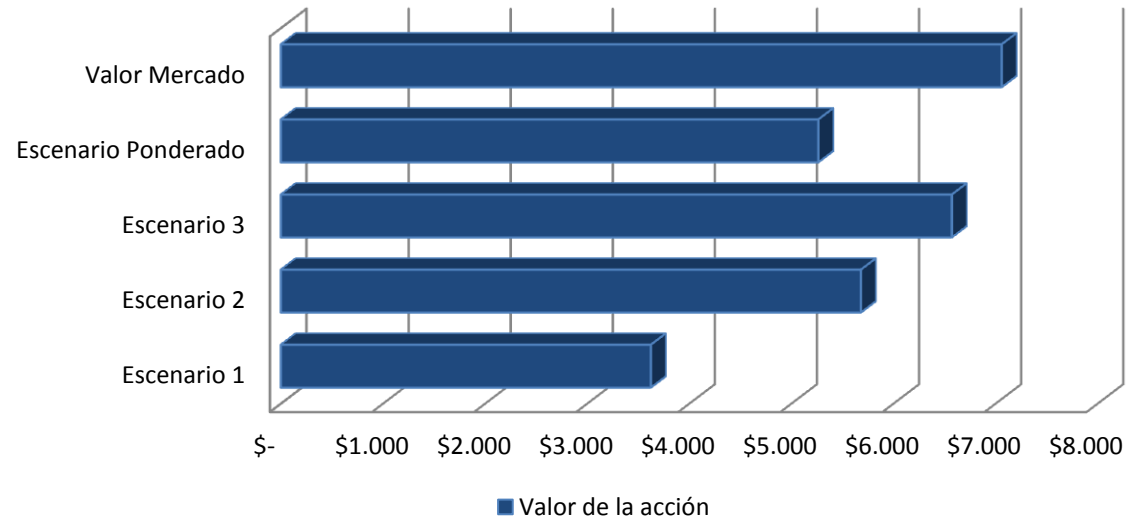
Escenario 3	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
UODI	73,886	82,299	187,939	213,514	211,564	298,481	329,708	334,331	355,286	339,815	330,827
+ Depreciación y amortizaciones	51,916	59,378	78,146	90,399	108,288	100,757	100,697	105,648	99,028	93,605	83,745
FLUJO DE CAJA BRUTO	125,802	141,677	266,086	303,914	319,852	399,238	430,405	439,979	454,314	433,420	414,573
- Incremento del KTNO	230	(1,750)	(5,733)	(6,003)	(2,938)	(5,594)	(5,779)	(3,642)	(1,208)	(1,250)	(1,294)
- Inversión en activos fijos	(143,116)	(62,095)	(156,175)	(101,958)	(148,852)	(138,459)	(87,252)	(41,199)	(42,077)	(42,985)	(43,925)
- Inversión en activos fijos	(0)	(71,167)	(0)	(0)	(79,324)	(0)	(0)	(87,990)	(0)	(0)	(0)
FLUJO DE CAJA LIBRE	-17,084	6,666	104,178	195,953	88,738	255,186	337,373	307,148	411,030	389,185	369,354

Escenario Ponderado	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
UODI	75,059	81,618	156,639	178,980	175,172	226,304	252,305	254,385	254,645	245,366
+ Depreciación y amortizaciones	50,357	56,405	72,485	82,160	96,061	84,855	82,658	86,856	80,514	75,745
FLUJO DE CAJA BRUTO	125,416	138,023	229,125	261,140	271,233	311,159	334,963	341,240	335,159	321,111
- Incremento del KTNO	230	(1,584)	(5,554)	(5,132)	(2,323)	(4,338)	(4,480)	(2,882)	(1,062)	(1,099)
- Inversión en activos fijos	(130,149)	(68,113)	(133,809)	(80,501)	(146,315)	(113,131)	(72,574)	(60,516)	(37,800)	(37,780)
FLUJO DE CAJA LIBRE	-4,503	68,326	89,762	175,507	122,595	193,689	257,908	277,842	296,296	282,232

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (Miles con punto, decimales con coma, moneda \$) A DICIEMBRE DE XXXX

Escenarios FCL	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario Ponderado
VP de los FCL del periodo relevante	656,305	828,659	906,165	796,357
VP del valor de continuidad VC	179,658	545,770	701,199	468,882
Valor de Operación	835,963	1,374,428	1,607,364	1,265,239
+ Inversiones Temporales	102,762	102,762	102,762	102,762
+ Otros Activos	17,203	17,203	17,203	17,203
- Otros Pasivos	7,544	7,544	7,544	7,544
Valor del Patrimonio	948,385	1,486,850	1,719,786	1,377,660
Acciones en circulacion	262	262	262	262
Valor fundamental	3.62	5.68	6.57	5.26
Cierre al 02 Marzo 2011	7.06	7.06	7.06	7.06
Potencial de valorización	-48.67%	-19.52%	-6.92%	-25.43%

Valoración por Escenarios FCL



Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son reportes de valoración de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Programa Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/burkenroad.aspx>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia - Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 ext. 9585