

**Setiembre 17, 2012**

**MINSUR S.A.**

TICKER: MINSURI1

**Recomendación de inversión:** Compra moderada.

- Tercer lugar a nivel mundial en la producción de estaño, no tiene competidores a nivel local.
- Alta liquidez, apalancamiento financiero casi nulo.
- Diversificación y expansión con nuevo proyecto minero Pucamarca.
- A mediano plazo, la posible reducción de valor en el negocio del estaño se compensará con mayores inversiones en subsidiarias.

**Precio de la acción** PEN 3.23

	2008	2009	2010	2011
Utilidad Neta (PEN/miles)	908,204	692,706	1059,566	794,845
Acciones en Circulación	383,427,519	383,427,519	980,220,856	980,220,856
Utilidad por Acción (UPA)	2.37	1.81	1.08	0.81

**Valuación (Miles de PEN)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Flujo de Caja libre VAN PEN	729,543	748,995	740,476	747,892	713,967	784,893	810,193
	6,915,457						

**Costo de Capital**

Tasa Libre de Riesgo	4.78%	Pasivo no Corriente (PNC)	83,963 PEN
Prima de Mercado	4.22%	Patrimonio (PAT)	4,756,807 PEN
Tasa Riesgo País	1.99%	Beta apalancado	1.434
Costo del Accionista (re)	12.77%	Beta del Sector	1.43
CPPC	12.79%		

### Perfil General de la Empresa

Ubicación: **Mina San Rafael en Puno y la Planta de refinación en Ica, Perú**

Industria: **Minería**

Descripción: **Empresa privada que se dedica a la exploración, explotación y transformación de recursos minerales.**

**Productos y Servicios:** Actividades de explotación, transformación y refinación del mineral de estaño así como exploración de nuevos yacimientos de minerales.

**Dirección de Internet:** [www.minsur.com.pe](http://www.minsur.com.pe)

#### Analistas:

Magali Gamero [mgamero@pucp.pe](mailto:mgamero@pucp.pe)  
 Vanessa Rios [rios.vanessa@pucp.pe](mailto:rios.vanessa@pucp.pe) |  
 María Laura Valdivia [laura.valdivia@pucp.pe](mailto:laura.valdivia@pucp.pe)  
 Luis Miguel Chávez [lmchavezv@pucp.pe](mailto:lmchavezv@pucp.pe)  
 Christian Koenig [christian.koenig@pucp.pe](mailto:christian.koenig@pucp.pe)

#### Director de investigación:

Eduardo Court  
[ecourt@pucp.edu.pe](mailto:ecourt@pucp.edu.pe)

#### Asesor:

Miguel Panéz  
[mpanez@pucp.edu.pe](mailto:mpanez@pucp.edu.pe)

## EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCION



Figura 1. Evolución del Precio de la Acción de MINSUR S.A.  
Nota. Bolsa de Valores de Lima

## RESUMEN DE INVERSIÓN

Se le otorga a MINSUR S.A. la calificación de desempeño por encima del mercado sobre la base de la proyección del aumento del precio de la acción desde PEN 2.59 del 14/09/2012 a PEN 3.23 a 12 meses. Se utilizó el método de Flujos de caja libres descontados. Para construir los flujos de caja se realizaron proyecciones sobre la base del desempeño histórico de la empresa de los cuatro últimos años (2008-2011), el plan estratégico de la empresa para los próximos cinco años, el desarrollo del sector, variables macroeconómicas locales y del exterior y el comportamiento de los mercados. La empresa se encuentra en una etapa de búsqueda de valor mediante la diversificación de productos ya que, a pesar de que no tiene competidores en la producción de estaño localmente, reduciría su riesgo operacional si logra desarrollar proyectos de otros minerales como Pucamarca que se encuentra en proceso de funcionamiento.

## TESIS DE INVERSIÓN

MINSUR S.A. posee el 12% de participación de la producción mundial de estaño, ocupando el tercer lugar en el ranking mundial, después de China Yunnan y Timah Persero de Indonesia. A nivel local no tiene competidores, es la única empresa productora de estaño en el Perú.

Como parte de su plan de expansión, la empresa continua actividades de desarrollo, en particular en su unidad minera San Rafael, para alcanzar la máxima explotación de reservas del mineral; y, de exploración, en localidades cercanas a San Rafael, para encontrar nuevas reservas de estaño.

Dentro de sus planes de diversificación, incluidos en su plan estratégico, cuenta con un proyecto de exploración de oro y plata en Tacna, cerca a la frontera con Chile, llamado Pucamarca. Se estima que esta mina, que cuenta con 34 MM de TM con leyes de 0.72 g/t de oro y 6.97 g/t de plata y que iniciará sus operaciones de extracción de mineral durante el primer trimestre del año 2013, produzca 70,000 onzas de oro anuales por diez años.

Como parte de su plan de crecimiento, MINSUR S.A. mantiene inversiones en subsidiarias, en particular en Minera Latinoamericana S.A.C. donde tiene una participación de casi 100%. A su vez, Minera Latinoamericana tienen una participación de 50% de la Minera Taboca en Brasil. Se espera que en el transcurso de los siguientes cuatro años esta mina incremente su producción de estaño en cuatro veces más.

Se trata de una empresa sólida que muestra un gran exceso de liquidez producto de los ingresos por ventas de estaño, el buen manejo de los costos de producción y las acertadas políticas comerciales, de mantenimiento de inventarios y de pago a proveedores; el período medio de cuentas por cobrar es de 30 días, lo que permite acortar el ciclo de conversión de efectivo; además, no posee cuentas incobrables de clientes.

La estructura de capital está conformada básicamente por capital propio, casi no posee apalancamiento, su deuda es a largo plazo y constituye sólo 0.38% de los recursos totales.

Gracias a sus altos niveles de liquidez y su estructura de capital, la empresa puede realizar inversiones en nuevos proyectos, el mejoramiento de los existentes, aportes en compañías relacionadas y el reparto de atractivos dividendos en efectivo.

Adicionalmente, la posición favorable neta de caja es una fortaleza que le permitirá a la empresa un manejo óptimo ante las complicadas condiciones económicas y financieras globales generadas por el deterioro en sus principales mercados, EEUU y Europa, que concentran el 97% de sus ventas y el incremento de los costos de los insumos. Por lo tanto, se prevé, en el mediano plazo, menores ingresos por ventas y un incremento de los costos de producción que reducirán el margen bruto en relación al año 2011, pese a ello los márgenes brutos seguirán siendo altos. Esta situación podrá ser revertida en el largo plazo, con el crecimiento gradual de la ventas. La disminución del valor de su negocio original, producción de

## VALUACIÓN

estaño, es compensada con la mayor inversión en subsidiarias, 47% del activo total a diciembre de 2011.

La empresa se valorizó mediante las proyecciones de los flujos de caja libre a 10 años a partir del 2012, descontados al costo promedio ponderado del capital de 12.79% . La tasa de crecimiento de largo plazo es de 3.08%.

El costo promedio ponderado de capital se ha obtenido a partir de:

Tabla 1.

*Magnitudes para calcular el Costo Promedio Ponderado del Capital*

% recursos propios sobre recursos totales (palanca financiera)	99.62%
% de deuda sobre recursos totales	0.38%
Costo de los recursos propios (Ke)	12.82%
Costo de la deuda antes de impuestos (Kd)	8.00%
Tasa impositiva	30.00%
Rentabilidad libre de riesgo (Rf)	4.78%
Prima de mercado	4.22%
Riesgo país	1.99%
Beta	1.43%
Beta apalancado	1.434%
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	12.79%

Nota. Elaboración propia.

El valor fundamental de la acción resultante es PEN 2.86 y el precio objetivo de la acción a 12 meses, PEN 3.23. La última cotización se registró el 14/09/2012 y fue PEN 2.59. Por tanto, se recomienda comprar la acción porque se espera que el precio de esta suba en el mediano plazo.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El desempeño de los participantes de la industria minera se frenó globalmente en el año 2011. Las ganancias netas de Minsur cayeron 47.5% en el segundo trimestre de 2012. El desempeño general del sector minero redujo su crecimiento en casi 2% para los resultados anuales hasta Julio de 2012. Este desempeño venido a menos está marcado por bajos ingresos y altos costos. Los precios de metales han tenido fuertes caídas últimamente,

las empresas mineras hallan menores leyes minerales en sus operaciones. En el caso de MINSUR S.A., adicionalmente se incurrió en más gastos relacionados con la mayor inversión en la nueva mina de oro en Pucamarca.

Según el Mineral Commodity Summary 2011 del United States Geological Survey (USGS), se extrajo 253,000 TM de estaño en el mundo, en el año 2011. El 67% de la producción global proviene de Asia; el 27%, de América, y el resto, de Australia, Europa, África y el resto del mundo. El país de mayor producción primaria de estaño es China con 110,000 TM al año. La mayor parte de la producción doméstica se consume en su país. Indonesia es el segundo productor y el mayor exportador a nivel global. Perú ocupa el tercer puesto, debido principalmente a MINSUR S.A. Mientras la producción mundial se contrajo 5%, el Perú expandió su producción en 2%.

Tabla 2.

*Ranking de Mayores Productores Mundiales de Estaño (en TM)*

País	2010	2011	Cambio de 2010 a 2011 en %	Participación en el total (2011) en %	Reservas
China	120.000	110.000	-8%	43%	1.500.000
Indonesia	56.000	51.000	-9%	20%	800.000
Perú	33.800	34.600	2%	14%	310.000
Bolivia	20.200	20.700	2%	8%	400.000
Brasil	11.000	12.000	9%	5%	590.000
Otros	24.000	24.700	3%	10%	1.200.000
TOTAL	265.000	253.000	-5%		4.800.000

Nota. United States Geological Survey USGS

Los principales drivers del mercado son: la demanda por insumos para la industria de electrónicos en Asia, en crecimiento, y la producción mundial de estaño, en disminución. Debido al exceso de demanda, los precios de estaño probablemente subirán a corto plazo. En este contexto, una desaceleración global o nuevos productores de estaño pueden aumentar los precios del estaño en el mediano plazo.

El precio del estaño ha caído desde máximos que no se veían desde hace más de año y medio (mayores a US\$ 19,000/TM) a US\$ 17,500/TM. Los factores de oferta deberían ofrecer un soporte al precio debido a que no existen muchos signos de que la oferta tendrá un buen desempeño.

El comportamiento de la oferta como el aumento de la demanda llevarían a que el precio de estaño cierre en US\$18,152/TM este año. La expectativa de producción, la ampliación de la planta y la puesta en operación del proyecto Bofedal II llevan a estimar que la oferta del mineral extraído por MINSUR S.A. debe ser constante y en línea con la demanda. Sin embargo, la demanda de MINSUR S.A. se ha contraído debido a la crisis y a la contracción de la demanda de Europa y EE.UU. (97%) por lo que, a pesar de proyectar un incremento de precios del estaño a corto plazo, se estima una reducción de sus ventas para los siguientes tres años.

En el año 2011 el precio promedio del estaño alcanzó el valor récord de USD 26,102 por TM debido a que la demanda fue mayor a la oferta, principalmente por una caída en los stocks de China e Indonesia, los mayores productores de este metal (en el caso de China por dificultad en obtener insumos para sus fundiciones y, en el caso de Indonesia, por la aplicación de controles que han permitido el cierre de minas ilegales).

### **La Demanda**

La demanda mundial de estaño fue de 383,500 TM en el año 2011. A pesar de la Crisis, sigue creciente y estable. China es el principal comprador mundial porque, a pesar de tener la mayor producción mundial, también importa 16,500 TM al año. Además, la demanda puede crecer debido a nuevos usos en la industria automotriz, el acero, las células solares, los combustibles, la medicación para animales, la pasta de dientes, las pilas y los inhibidores de incendios, entre otros.

En el 2012, la demanda de la industria electrónica se recupera ligeramente con respecto al año 2011. La incertidumbre de la economía internacional afectaría la demanda de los principales países que compran estaño.

### **La Oferta**

En el mercado global se ofrece estaño de producción primaria y también de producción secundaria. La primaria se compone de la extracción del mineral de minas, ríos o zonas litorales. Solo un 20% de las reservas globales son extraíbles de minas hoy en día. El 80% restante, se encuentra en ríos o zonas litorales de Asia. El año 2011, la producción mundial cayó debido al cierre de minas ilegales en Indonesia y a la resultante dificultad para obtener insumos para las fundiciones en China. A pesar de ello, la demanda superó la oferta en 5,000 TM en el 2011. Esto generó el record histórico en el precio. Debido a la continua insuficiencia de la producción

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

primaria, crece la importancia del reciclaje, que satisface 15% de la demanda mundial. China domina el mercado de reciclaje de estaño.

MINSUR S.A. se constituyó en Perú en 1977, desarrollando actividades que comprenden la industria minera. Es subsidiaria de Inversiones Breca S.A. la cual posee el 100% de las acciones representativas de su capital social. Cotiza en la Bolsa de Valores de Lima desde el año 1999.

Es propietaria de más del 25% del capital social de Minera Carabaya S.A. en liquidación, de Cumbres Andinas S.A., Servicios Aeronáuticos Unidos S.A.C., Minsur USA Inc. y de Minera Latinoamericana S.A.

Actualmente, cuenta con dos unidades de producción: La Unidad Minera San Rafael, ubicada en el departamento de Puno, y la Planta de Fundición y Refinación de Pisco, ubicada en el departamento de Ica. Si bien el campamento minero del Proyecto Pucamarca, ubicado en el departamento de Tacna, ya está construido aún no inicia sus operaciones de explotación de oro pero se espera que lo haga en el primer trimestre de 2013.

### Proyectos de Inversión

- Exploración en las inmediaciones de la Mina San Rafael para identificar nuevos yacimientos de estaño. Para ello, la Gerencia viene realizando las acciones necesarias como solicitar a las autoridades pertinentes los permisos ambientales que permitan la exploración subterránea. Se estima que a mediados del 2012 estará en condiciones de presentar las declaraciones de impacto ambiental que correspondan.
- Procesamiento de la Cancha de Relaves Bofedal II: Se estima que la cantidad de relave disponible para ser reprocesado ascienda a 5.4 millones de metros cúbicos (7.7 millones de TM). Viene diseñando una planta de procesamiento del relave de la que se estima obtener una producción de concentrados de estaño de 70 toneladas por día.
- En inversión social y proyectos productivos, la empresa, en el marco de negociaciones de tierras con las comunidades campesinas del área del Proyecto Pucamarca, ha comprometido fondos para la inversión en proyectos de desarrollo sostenible de estas.

### Clientes

MINSUR S.A. comercializa su producción a nivel internacional por medio de dos agentes de venta de metales:

- Wildshaw Limited, con sede en Londres, se ocupa de la distribución en Europa y América del Sur.
- Amalgamet Inc., con sede en Nueva York, se encarga de la distribución en los Estados Unidos y Canadá.

La distribución de las ventas de estaño en el 2011 ha sido la siguiente:

Tabla 3.

*Ventas de Estaño de Minsur (TM)*

País	2010	2011	Variación %	Participación %
EEUU	21,101	14,914	-29.3	50.26
Europa	19,413	14,461	-25.5	46.24
Sudamérica	1,473	889	-39.6	3.51
<i>Total</i>	41,987	30,264	-27.9	100.00

Nota. Memoria anual de Minsur, año 2011

### Productos

Actualmente la producción de MINSUR S.A. se centra en el estaño, metal blanco, duro y poco maleable, cuya explotación representa el 12% del total de la producción mundial. Este nivel de producción sitúa a la empresa como el cuarto productor a nivel mundial.

El estaño se utiliza en artículos decorativos, en envases y contenedores de alimentos, aleaciones de bronce (estaño - cobre) pero principalmente en soldaduras para semiconductores, computadoras, aparatos electrónicos, etc., que representa un 50% del consumo industrial mundial de estaño.

El estaño producido por esta empresa posee un alto contenido de pureza, un mínimo de 99.94% de estaño y un máximo de 0.01% de plomo, cumpliendo ampliamente los estándares internacionales BS EN 610:1996 y ASTM-B339-1995, de grado "A". MINSUR presenta el estaño en lingotes de 25 Kg cada uno, distribuidos en paquetes y lotes, de acuerdo a los requerimientos de los clientes. Otras formas de presentación son las granallas y hojuelas, empacadas en bolsas de 500 y/o 1000 kilos cada una.



## ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

MINSUR S.A. es el único proveedor de estaño en el Perú y el mayor proveedor a nivel de Sudamérica. Su mayor competidor es EM Vinto, empresa estatal situada en Bolivia que no cotiza en la bolsa de valores.

Los clientes de MINSUR S.A. son principalmente de Estados Unidos (49%) y Europa (48%), y se dedican a la fabricación de hojalata y aleaciones de cobre. 3% de la producción de Minsur se vende a clientes en Sudamérica.

A nivel global la mayor competencia de MINSUR S.A. está en Asia, siendo los tres competidores más grandes: Yunnan Tin (de China), Malaysia Smelting Corporation (Malaysia) y PT Timah TBK (Indonesia). Estos competidores se dedican a satisfacer la demanda industrial de China.

Tabla 4.

*Mayores Productores de Estaño (producción en TM de estaño refinado)*

Compañía	2009	2010	2011	% Var
Yunnan Tin (China)	55,898	59,180	56,174	-5.10%
MSC Group (Malaysia)	43,862	45,381	46,599	2.70%
PT Timah (Indonesia)	45,086	40,413	38,147	-5.60%
Minsur (Perú)	33,920	36,052	30,205	-16.20%
Thaisarco (Tailandia)	19,300	23,505	23,864	1.50%
Yunnan Chengfeng (China)	14,947	14,155	15,430	9.00%
Guangxi China Tin (China)	10,500	14,300	15,375	7.50%
EM Vinto (Bolivia)	11,805	11,520	10,965	-4.80%
Metallo Chimique (Bélgica)	8,690	9,945	10,007	0.60%
Gejiu Zi-Li (China)	5,600	9,000	8,600	-4.40%

Nota: del reporte anual del 2011 de MSC Group; fuente: ITRI

Tabla 5.

*Indicadores Financieros de los principales productores de estaño*

Compañía	Ticker	Market Cap.	P/BV	EV/EBITDA	DEBT/EQ	DIV. YIELD	ROE
Yunnan Tin	SHE:000960	18.44 B	16.9 X	14.5 X	-10.38%	6.00%	-0.30
PT Timah	PTTMF	654.29	7.3 X	4.1 X	10.00%	6.85%	0.23
<b>Minsur</b>	<b>MINSURI1</b>	<b>2.59</b>	<b>7.6 X</b>	<b>3.4 X</b>	<b>0.38%</b>	<b>4.00%</b>	<b>0.17</b>

Nota. Bloomberg, Reportes de Celfin y Googlefinance.

### Principales competidores:

- **Yunnan Tin Company Limited (YTCL)**

Es probablemente el mayor productor de estaño en el mundo. Cuenta con una capacidad de producción anual de 56,000 TM de estaño, entre otros productos. Durante el 2011, produjo más de 142,000 TM de metales no ferrosos. Realiza también exploración minera, extracción, preparación, fundición, refinación, producción química y procesamiento profundo para el estaño y otros metales no ferrosos. La compañía tiene su sede en Kunming, en Yunnan, China. Es una subsidiaria de Yunnan Tin Company Group Limited.

- **Malaysian Smelting Corporation (MSM)**

Es el segundo mayor productor de estaño en el mundo. En el 2011, su producción de estaño fue de 46,599 TM. Esto representa el 13% de la producción mundial, generando ventas de 3.1 billones de RM. Desde el 1994 cotiza en la bolsa de Bursa Malaysia y desde el 2011 en la bolsa de Singapur. Sus operaciones mineras se realizan principalmente en Indonesia. Según su última estimación de recursos, cuenta con reservas de mineral de estaño de 75,000 TM lo que es suficiente para continuar las operaciones en las actuales minas hasta el 2023.

- **PT Timah TBK (PT)**

Empresa minera estatal de Indonesia y uno de los principales productores de estaño del mundo. Su mayor accionista es el gobierno de Indonesia, el cual tiene 65% de las acciones. Se dedica principalmente a la exploración, minería, procesamiento y fundición de estaño. Sus operaciones extractivas están ubicadas en Bangka Belitung y la isla Riau en Indonesia. Sus ventas se realizan principalmente con la exportación y su mayor cliente en el año 2011 fue del sector automotriz (una subsidiaria de Mitsubishi). En el 2011, PT contaba con reservas de mineral de estaño de 387,967 TM. Según el plan gerencial “go offshore go deeper”, la empresa está investigando en nuevas tecnologías para ampliar su alcance en la extracción marítima.

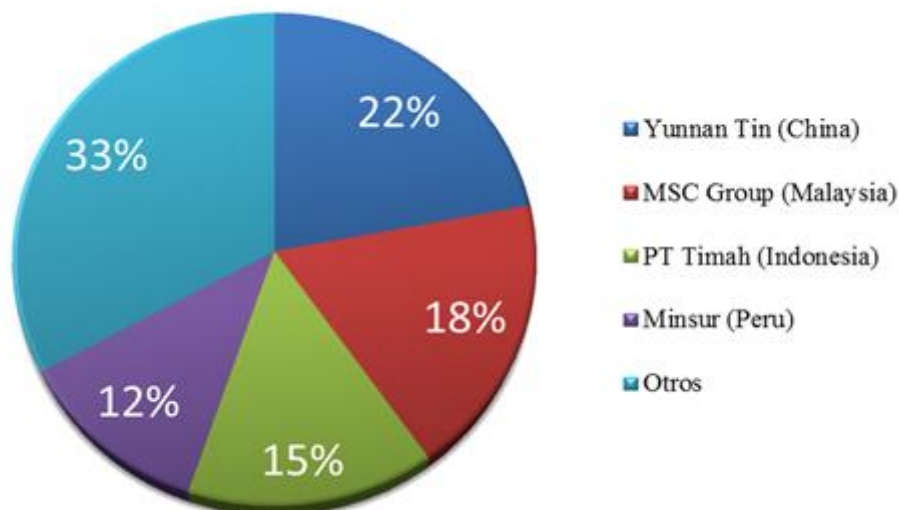


Figura 2. Participación de las empresas productoras de estaño en la producción mundial, a Diciembre del 2011.

Nota. Reporte anual del 2012 de MSC Group.

Tabla 6.  
Directorio

**DESEMPEÑO Y  
CONOCIMIENTO  
DE LA GERENCIA**

Nombre	Cargo
Pedro Brescia Cafferata	Presidente del Directorio
Mario A. Brescia Cafferata	Vicepresidente
Rosa Augusta Brescia Cafferata	Director
Alex Paul Gastón Fort Brescia	Director
Pedro Manuel Juan Brescia Moreyra	Director
Mario Augusto Miguel Brescia Moreyra	Director
Fortunato Juan José Brescia Moreyra	Director

Nota. Memoria Anual de MINSUR S.A., 2011

Los directores Pedro Brescia Cafferata, Rosa Brescia Cafferata y Mario Brescia Cafferata son parientes consanguíneos en segundo grado colateral. Los directores Fortunato Juan José Brescia Moreyra, Mario Augusto Miguel Brescia Moreyra y Pedro Manuel Juan Brescia Moreyra, son parientes consanguíneos en segundo grado colateral. A la vez, son parientes consanguíneos en primer grado de línea recta del director, Mario A. Brescia Cafferata. También, son parientes consanguíneos en tercer grado colateral con los directores, Pedro Brescia Cafferata y Rosa Brescia Cafferata. Igualmente, son parientes consanguíneos en cuarto grado colateral con el

director Alex Paul Gastón Fort Brescia.

Tabla 7.  
*Relación de Gerentes*

Nombre	Cargo	Estudios
Lucio Pareja Chávez	Gerente General	Ingeniero de Minas en la Universidad Nacional de Ingeniería. Con Maestría y Doctorado en Queen’s University.
Alvaro Ossio Guiulfo	Gerente de Administración y Finanzas	Economista de la Universidad del Pacífico, con un Business Master en la Universidad de NY con una especialización adicional de Finanzas y Negocios Internacionales.
Guillermo Defilippi Rodriguez	Gerente de Recursos Humanos	Abogado, graduado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, con estudios de postgrado en Dirección Estratégica de Recursos Humanos en CENTRUM y la Universidad de Barcelona.

Nota. Memoria Anual de Minsur, 2011

A pesar de haber obtenido menores utilidades a diciembre del 2011 en relación al año anterior, la gestión de Minsur ha sido satisfactoria, pues la empresa ha creado valor ya que su ROIC de 16.51% resulta superior al WACC de 12.79%, estando por encima incluso del primer productor de estaño a nivel mundial (China Yunnan Tin).

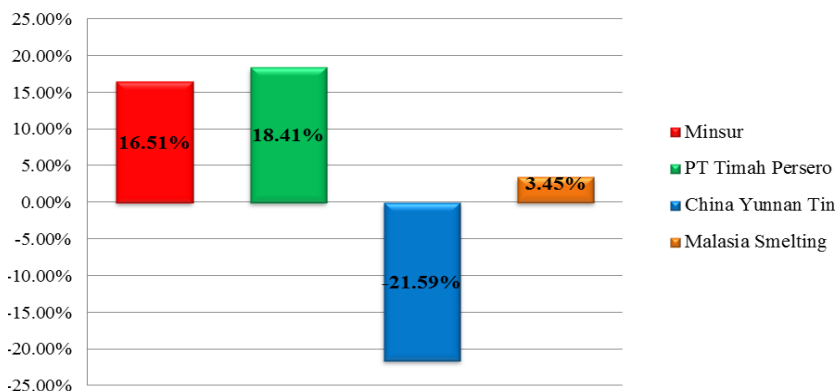


Figura 3. Rendimiento sobre el Capital Invertido en el año 2011  
Nota. Estados Financieros de MINSUR S.A., PT Timah Persero, China Yunnan Tin y Malasia Smelting, 2011.

## ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

Al 31 de Diciembre del 2011, Minsur cuenta con un capital autorizado, suscrito y pagado, de acuerdo a sus estatutos, representado por 19'220,015 acciones comunes con un valor nominal de S/. 100.00 cada una.

En diciembre de 2011, algunos accionistas que poseían 100% de participación en el capital social de la empresa, ingresaron a un proceso de reorganización societaria y acordaron la transferencia de sus acciones a Inversiones Breca S.A. en consecuencia, ésta incrementa su participación en el capital social de la Compañía al 100% de las acciones comunes. Dicha transferencia de acciones se registró en el libro de actas de la Compañía en enero de 2012.

En el ejercicio 2011, la remuneración del Directorio y de la plana gerencial, devengada y percibida respectivamente, representa el 0.34% de los ingresos brutos de Minsur S. A.

## ANÁLISIS DE RIESGO

### Riesgos operativos

Minsur desarrolla sus operaciones bajo el cumplimiento de la normativa legal vigente. Posee la política de identificar, evaluar y corregir los impactos ambientales negativos. Asimismo, capacita a su personal en el manejo de residuos sólidos y también en aspectos ambientales.

Actualmente, Minsur se encuentra en un proceso de investigación por la puesta en marcha del proyecto Pucamarca, ubicado en la frontera peruano – chilena, pues a pesar de que la empresa ha realizado Estudios de Impacto Ambiental aprobados por el Ministerio de Energía y Minas (MEM), la comuna de Palca tiene dudas respecto al tratamiento de las aguas, el impacto social y económico y el potencial daño a los restos arqueológicos de la zona. Minsur ha levantado dichas observaciones para que pueda iniciar sus actividades productivas el primer trimestre de 2013.

Minsur tiene obligaciones con la comunidad o el estado, reflejadas a través del pago de algún impuesto, como un “Canon” o niveles de producción determinados por cuotas exigidas por el estado, obligaciones medio ambientales, etc.

Las obligaciones de la compañía pasan por los Aportes Voluntarios que efectúan a la comunidad, para las operaciones que realizan en la Unidad Minera San Rafael, este aporte viene siendo reclamado por los pobladores del Distrito de Antauta (Puno), quienes exigen ser ellos directamente los

que administren este fondo que a la fecha asciende a S/.7'000,000.00, buscando llevar a la minera a una mesa de diálogo y solicitar, entre otras cosas, la distribución del 30% de la utilidades de la mina y la creación de un fondo por S/. 900'000,000.00 para indemnizar a quienes se hallan visto perjudicados por la contaminación, a pesar de que no existen estudios que acrediten dicho problema.

La compañía extrae alrededor de 36mil TM anuales y se prevé un valor en el largo plazo del estaño de USD\$15,000/TM, estando en el 2012 en niveles de USD\$18,100/TM con una vida útil estimada de la unidad San Rafael de 15 años.

Para estas operaciones la compañía se financia con sus excedentes de caja y como política esperan mantener un nivel de endeudamiento nulo a futuro, con lo que podemos determinar que su posición es conservadora para endeudamiento financiero.

Minsur realiza inversiones significativas en ampliar la vida útil de la mina San Rafael, por lo que se viene mapeando la zona y gestionando con las comunidades y propietarios de los terrenos, las autorizaciones para el uso de los terrenos superficiales, se estima que a finales del 2012 estarán en posibilidades de presentar sus declaraciones de impacto ambiental.

Tiene previsto iniciar sus operaciones en el proyecto aurífero de Pucamarca para el primer trimestre 2013, para el cual requiere una inversión aproximada de US\$ 120 MM, con una producción anual de 70 mil onzas de oro.

Si bien la extracción minera no está afecta a las variaciones estacionales, sí aplican a ella las variaciones de precios del metal subyacente (en este caso el estaño), y que representa más del 67% de los ingresos de Minsur. Del valor restante, el 28% de los ingresos está conformado por Minera Latinoamericana, que es propietaria del 99.99% de Minera Taboca S.A. (empresa minera dedicada a la producción de estaño en Brasil) y el 84.22% de Cementos Melon, que produce cemento en Chile.

### **Riesgos financieros**

La empresa tiene una posición de liquidez sumamente amplia como se demuestra en la tabla comparativa del sector minero. El ratio de liquidez corriente es de 7.80 y la prueba ácida arroja un resultado de 7.30, asimismo el capital de trabajo neto es equivalente a 4.4 veces el costo de ventas. La disponibilidad del activo corriente se basa en la partida de efectivo que tiene

un participación del 65.9% y en otros activos financieros.

Tabla 8.

*Ratio de Liquidez de Minsur y Principales Competidores (a Dic. 2011)*

Ratio	MINSUR	Yunnan Tin China	Timah Persero	Malaysia Dmelting Corp.
Liquidez				
Corriente	7.80	24.85	3.26	1.20

Nota: de los EEFF de Minsur, Yunnan Tin China, Timah Persero y Malasia Dmelting Corp. (Diciembre 2011)

Tabla 9.

*Ratio de Liquidez de Minsur y otras empresas del sector minero del Perú (a Diciembre 2011)*

Ratio	MINSUR	Southern	Cerro Verde	Buenaventura	Milpo El Brocal	
Liquidez						
Corriente	7.80	1.97	5.44	3.42	1.80	4.03

Nota: de los EEFF de Southern, Cerro Verde, Buenaventura, Milpo y El Brocal (Diciembre 2011)

En cuanto a su exposición financiera, la empresa registra una ínfima deuda financiera no corriente que representa sólo el 5.5% del pasivo total, por lo que su ratio de apalancamiento es cercano a 0, el que se explica por el fortalecimiento patrimonial generado por las utilidades. El pasivo se concentra en el corto plazo con un 74.5%, con la cuenta más importante de provisión por beneficios a empleados que tiene una participación del 58.1% de los pasivos corrientes. El ratio de apalancamiento es inferior al de otras empresas del sector minero e incluso al de otras empresas de la competencia nivel mundial como se observa en las siguientes tablas, lo cual demuestra que Minsur opera con el capital de trabajo resultante de su propio negocio, por lo tanto, no requiere de financiamientos adicionales.

Tabla 10. *Ratio de Apalancamiento de Minsur y de sus principales competidores (a Diciembre 2011)*

Ratio	MINSUR	Yunnan Tin China	Timah Persero	Malaysia Dmelting Corp.
Pasivo/	0.08	0.13	0.43	2.07

## Patrimonio

Nota: de los EEFF de Minsur, Yunnan Tin China, Timah Persero y Malasia Dmelting Corp. (Diciembre 2011)

Tabla 11. *Ratio de Apalancamiento de Minsur y otras empresas del sector minero en Perú (a Diciembre 2011)*

Ratio	MINSUR Southern	Cerro Verde	Buenaventura	Milpo	El Brocal
Pasivo/ Patrimonio	0.08	0.19	1.19	0.10	0.20

Nota: de los EEFF de Southern, Cerro Verde, Buenaventura, Milpo y El Brocal (Diciembre 2011)

La empresa cuenta con líneas de crédito importantes en los bancos más grandes del país para ser usadas en el momento oportuno para el pago a sus proveedores, cartas fianzas, leasing y adquisición de maquinarias y equipos. Las variaciones en el tipo de cambio PEN/US\$ pueden afectar a los indicadores financieros al impactar en la estructura de costos de la industria minera, dado que después de la severa crisis del 2008 la economía peruana que se sustenta en commodities como otras de Sudamérica, el sol tendió a apreciarse elevando los costos del sector minero, lo que genera una reducción de los márgenes netos del sector minero. Sin embargo, este efecto se puede contrarrestar con los precios del petróleo indexado al dólar, el cual es usado como insumo indirecto en los procesos.

En relación a la variación de tasas de interés, no afectaría a los indicadores financieros dado que Minsur no tiene deuda financiera de corto plazo.

Se espera mantener estabilidad en la legislación minera, hasta el término del periodo del gobierno actual, por lo tanto no se visualizan cambios drásticos en la normativa laboral, tributaria, ambiental, etc. que afecten las proyecciones de las empresas mineras.



**RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES**

Tabla 12.

*Balance General (en Miles de Nuevos Soles)*

	2008		2009		2010		2011	
	S/. 000	% VV	S/. 000	% VV	S/. 000	% VV	S/. 000	% VV
Efectivo	1,306,017	35.76%	595,820	15.23%	1,242,737	24.24%	1,360,149	26.74%
Valores negociables	22,931	0.63%	6,152	0.16%	21,918	0.43%	320,566	6.30%
Ctas por cobrar comerciales	61,517	1.68%	86,415	2.21%	91,633	1.79%	81,403	1.60%
Otras ctas por cobrar	12,015	0.33%	26,420	0.68%	26,035	0.51%	28,460	0.56%
Ctas por cobrar a entidades relacionadas	8,276	0.23%	1,120	0.03%	666	0.01%	3,063	0.06%
Inventarios	223,758	6.13%	223,263	5.71%	195,766	3.82%	267,182	5.25%
Gastos pagados por anticipado	1,625	0.04%	2,999	0.08%	3,014	0.06%	3,159	0.06%
<b>Total Activos corrientes</b>	<b>1,636,139</b>	<b>44.80%</b>	<b>942,189</b>	<b>24.09%</b>	<b>1,581,769</b>	<b>30.86%</b>	<b>2,063,982</b>	<b>40.58%</b>
Otros inversiones financieras	193,408	5.30%	250,836	6.41%	347,340	6.78%	0	0.00%
Inversiones contabilizadas aplicando método de la participación	1,404,393	38.46%	2,298,432	58.76%	2,685,142	52.38%	2,381,502	46.82%
Otras ctas por cobrar	75,202	2.06%	69,222	1.77%	73,637	1.44%	73,637	1.45%
Propiedades de inversión	7,548	0.21%	7,304	0.19%	8,245	0.16%	7,998	0.16%
Propiedades , planta y equipo (neto)	318,610	8.72%	316,687	8.10%	403,561	7.87%	509,737	10.02%
Intangibles (neto)	11,627	0.32%	14,979	0.38%	14,246	0.28%	0	0.00%
Activos por impuestos a las ganancias diferidas.	4,255	0.12%	11,354	0.29%	12,096	0.24%	30,231	0.59%
Otros activos	700	0.02%	500	0.01%	400	0.01%	19,278	0.38%
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>2,015,743</b>	<b>55.20%</b>	<b>2,969,314</b>	<b>75.91%</b>	<b>3,544,667</b>	<b>69.14%</b>	<b>3,022,383</b>	<b>59.42%</b>
<b>Total activos</b>	<b>3,651,882</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,911,503</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,126,436</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,086,365</b>	<b>100.00%</b>
Otros pasivos financieros	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
Ctas por pagar comerciales	20,424	0.56%	13,898	0.36%	22,644	0.44%	29,021	0.57%
Otras cuenta spor pagar	102,062	2.79%	82,447	2.11%	155,539	3.03%	5,910	0.12%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	4,881	0.13%	4,615	0.12%	12,543	0.24%	13,710	0.27%
Provisiones	10,645	0.29%	9,802	0.25%	2,856	0.06%	54,189	1.07%
Provisión por beneficios a los empleados		0.00%		0.00%	0	0.00%	142,765	2.81%
Impuesto a la renta y participaciones ctes.	175,432	4.80%	89,839	2.30%	177,461	3.46%	0	0.00%
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>313,444</b>	<b>8.58%</b>	<b>200,601</b>	<b>5.13%</b>	<b>371,043</b>	<b>7.24%</b>	<b>245,595</b>	<b>4.83%</b>
Otros pasivos financieros		0.00%		0.00%		0.00%	18,257	0.36%
provisiones	25,639	0.70%	26,973	0.69%	61,894	1.21%	65,670	1.29%
Ingresos diferidos netos		0.00%		0.00%		0.00%	36	0.00%
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>25,639</b>	<b>0.70%</b>	<b>26,973</b>	<b>0.69%</b>	<b>61,894</b>	<b>1.21%</b>	<b>83,963</b>	<b>1.65%</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>339,083</b>	<b>9.29%</b>	<b>227,574</b>	<b>5.82%</b>	<b>432,937</b>	<b>8.45%</b>	<b>329,558</b>	<b>6.48%</b>
Capital emitidos	751,821	20.59%	751,821	19.22%	1,922,002	37.49%	1,922,002	37.79%
Acciones de inversión	375,910	10.29%	375,910	9.61%	961,001	18.75%	961,001	18.89%
Otras reserva sde capital	150,424	4.12%	151,492	3.87%	384,400	7.50%	385,723	7.58%
Resultados acumulados	1,881,741	51.53%	2,251,803	57.57%	1,045,062	20.39%	1,449,675	28.50%
Otras reservas de patrimonio	152,903	4.19%	152,903	3.91%	154,199	3.01%	38,406	0.76%
Diferencias de conversión.		0.00%	0	0.00%	226,835	4.42%		0.00%
<b>Total patrimonio</b>	<b>3,312,799</b>	<b>90.71%</b>	<b>3,683,929</b>	<b>94.18%</b>	<b>4,693,499</b>	<b>91.55%</b>	<b>4,756,807</b>	<b>93.52%</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>3,651,882</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,911,503</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,126,436</b>	<b>100.00%</b>	<b>5,086,365</b>	<b>100.00%</b>

Tabla 13

*Estado de Resultados (en Miles de Nuevos Soles)*

	2008		2009		2010		2011	
	S/. 000	%VV	S/. 000	%VV	S/. 000	%VV	S/. 000	%VV
Ventas netas	2,204,455	100.00%	1,424,467	100.00%	2,349,124	100.00%	2,256,179	100.00%
Costo de ventas	-356,036	-16.15%	-306,190	-21.50%	-395,533	-16.84%	-412,470	-18.28%
<b>Margen bruto</b>	<b>1,848,419</b>	<b>83.85%</b>	<b>1,118,277</b>	<b>78.50%</b>	<b>1,953,591</b>	<b>83.16%</b>	<b>1,843,709</b>	<b>81.72%</b>
Gastos de ventas	-39,510	-1.79%	-37,239	-2.61%	-36,843	-1.57%	-28,796	-1.28%
Gastos de administración	-150,642	-6.83%	-113,237	-7.95%	-177,912	-7.57%	-114,839	-5.09%
Otros ingresos operativos	35,570	1.61%	101,636	7.14%	190,514	8.11%	16,930	0.75%
Otros gastos operacionales	-212,292	-9.63%	-11,851	-0.83%	-73,909	-3.15%	-124,055	-5.50%
<b>Margen operativo</b>	<b>1,481,545</b>	<b>67.21%</b>	<b>1,057,586</b>	<b>74.24%</b>	<b>1,855,441</b>	<b>78.98%</b>	<b>1,592,949</b>	<b>70.60%</b>
Ingresos financieros	538,993	24.45%	366,264	25.71%	97,634	4.16%	28,255	1.25%
Gastos financieros	-505,707	-22.94%	-259,310	-18.20%	-88,773	-3.78%	-12,105	-0.54%
Diferencias de cambio neta	-14,131	-0.64%	27,460	1.93%	-6,875	-0.29%	-38,575	-1.71%
Participación en los resultados netos de partes asociadas	-21,727	-0.99%	-113,534	-7.97%	-174,232	-7.42%	-273,476	-12.12%
Otros ingresos (egresos)							-26,774	-1.19%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1,478,973</b>	<b>67.09%</b>	<b>1,078,466</b>	<b>75.71%</b>	<b>1,683,195</b>	<b>71.65%</b>	<b>1,270,274</b>	<b>56.30%</b>
Participación de los trabajadores	-128,263	-5.82%	-86,688	-6.09%	-140,141	-5.97%	0	0.00%
Gasto por impuesto	-442,506	-20.07%	-299,072	-21.00%	-483,488	-20.58%	-475,429	-21.07%
<b>Ganancia (pérdida) neta del ejercicio</b>	<b>908,204</b>	<b>41.20%</b>	<b>692,706</b>	<b>48.63%</b>	<b>1,059,566</b>	<b>45.10%</b>	<b>794,845</b>	<b>35.23%</b>

Tabla 14

*Flujo de Caja Projectado (en Miles de Nuevos Soles)*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	2,143,370	2,079,069	2,079,069	2,099,860	2,141,857	2,184,694	2,250,235	2,317,742	2,387,274	2,458,892
Costo de ventas	-535,843	-519,767	-519,767	-524,965	-535,464	-546,173	-562,559	-579,435	-596,819	-614,723
<b>Margen Bruto</b>	<b>1,607,528</b>	<b>1,559,302</b>	<b>1,559,302</b>	<b>1,574,895</b>	<b>1,606,393</b>	<b>1,638,520</b>	<b>1,687,676</b>	<b>1,738,306</b>	<b>1,790,456</b>	<b>1,844,169</b>
Gastos de ventas	-42,421	-41,148	-41,148	-41,560	-42,391	-43,239	-44,536	-45,872	-47,248	-48,666
Gastos de administración	-169,176	-164,100	-164,100	-165,741	-169,056	-172,437	-177,610	-182,939	-188,427	-194,080
Otros gastos operacionales	-150,688	-156,128	-164,167	-172,629	-181,586	-194,043	-202,842	-211,308	-219,477	-227,384
<b>EBIT</b>	<b>1,245,243</b>	<b>1,197,925</b>	<b>1,189,886</b>	<b>1,194,965</b>	<b>1,213,359</b>	<b>1,228,802</b>	<b>1,262,688</b>	<b>1,298,188</b>	<b>1,335,304</b>	<b>1,374,040</b>
Impuestos	-373,573	-359,377	-356,966	-358,489	-364,008	-368,641	-378,806	-389,456	-400,591	-412,212
<b>EBIAT</b>	<b>871,670</b>	<b>838,547</b>	<b>832,920</b>	<b>836,475</b>	<b>849,351</b>	<b>860,161</b>	<b>883,881</b>	<b>908,732</b>	<b>934,713</b>	<b>961,828</b>
(+) Depreciación período	40,779	49,517	57,555	64,951	71,755	82,014	87,453	92,457	97,060	101,296
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>912,449</b>	<b>888,064</b>	<b>890,476</b>	<b>901,426</b>	<b>921,106</b>	<b>942,176</b>	<b>971,335</b>	<b>1,001,189</b>	<b>1,031,773</b>	<b>1,063,123</b>
(-) Variación en NOF	32,906	-10,931	0	3,534	7,140	7,282	11,142	11,476	11,820	12,175
(-) CAPEX	150,000	150,000	150,000	150,000	200,000	150,000	150,000	150,000	150,000	200,000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>729,543</b>	<b>748,995</b>	<b>740,476</b>	<b>747,892</b>	<b>713,967</b>	<b>784,893</b>	<b>810,193</b>	<b>839,712</b>	<b>869,953</b>	<b>850,948</b>
Perpetuidad										9,034,068

<b>VAN</b>	<b>6,915,457</b>
<b>Deuda</b>	<b>-18,257</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo</b>	<b>1,360,149</b>
<b>Valor recursos propios</b>	<b>8,257,349</b>
<b>Valor fundamental de acción</b>	<b>2.86</b>
<b>Target Price</b>	<b>3.23</b>

Tabla 15  
*Balance General Projectado (en Miles de Nuevos Soles)*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo	1,517,741	1,682,524	1,892,840	2,124,187	2,166,670	2,210,004	2,276,304	2,344,593	2,414,931	2,487,379
Valores negociables	357,708	396,545	446,113	500,638	510,651	520,864	536,490	552,584	569,162	586,237
Ctas por cobrar comerciales	123,604	119,896	119,896	121,095	123,517	125,987	129,767	133,660	137,670	141,800
Otras ctas por cobrar	43,214	41,918	41,918	42,337	43,184	44,048	45,369	46,730	48,132	49,576
Ctas por cobrar a entidades relacionadas	4,651	4,511	4,511	4,557	4,648	4,741	4,883	5,029	5,180	5,336
Inventarios	257,204	249,488	249,488	251,983	257,023	262,163	270,028	278,129	286,473	295,067
Gastos pagados por anticipado	1,625	1,641	1,658	1,674	1,691	1,708	1,725	1,742	1,760	1,777
<b>Total Activos corrientes</b>	<b>2,305,748</b>	<b>2,496,524</b>	<b>2,756,424</b>	<b>3,046,471</b>	<b>3,107,383</b>	<b>3,169,514</b>	<b>3,264,565</b>	<b>3,362,468</b>	<b>3,463,307</b>	<b>3,567,171</b>
Otros inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones contabilizadas aplicando método de la participación	2,381,502	2,405,317	2,429,370	2,453,664	2,478,201	2,502,983	2,528,012	2,553,292	2,578,825	2,604,614
Otras ctas por cobrar	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637	73,637
Propiedades de inversión	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998	7,998
Propiedades , planta y equipo (neto)	618,958	719,441	811,886	896,935	1,025,180	1,093,166	1,155,713	1,213,256	1,266,195	1,364,900
Intangibles (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Act.por imp.a las ganancias diferidas	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231	30,231
Otros activos	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278	19,278
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>3,131,604</b>	<b>3,255,902</b>	<b>3,372,400</b>	<b>3,481,743</b>	<b>3,634,525</b>	<b>3,727,292</b>	<b>3,814,869</b>	<b>3,897,692</b>	<b>3,976,165</b>	<b>4,100,657</b>
<b>Total activos</b>	<b>5,437,352</b>	<b>5,752,426</b>	<b>6,128,824</b>	<b>6,528,214</b>	<b>6,741,908</b>	<b>6,896,807</b>	<b>7,079,434</b>	<b>7,260,160</b>	<b>7,439,472</b>	<b>7,667,828</b>
Otros pasivos financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ctas por pagar comerciales	38,364	37,213	37,213	37,586	38,337	39,104	40,277	41,485	42,730	44,012
Otras cuenta spor pagar	7,813	7,578	7,578	7,654	7,807	7,963	8,202	8,448	8,702	8,963
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	18,124	17,580	17,580	17,756	18,111	18,473	19,028	19,598	20,186	20,792
Provisiones	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189	54,189
Provisión beneficios a los empleados	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765	142,765
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>261,255</b>	<b>259,326</b>	<b>259,326</b>	<b>259,950</b>	<b>261,210</b>	<b>262,495</b>	<b>264,461</b>	<b>266,486</b>	<b>268,572</b>	<b>270,721</b>
Otros pasivos financieros	19,420	20,624	22,055	23,570	24,377	24,961	25,647	26,326	27,000	27,859
provisiones	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670	65,670
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>85,090</b>	<b>86,294</b>	<b>87,725</b>	<b>89,240</b>	<b>90,047</b>	<b>90,631</b>	<b>91,317</b>	<b>91,996</b>	<b>92,670</b>	<b>93,529</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>346,345</b>	<b>345,620</b>	<b>347,051</b>	<b>349,190</b>	<b>351,257</b>	<b>353,126</b>	<b>355,778</b>	<b>358,483</b>	<b>361,242</b>	<b>364,250</b>
Capital emitidos	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002	1,922,002
Acciones de inversión	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001	961,001
Otras reserva sde capital	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723	385,723
Resultados acumulados	1,783,875	2,099,674	2,474,642	2,871,892	3,083,519	3,236,549	3,416,524	3,594,545	3,771,098	3,996,446
Otras reservas de patrimonio	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406	38,406
<b>Total patrimonio</b>	<b>5,091,007</b>	<b>5,406,806</b>	<b>5,781,774</b>	<b>6,179,024</b>	<b>6,390,651</b>	<b>6,543,681</b>	<b>6,723,656</b>	<b>6,901,677</b>	<b>7,078,230</b>	<b>7,303,578</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>5,437,352</b>	<b>5,752,426</b>	<b>6,128,824</b>	<b>6,528,214</b>	<b>6,741,908</b>	<b>6,896,807</b>	<b>7,079,434</b>	<b>7,260,160</b>	<b>7,439,472</b>	<b>7,667,828</b>

Tabla 16

*Estado de Resultados Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas	2,143,370	2,079,069	2,079,069	2,099,860	2,141,857	2,184,694	2,250,235	2,317,742	2,387,274	2,458,892
Costo de ventas	-535,843	-519,767	-519,767	-524,965	-535,464	-546,173	-562,559	-579,435	-596,819	-614,723
<b>Margen bruto</b>	<b>1,607,528</b>	<b>1,559,302</b>	<b>1,559,302</b>	<b>1,574,895</b>	<b>1,606,393</b>	<b>1,638,520</b>	<b>1,687,676</b>	<b>1,738,306</b>	<b>1,790,456</b>	<b>1,844,169</b>
Gastos de ventas	-42,421	-41,148	-41,148	-41,560	-42,391	-43,239	-44,536	-45,872	-47,248	-48,666
Gastos de administración	-169,176	-164,100	-164,100	-165,741	-169,056	-172,437	-177,610	-182,939	-188,427	-194,080
Otros ingresos operativos	24,940	24,192	24,192	24,434	24,923	25,421	26,184	26,970	27,779	28,612
Otros gastos operacionales	-134,850	-130,804	-130,804	-132,112	-134,754	-137,449	-141,573	-145,820	-150,195	-154,701
Depreciación	-40,779	-49,517	-57,555	-64,951	-71,755	-82,014	-87,453	-92,457	-97,060	-101,296
<b>Margen operativo (BAIT)</b>	<b>1,245,243</b>	<b>1,197,925</b>	<b>1,189,886</b>	<b>1,194,965</b>	<b>1,213,359</b>	<b>1,228,802</b>	<b>1,262,688</b>	<b>1,298,188</b>	<b>1,335,304</b>	<b>1,374,040</b>
Ingresos financieros	28,538	28,823	29,111	29,402	29,696	29,993	30,293	30,596	30,902	31,211
Gastos financieros	-12,166	-12,226	-12,287	-12,349	-12,411	-12,473	-12,535	-12,598	-12,661	-12,724
Participación en los resultados netos de partes asociadas	-177,717	-181,271	-184,896	-188,594	-192,366	-196,214	-200,138	-204,141	-208,223	-212,388
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1,083,898</b>	<b>1,033,250</b>	<b>1,021,813</b>	<b>1,023,424</b>	<b>1,038,279</b>	<b>1,050,109</b>	<b>1,080,308</b>	<b>1,112,046</b>	<b>1,145,322</b>	<b>1,180,139</b>
Partic.de los trabajadores	-54,195	-51,663	-51,091	-51,171	-51,914	-52,505	-54,015	-55,602	-57,266	-59,007
Gasto por impuesto	-325,170	-309,975	-306,544	-307,027	-311,484	-315,033	-324,092	-333,614	-343,597	-354,042
<b>Ganancia (pérdida) neta del ejercicio</b>	<b>704,534</b>	<b>671,613</b>	<b>664,179</b>	<b>665,226</b>	<b>674,881</b>	<b>682,571</b>	<b>702,200</b>	<b>722,830</b>	<b>744,459</b>	<b>767,090</b>