

Se mantiene:

## SOBREPONDERAR

Nuevo Valor Fundamental: USD 16.64

El 30 de enero, 2009, PCU publicó sus resultados financieros al IV Trim 2008. La empresa ha anunciado la suspensión o puesta en observación de todos los gastos de capital, incluyendo los proyectos de Toquepala y Tía María. La gerencia indicó que no tiene fecha para el reinicio de operaciones de Cananea.

Kallpa SAB ha ajustado el modelo de valuación publicado el 08 de enero del 2009 a estas nuevas noticias y actualizado el valor fundamental de la compañía.

Nuestras estimaciones han sido modificadas para reflejar la paralización del proyecto de expansión de Toquepala, y la probable paralización del proyecto de Tía María. En el anterior reporte se había proyectado la puesta en funcionamiento de ambas unidades hacia fines del 2010 e inicios del 2011.

La empresa ha citado como motivos de la reducción en Capex al aumento en los costos de implementación de los proyectos y la incertidumbre imperante en el mercado. La producción de cobre conjunta estimada de Tía María y la expansión de Toquepala representaba alrededor del 24% de la producción total de cobre de la compañía para el periodo 2010-2011. Esto afecta negativamente las proyecciones realizadas.

Por otro lado, PCU ha mencionado que no existe una fecha precisa para el reinicio de operaciones en Cananea. La mina, ubicada en México, se ha visto envuelta por más de un año en un conflicto con el sindicato de trabajadores que ha llegado a instancias judiciales. A pesar de que en diciembre se declaró ilegal la huelga, el sindicato de trabajadores ha apelado la decisión del juzgado correspondiente. Nuestras estimaciones originales veían a Cananea reiniciar operaciones en la segunda mitad del 2009. La mina representaría alrededor del 20% de la producción total de cobre de PCU.

Dada la incertidumbre, presentamos tres escenarios de valuación que incorporan, con distintos grados de riesgo, los datos mencionados anteriormente. Para todos los escenarios se hacen los siguientes supuestos generales:

- Se actualizan las estimaciones de consenso de mercado sobre la cotización de los metales comercializados por PCU. El precio del cobre esperado por los analistas en 2009 es 7% menor a la estimación vigente a la fecha de la publicación del reporte original (8 de enero, 2009)
- El precio de cobre a largo plazo se mantiene en USD 1.65/lb.
- Los fundamentos detrás del WACC empleado no han sufrido variaciones significativas, sólo se han actualizado los insumos correspondientes a la tasa libre de riesgo ponderada según la exposición de las ventas de la compañía a las economías peruana y mexicana.

Analista:  
 Daniel Mori  
 dmori@kallpasab.com; (+511) 627-5220

03 de Febrero del 2009

## MARKET UPDATE

PCU (Escenario Optimista)	USD
Valor Fundamental de la Firma (millones)	14,390
Valor Fundamental de la acción	16.64
Capitalización Bursátil (millones)	12,176
Precio de Mercado de la acción	14.26
Mercados	BVL/NYSE
Rango 52 Semanas	9.70/41.67
Dividend Yield (trailing 12 M dividends)	12.12
PER (trailing 12 M earnings)	8.97
Shares Outstanding (miles)*	865,000

\* Ajustado acciones en tesorería según estimaciones propias

Indicadores Financieros	2009e	2010e
PER Estimado	22.67	13.04
Precio/Valor en Libros	3.58	3.31
Precio/EBITDA	10.69	6.93
Margen Bruto	31%	38%
Margen Operativo	27%	35%
Margen Neto	16%	22%
ROE	16%	25%
ROA	9%	14%
Apalancamiento financiero	0.37	0.35
UPA	0.63	1.09
Utilidad Neta Miles USD	544	946

Precios	2009e	2010e	2011e	2012e
Cobre (USD/libra)	1.82	2.17	2.45	2.66
Zinc (USD/libra)	0.61	0.76	0.96	0.95
Molibdeno (USD/libra)	14.92	14.53	17.97	17.36
Plata (\$/onz.)	11.57	13.09	13.21	12.70

Fuente: Bloomberg Consenso de Mercado al 03/03/2009

Cobre USD/lb (Consenso de Mdo)			
Años	03/02/2009	08/01/2009	Var %
2009e	1.82	1.96	-7.03%
2010e	2.17	2.22	-2.29%
2011e	2.45	2.43	0.62%
2012e	2.66	2.66	-0.16%

Fuente: Bloomberg

Molibdeno USD/lb (Consenso de Mdo)			
Años	03/02/2009	08/01/2009	Var %
2009e	14.92	16.79	-11.14%
2010e	14.53	15.77	-7.86%
2011e	17.97	18.01	-0.22%
2012e	17.36	17.39	-0.17%

Fuente: Bloomberg

A continuación presentamos los escenarios y sus principales supuestos:

### Escenario Optimista

- Reinicio de operaciones de Cananea a mediados del 2009.
- Paralización de la inversión en la expansión de Toquepala en el periodo 2009-2012.
- No paralización de la inversión en Tía María e inicio de operaciones de la unidad hacia el 2011.
- El valor fundamental de la compañía calculado mediante un modelo de descuento de flujo de caja libre a la firma es de USD 14,390 ó USD 16.64 por acción.

### Escenario Neutral

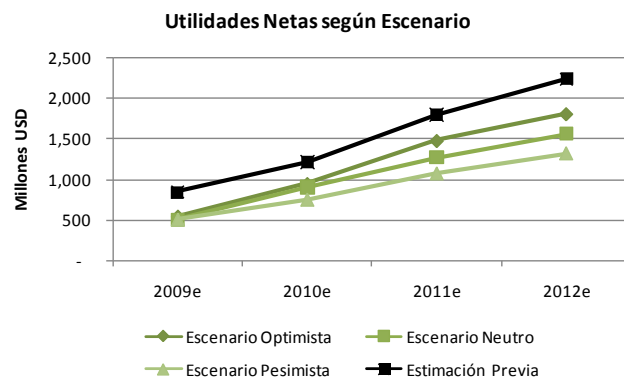
- Reinicio de operaciones de Cananea en el 2010.
- Paralización de la inversión en la expansión de Toquepala en el periodo 2009-2012.
- Paralización de la inversión en Tía María en el periodo 2009-2012.
- El valor fundamental de la compañía calculado mediante un modelo de descuento de flujo de caja libre a la firma es de USD 13,603 ó USD 15.73 por acción.

### Pesimista

- No se reinician las operaciones de Cananea.
- Paralización de la inversión en la expansión de Toquepala.
- Paralización de la inversión en Tía María.
- El valor fundamental de la compañía calculado mediante un modelo de descuento de flujo de caja libre a la firma es de USD 11,681 ó USD 13.50 por acción.

En el reporte publicado en enero 2009, habíamos asumido el inicio de operaciones de Cananea a mediados del 2009 y el inicio de operaciones de Tía María y la expansión de Toquepala en 2010-2011. Dado que PCU sólo ha confirmado por el momento la paralización de inversiones en Toquepala, Kallpa SAB utilizará como referencia el escenario optimista.

**Por tanto, el Escenario Optimista arroja un valor fundamental para la compañía de USD 14,390 millones ó USD 16.64 por acción.** Esta estimación representa una reducción de 25% sobre el valor de la compañía de USD 19,135 millones ó los USD 22.04 por acción calculados el 08/01/2009. **Bajo este escenario, Kallpa SAB mantiene su recomendación de Sobreponderar pues el valor fundamental es 17% superior al precio de mercado de la acción al 03/01/2009.**



Fuente: Estimaciones Propias

	Valor Fundamental	
	Compañía (Mill USD)	Por Acción (USD)
Escenario Optimista	14,390	16.64
Escenario Neutral	13,603	15.73
Escenario Pesimista	11,681	13.50

Fuente: Estimaciones Propias

*Este documento es exclusivamente para fines informativos. Bajo ninguna circunstancia deber ser usado o considerado como una oferta de venta o solicitud de compra de acciones u otros valores mencionados en él. La información en este documento ha sido obtenida de fuentes que se creen confiables, pero Kallpa Securities SAB no garantiza la veracidad o certeza del contenido de este reporte, o de los futuros valores de mercado de las acciones u otros valores mencionados. Las opiniones expresadas en este documento constituyen nuestra opinión a la fecha de esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso. Kallpa Securities SAB no garantiza que realizará actualizaciones del análisis ante cualquier cambio en las circunstancias de mercado. El documento refleja fielmente los puntos de vista personales que sobre el tema tiene el analista de inversiones a cargo y ninguna parte de la compensación económica del analista estuvo, está o estará ligada directa o indirectamente a las recomendaciones específicas u opiniones expresadas en este documento. Los productos mencionados en este documento podrían no estar disponibles para su compra en algunos países. Kallpa Securities SAB puede tener posiciones y efectuar transacciones con valores mencionados y/o puede buscar hacer banca de inversión con ellos.*

**Resultados PCU al IV Trim 2008**
**Modelo Financiero PCU vs. Resultados Reales (millones USD)**

	Estado de Resultados			2008e	2008 Real	Var (%)
	4T08e	4T08 Real	Var (%)			
Ventas	830	859	4%	5,240	5,270	1%
Ajuste de Precios	9	-410		-	-419	
Ingresos Netos	839	450	-46%	5,240	4,850	-7%
(-) Costo Ventas	-377	-544	44%	-2,094	-2,509	20%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>462</b>	<b>-95</b>	<b>-120%</b>	<b>3,147</b>	<b>2,342</b>	<b>-26%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>56%</b>	<b>-11%</b>	<b>-120%</b>	<b>60%</b>	<b>44%</b>	<b>-27%</b>
Gasto de Administración y Ventas	201	-37	-118%	-126	-139	10%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>663</b>	<b>-131</b>	<b>-120%</b>	<b>3,020</b>	<b>2,202</b>	<b>-27%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>80%</b>	<b>-15%</b>	<b>-120%</b>	<b>58%</b>	<b>42%</b>	<b>-27%</b>
Gastos Financieros Netos	17	-79	-578%	-37	-108	196%
<b>EBT</b>	<b>680</b>	<b>-210</b>	<b>-131%</b>	<b>2,984</b>	<b>2,094</b>	<b>-30%</b>
Impuestos y Participaciones	-234	-88	-138%	-1,007	-679	-33%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>446</b>	<b>-125</b>	<b>-128%</b>	<b>1,977</b>	<b>1,407</b>	<b>-29%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>54%</b>	<b>-15%</b>	<b>-128%</b>	<b>38%</b>	<b>27%</b>	<b>-29%</b>

**Balance General**

	2008e	2008 Real	Var (%)
<b>Activo Corriente</b>			
Caja y Equivalentes de Efectivo	1,718	779	-55%
Cuentas x Cobrar	525	371	-29%
Inventarios	540	452	-16%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2,783</b>	<b>1,602</b>	<b>-42%</b>
<b>Activo No Corriente</b>			
Intangibles y Material Lixiviable Neto	380	324	-15%
Activo Fijo Neto	3,721	3,804	2%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>4,101</b>	<b>4,128</b>	<b>1%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>6,884</b>	<b>5,730</b>	<b>-17%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>			
Cuentas por Pagar	645	493	-24%
Impuesto x Pagar Corriente	374	240	-36%
Parte Corriente Deuda LP	5	10	100%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>1,024</b>	<b>743</b>	<b>-27%</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>			
Deuda de Largo Plazo	1,285	1,280	0%
Otros Pasivos y Reservas	515	308	-40%
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1,800</b>	<b>1,588</b>	<b>-12%</b>
<b>Total Patrimonio y Participación Minoritaria</b>	<b>4,060</b>	<b>3,399</b>	<b>-16%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>6,884</b>	<b>5,730</b>	<b>-17%</b>

Southern Copper reportó pérdidas por aproximadamente USD 125 millones en el cuarto trimestre del 2008, fruto de una provisión contable realizada sobre el precio de los minerales vendidos durante ese año ascendente a USD 410 millones. Los resultados de la empresa se han visto gravemente afectados por la reducción en los precios del cobre y el molibdeno, que en el cuarto trimestre registraron una caída del 49% y 56% con respecto al tercer trimestre del mismo año.

Los resultados de la empresa al cuarto trimestre del 2008 encajan con las proyecciones de Kallpa SAB en cuanto a estructura de costos, producción de cobre y ventas brutas. El ajuste de precios contabilizado por Southern, sin embargo, explica la diferencia entre las ventas netas de USD 450 millones publicadas, y nuestra estimación de USD 839 millones para el mismo período.

Los resultados del 2008, sin embargo, no afectan las estimaciones del valor fundamental de la firma, que son el resultado del valor presente de los flujos de caja futuros para los años posteriores.

**Modelo Financiero PCU - Escenario Optimista (millones USD)**

Estado de Resultados				
	2009e	2010e	2011e	2012e
Ingresos Netos	3,326	4,290	5,470	6,060
(-) Costo Ventas	-2,301	-2,654	-3,022	-3,130
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,024</b>	<b>1,636</b>	<b>2,448</b>	<b>2,930</b>
Gasto de Administración y Ventas	-128	-136	-154	-156
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>896</b>	<b>1,500</b>	<b>2,294</b>	<b>2,774</b>
Gastos Financieros Netos	-65	-65	-61	-45
<b>EBT</b>	<b>832</b>	<b>1,435</b>	<b>2,233</b>	<b>2,729</b>
Impuestos y Participaciones	-288	-489	-756	-921
<b>Utilidad Neta</b>	<b>544</b>	<b>946</b>	<b>1,477</b>	<b>1,807</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>16%</b>	<b>22%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>

Flujo de Efectivo				
	2009e	2010e	2011e	2012e
(-) Variación Cuentas x Cobrar	40	52	66	73
(-) Variación Existencias	-21	-35	-39	-5
(+) Depreciación y Amortización del Período	257	280	290	302
(+) Variación de Cuentas x Pagar	-27	-35	-45	-50
<b>Movimientos Flujo de Caja Operativo</b>	<b>248</b>	<b>261</b>	<b>272</b>	<b>319</b>
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>793</b>	<b>1,207</b>	<b>1,750</b>	<b>2,127</b>
(-) Variación Activo Fijo e Intangibles	-439	-473	-216	-234
(+) Otros Pasivos No Corrientes	85	109	139	154
(+) Deuda Largo Plazo	-	-	-	-
<b>Movimientos Flujo de Inversiones</b>	<b>-355</b>	<b>-364</b>	<b>-77</b>	<b>-80</b>
<b>Flujo de Caja de Inversiones</b>	<b>438</b>	<b>843</b>	<b>1,672</b>	<b>2,047</b>
(-) Compra / (+) Venta de Acciones	-100	-	-	-
(-) Dividendos	-354	-662	-1,034	-1,355
(+) Otros Cambios el Patrimonio	-	-	-	-
<b>Movimientos Flujo Capital</b>	<b>-454</b>	<b>-662</b>	<b>-1,034</b>	<b>-1,355</b>
<b>Flujo de Caja Neto</b>	<b>-16</b>	<b>181</b>	<b>638</b>	<b>692</b>

Balance General				
	2009e	2010e	2011e	2012e
<b>Activo Corriente</b>				
Caja y Equivalentes de Efectivo	977	1,157	1,796	2,487
Cuentas x Cobrar	490	438	373	300
Inventarios	561	597	636	641
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2,028</b>	<b>2,193</b>	<b>2,804</b>	<b>3,428</b>
<b>Activo No Corriente</b>				
Intangibles y Material Lixiviable Neto	378	377	377	377
Activo Fijo Neto	3,905	4,098	4,025	3,957
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>4,283</b>	<b>4,476</b>	<b>4,402</b>	<b>4,334</b>
<b>Total Activo</b>	<b>6,311</b>	<b>6,668</b>	<b>7,206</b>	<b>7,762</b>
<b>Pasivo Corriente</b>				
Cuentas por Pagar	650	658	669	680
Impuesto x Pagar Corriente	399	442	496	556
Parte Corriente Deuda LP	5	5	5	5
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>1,055</b>	<b>1,105</b>	<b>1,169</b>	<b>1,241</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>				
Deuda de Largo Plazo	1,285	1,285	1,285	1,285
Otros Pasivos y Reservas	529	553	582	616
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1,814</b>	<b>1,837</b>	<b>1,867</b>	<b>1,901</b>
<b>Patrimonio</b>				
Capital Social	3	3	3	3
Capital Adicional	826	826	826	826
Utilidades Retenidas	3,098	3,382	3,825	4,277
Otras pérdidas acumuladas	-27	-27	-27	-27
Acciones de Tesorería	-475	-475	-475	-475
Participación Minoritaria	17	17	17	17
<b>Total Patrimonio y Participación Minoritaria</b>	<b>3,442</b>	<b>3,726</b>	<b>4,169</b>	<b>4,621</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>6,311</b>	<b>6,668</b>	<b>7,206</b>	<b>7,762</b>

**Kallpa Securities SAB****Gerencia General**

---

Alberto Arispe	Gerente General	(+511) 627-5225	<a href="mailto:aaarispe@kallpasab.com">aaarispe@kallpasab.com</a>
----------------	-----------------	-----------------	--

**Trading**

---

Enrique Hernández	Head Trader	(+511) 627-5221	<a href="mailto:ehernandez@kallpasab.com">ehernandez@kallpasab.com</a>
María Jose Bertello	Trader	(+511) 627-5223	<a href="mailto:mbertello@kallpasab.com">mbertello@kallpasab.com</a>

**Finanzas Corporativas**

---

Ricardo Carrión	Gerente	(+511) 627-5220	<a href="mailto:rcarrion@kallpasab.com">rcarrion@kallpasab.com</a>
-----------------	---------	-----------------	--

**Research**

---

Daniel Mori	Jefe de Research	(+511) 627-5220	<a href="mailto:dmori@kallpasab.com">dmori@kallpasab.com</a>
Omar Olórtegui	Asistente	(+511) 627-5220	<a href="mailto:oolortequi@kallpasab.com">oolortequi@kallpasab.com</a>

**Liquidaciones**

---

Eduardo Macpherson	Jefe de Liquidaciones	(+511) 627-5220	<a href="mailto:emacpherson@kallpasab.com">emacpherson@kallpasab.com</a>
--------------------	-----------------------	-----------------	--

Av. La Encalada 1388 - Of. 802, Surco - Lima 33

[www.kallpasab.com](http://www.kallpasab.com)

Telefonos: (+511) 627-5220, 627-5221, 627-5222, 627-5223 y 627-5224

Fax: (+511) 627-5220

*Este documento es exclusivamente para fines informativos. Bajo ninguna circunstancia deber ser usado o considerado como una oferta de venta o solicitud de compra de acciones u otros valores mencionados en él. La información en este documento ha sido obtenida de fuentes que se creen confiables, pero Kallpa Securities SAB no garantiza la veracidad o certeza del contenido de este reporte, o de los futuros valores de mercado de las acciones u otros valores mencionados. Las opiniones expresadas en este documento constituyen nuestra opinión a la fecha de esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso. Kallpa Securities SAB no garantiza que realizará actualizaciones del análisis ante cualquier cambio en las circunstancias de mercado. El documento refleja fielmente los puntos de vista personales que sobre el tema tiene el analista de inversiones a cargo y ninguna parte de la compensación económica del analista estuvo, está o estará ligada directa o indirectamente a las recomendaciones específicas u opiniones expresadas en este documento. Los productos mencionados en este documento podrían no estar disponibles para su compra en algunos países. Kallpa Securities SAB puede tener posiciones y efectuar transacciones con valores mencionados y/o puede buscar hacer banca de inversión con ellos.*