

RIO ALTO MINING LIMITED (BVL: RIO)
Pre Money

Acciones Circulantes (millones)	93.03
Acciones Circulantes Totalmente Diluidas (millones)	113.89
Precio de Mercado de la acción (US\$)	0.76
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	70.70

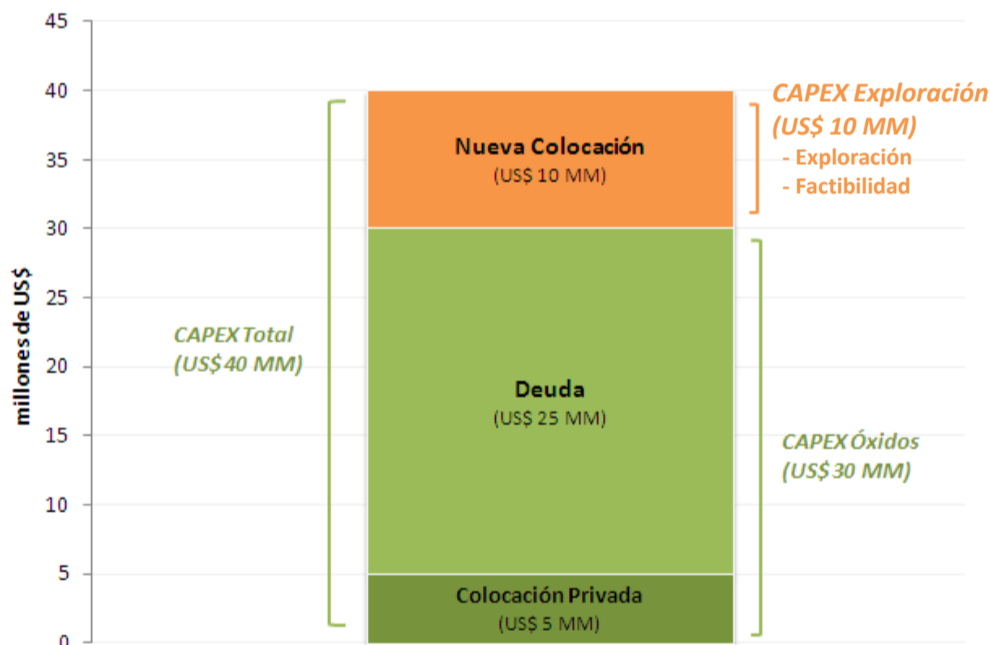
Post Money

Acciones Circulantes Totalmente Diluidas (millones)	127.23
Valor Fundamental del Equity (millones de US\$)	202.93
Valor Fundamental de la acción (US\$)	1.59

Negociación

	TSXV / OTC BVL / DB Frankfurt
Rango 52 Semanas (US\$)	0.33 / 0.9
Variación YTD	111.11%
PER 2011 ^e	8.32

Fuente: Bloomberg y KALLPA SAB

Estructura del CAPEX de RIO


Fuente: RIO y KALLPA SAB

DIVISIÓN DE EQUITY RESEARCH
Ricardo Carrión Kuriyama

rcarrion@kallpasab.com

Telf: 511 627-5220

anexo: 114

María Belén Vega

mvega@kallpasab.com

Telf: 511 627-5220

anexo: 115

RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN:
Sobreponderar Valor Fundamental: US\$ 1.59

KALLPA SAB mantiene la recomendación de **sobreponderar** las acciones de RIO, pues el valor fundamental de la acción de US\$ 1.59 supera en 109.88% al precio de mercado de US\$ 0.76. El nuevo valor fundamental de US\$ 1.59 es superior a nuestro anterior valor de US\$ 1.03, principalmente, debido a las siguientes razones:

- Obtención del 100% del financiamiento requerido para el desarrollo del proyecto de Óxidos de Oro, mediante la colocación privada de acciones por US\$ 5.7 millones y la obtención de deuda por US\$ 25 millones (*Gold Prepayment Facility*). Inicialmente se había contemplado que este financiamiento se iba a dar a través de una emisión de acciones.
- Incremento en el valor de la onza de oro de US\$ 850 a US\$ 1,100 para el 2011 y alrededor de US\$ 1,200 para los años 2012 y 2013 ante mayores estimados del consenso del mercado para los próximos años. La valorización incluye además un castigo de 25% al precio de la onza de oro dado que el proyecto aún se encuentra en fase de desarrollo, descuento que se diluirá una vez iniciada la producción en los Óxidos de Oro.
- Incremento en el Valor In Situ de la onza de oro y libra de cobre de US\$ 40.56 a US\$ 56.13 y de US\$ 0.020 a US\$ 0.025, respectivamente, ante mayores esperados para los metales In Situ.
- Reducción en el descuento al valor del mineral In Situ de 30% a 25%. Consideramos apropiado reducir el castigo (incorporado en nuestra valorización anterior) dado que la empresa ha llevado a cabo notables avances para lograr su objetivo inicial de iniciar producción en diciembre de 2010.

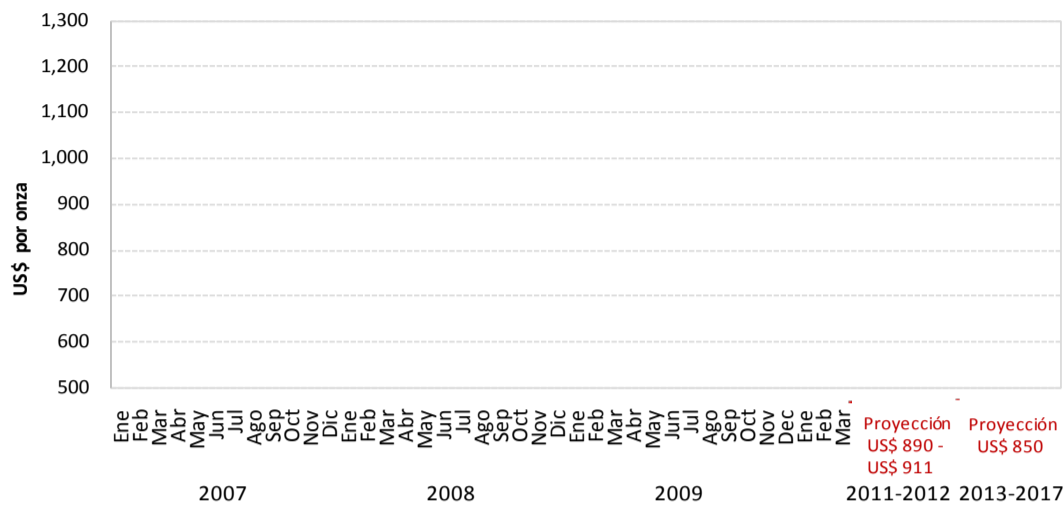
KALLPA SAB ha actualizado el modelo de RIO a partir de los nuevos estimados para el precio del oro y valor del mineral In Situ, así como últimos hechos de importancia publicados por la Gerencia.

1. CAPEX.-

Como indicamos en el reporte de Inicio de Cobertura de RIO, emitido el 19 de noviembre de 2009, el CAPEX necesario para la construcción de la planta e infraestructura para el proyecto de Óxidos de Oro asciende a US\$ 30 millones. Adicionalmente, la gerencia de RIO ha señalado interés en incrementar dicho monto en US\$ 10 millones, recursos que serían destinados a la **exploración** de los demás prospectos en La Arena, así como el mejoramiento del nivel de reservas, desarrollo de estudios para llevar a factibilidad el proyecto de Sulfuros de Cobre y Oro, eventuales contingencias, entre otros. Tomamos como supuesto que el nuevo CAPEX para exploración será financiado mediante la emisión de 13.3 millones de acciones a un precio referencial de US\$ 0.75 por acción.

2. Financiamiento del CAPEX de RIO
2.1 Primera Colocación Privada de Acciones.-

En diciembre de 2009, RIO logró levantar US\$ 5.75 millones a través de una exitosa colocación privada en Canadá de 17.04 millones de acciones a US\$ 0.34. En dicha colocación participaron inversionistas tanto retail como institucionales. Cabe mencionar que de acuerdo al contrato con IAMGOLD, RIO debía invertir un mínimo de US\$10 millones en el proyecto La Arena y justamente esta primera colocación permitió cumplir con lo estipulado.


Evolución del Precio del Oro Spot

2.2 Financiamiento por US\$ 25 millones.-

El 20 de abril de 2010, la gerencia de RIO anunció la obtención de US\$ 25 millones por parte de inversionistas institucionales del exterior para financiar el 83% del CAPEX de US\$ 30 millones mencionado anteriormente. Con la obtención de estos fondos, se cubre por completo los fondos requeridos para la puesta en marcha del proyecto de Óxidos de Oro. El repago de la deuda se realizará mediante la entrega de 36,800 onzas de oro, pagaderas en un periodo de 40 meses, lo cual resulta en la venta anticipada de la producción a un precio referencial de US\$700 por onza.

Este esquema de deuda, denominado *Gold Prepayment* es comúnmente utilizado a nivel mundial para financiar proyectos en etapa de desarrollo a través de la venta anticipada de la producción. Cabe señalar que en el anterior reporte de valorización, asumimos que el CAPEX de US\$ 30 millones sería financiado mediante la emisión de alrededor de 85 millones de acciones a US\$ 0.34 por acción. Creemos conveniente resaltar que el financiamiento de RIO se dió en condiciones favorables. Dos casos similares son:

1. Carpathian Gold Inc - Macquarie Bank (Mayo 05, 2010) donde se indica una compra anticipada de oro a precios de US\$400 por onza. <http://www.carpathiangold.com/site06/Default.aspx?tabid=218>
2. Luna Gold Corp - Sandstorm (Mayo 15, 2009) donde se indica compra anticipada de oro a precios de US\$400 por onza. <http://www.lunagold.com/s/NewsReleases.asp?ReportID=347970>

El financiamiento del proyecto mediante deuda y las actuales condiciones de mercado constituyen un fuerte *upside* para el valor de RIO debido a que:

- a) El financiamiento del proyecto de Óxidos de Oro, mediante la obtención de deuda (*Gold Prepayment Facility*) resulta en una menor dilución del patrimonio de los accionistas.
- b) La emisión de acciones por US\$ 10 millones adicionales para completar los US\$ 40 millones de CAPEX, se realizará a un precio referencial de US\$ 0.75 por acción, 135% veces mayor a los US\$ 0.34 asumidos en el reporte anterior.

3. Vector de Precios de Oro.-

Luego de la publicación del reporte de valorización en noviembre, el consenso del mercado ha revisado los estimados para el valor de la onza de oro al alza. Como se puede apreciar en la tabla, el consenso del mercado estima un precio para la onza de oro de US\$ 1,190 para el año 2011 y US\$ 1,200 para el periodo comprendido entre los años 2012 y 2014. Así, incrementamos nuestros estimados utilizando los valores del consenso del mercado para los años 2011 - 2013. No obstante, mantenemos nuestra una posición conservadora para el periodo comprendido entre 2013 y 2017 (último año de producción del proyecto de Óxidos), en los cuales mantenemos nuestro estimado anterior de US\$ 850 por onza de oro. Dado que el proyecto de Óxidos de Oro es un proceso en fase de desarrollo, consideramos adecuado incluir un descuento de 25% al valor de la onza de oro, castigo que se diluirá a medida que la empresa se encamine hacia el inicio de producción, estipulado a fines del 2010.

4. Valor de los Recursos in Situ.-

Los recursos totales de La Arena, los cuales incluyen el proyecto de Óxidos de Oro + Sulfuros de Oro y Cobre, totalizan 4 millones de onzas de oro y 3,000 millones libras de cobre. Al desarrollar únicamente el proyecto de Óxidos de Oro (1 millón onzas de oro) quedan recursos estimados en 3 millones onzas de oro y 3,000 millones de libras de cobre.

Cotización - Oro (US\$ / Oz)	2011	2012	2013	2014
Consenso del Mercado 03.05.2010	1,189	1,215	1,206	1,206
Consenso del Mercado 19.11.2010	1,063	1,082	1,075	1,198
KALLPA SAB - Valorización	892	911	905	850

NI 43-101: Recursos del Proyecto La Arena		
	Oro (Au)	Cobre (Cu)
I. Óxidos de Oro	1M oz Au	-
II. Sulfuros de Cobre y Oro	3M oz Au	3,000M lbs. Cu
Total Óxidos + Sulfuros	4M oz Au	3,000M lbs. Cu

Fuente: Coffey Mining
Elaboración Propia



Es importante recalcar que si bien nuestro valor fundamental no considera los flujos que generará el proyecto de Sulfuros de Cobre y Oro, existen herramientas mundialmente conocidas que permiten establecer un valor referencial para los proyectos que no se encuentran en desarrollo pero que mantienen recursos en el suelo. Este tipo de estimaciones son conocidas como Valor del Mineral In Situ. Esta metodología fue utilizada en el reporte de cobertura inicial de RIO y cuyos valores del mineral in Situ han sido actualizados para la presente valorización.

Incrementamos el valor de la onza de oro y libra de cobre in Situ de US\$ 40.56 a US\$ 56.13 y de US\$ 0.020 a US\$ 0.025, respectivamente, ante mayores estimados para los metales en los próximos años. El valor de la onza de oro in Situ fue extraído del reporte de minería junior que publica la consultora Cannacord Adams semanalmente. En relación al valor de la libra de cobre in situ, la reciente transacción de la venta de Charriot Resources, la cual posee el 70% del proyecto cuprífero de Mina Justa - Marcona, por US\$ 248 millones (alrededor de US\$ 0.045 por libra de cobre) a China Sci-Tech Holdings Limited corrobora nuestra utilización de un valor conservador.

Asimismo, en el reporte de valorización anterior, incluimos un descuento de 30% al valor del precio promedio del oro y cobre in situ. Descuento que señalamos se iría diluyendo a medida que la obtención del financiamiento para el proyecto de Óxidos de Oro brindara una mayor certeza en el inicio de operaciones. Luego de mitigar el riesgo de financiamiento ante la obtención de los fondos necesarios para la puesta en marcha del proyecto de Óxidos de Oro, reducimos el descuento del valor de los minerales in situ de 30% a 25%.

5. Emisiones de Acciones.-

Debemos señalar que para la presente valorización estamos asumiendo dos hechos que impactan directamente en una posible dilución del valor del patrimonio de los accionistas actuales. Cabe recalcar que la dilución asumida en este reporte es menos drástica que la asumida en nuestro reporte de inicio de cobertura.

a) Financiamiento adicional de US\$10 millones vía *equity*. Si bien hemos mencionado que las necesidades de financiamiento para el desarrollo e implementación del proyecto de Óxidos de Oro se encuentra totalmente cubierta, se incluye un financiamiento adicional para continuar los trabajos exploratorios, mejorar el nivel de reservas actual, elevar a factibilidad la segunda etapa de sulfuros, entre otros.

b) Ejecución de la totalidad de warrants y opciones de la empresa. Hemos creído conveniente evaluar el impacto de la ejecución de todos los warrants que se encuentran vigentes a la fecha, a pesar de no tener la certeza que esto vaya a suceder.

Ambos hechos, resultan en un incremento de 34.20 millones de acciones que, sumadas con las 93.03 millones acciones en circulación totalizan 127.23 millones de acciones *post-money*.

6. Hechos Relevantes.-

6.1 Nombramiento de Drago Kisic como Director de RIO.-

El 15 de marzo de 2010, el Directorio de RIO anunció el nombramiento de Drago Kisic como Director. Drago Kisic es especialista en banca de inversión, finanzas y macroeconomía, habiendo sido fundador de MACROCONSULT y MACROINVEST, asesor del Director Ejecutivo del Banco Mundial, Presidente de CONASEV y Vicepresidente de la Bolsa de Valores de Lima. Asimismo, fue asesor del gobierno peruano en la privatización de Centromin, Minero-Perú, Hierro-Perú, ENTEL-Perú, entre otras. Creemos que este nombramiento agregará valor a la compañía mediante su conocimiento del mercado peruano.

6.2 Resultado de Pruebas Metalúrgicas.-

El 8 de abril de 2010, el Directorio de RIO anunció el término de las pruebas metalúrgicas, realizadas por la consultora Heap Leaching Consulting SAC, semanas antes de lo anticipado. Las pruebas se realizaron sobre la base de una muestra de 100 toneladas de material representativo del yacimiento de Óxidos de Oro. RIO anunciará los resultados de las pruebas, luego que la consultora independiente, Coffey Mining, verifique dichos resultados y los incorpore en el Reporte Técnico NI 43-101, a publicarse a finales de mayo de 2010.

6.3 Listado de acciones en OTC.-

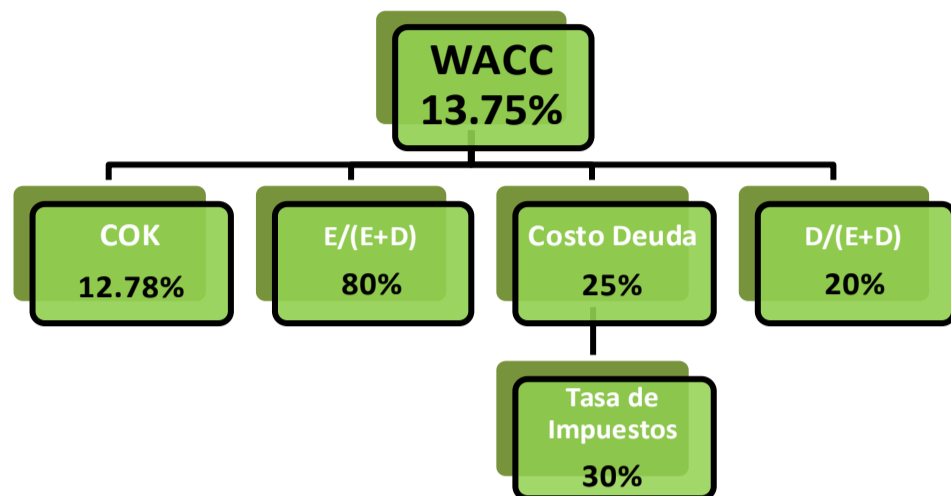
El lunes 03 de mayo de 2010, la Gerencia anunció el listado de RIO en OTCQX, la plataforma principal del mercado Over-the-Counter (OTC), bajo el símbolo *RIOAF*. Creemos que esto brindará una mayor liquidez al papel, importante factor de decisión en los inversionistas. RIO se encuentra listado en las plazas bursátiles: TSX-V (RIO), OTCQX (RIOAF), DB Frankfurt (MS2) y BVL (RIO).

6.4 Permisos.-

A la fecha la gerencia de RIO ha logrado absolver todas las dudas y consultas referidas al Estudio de Impacto Ambiental (EIA) lo que muestra que existen altas probabilidades de poder lograr la aprobación final en el corto plazo.

Creemos que los valores incluidos en el presente análisis siguen siendo bastante conservadores, pero en la medida que la empresa siga alcanzado hitos importantes, los descuentos o castigos realizados durante la presente valorización se irán reduciendo hasta desaparecer. Finalmente queremos indicar que la empresa aún cuenta con un potencial de *upside* adicional y que podrá verse reflejado en el tiempo con los siguientes acontecimientos:

1. Aprobación Final del Estudio de Impacto Ambiental
2. Otorgamiento de permisos para la construcción de las instalaciones
3. Confirmación del mejoramiento de los estudios metalúrgicos
4. Inicio de producción del Proyecto de Óxidos de Oro
5. Desarrollo del proyecto de Sulfuros de Cobre y Oro
6. Resultados favorables de trabajos exploratorios en otros prospectos.



Fuente: KALLPA SAB
Elaboración Propia

Valorización de RIO.-

WACC = 13.75%

En el reporte de anterior, para la valorización del depósito de Óxidos de Oro tomamos como supuesto que el proyecto era financiado mediante la emisión de acciones (100% equity). Por lo tanto, se trabajó sobre la base del flujo de caja libre para el accionista y utilizamos el costo de oportunidad del accionista (COK) como la tasa empleada para descontar los flujos, la cual ascendía a 11.87%.

Ante la obtención de US\$ 25 millones mediante la emisión de deuda para el financiamiento del proyecto surge la necesidad de trabajar sobre la base del flujo de caja para la empresa y descontarlo al costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC combina el costo de capital del accionista y el costo de la deuda según la estructura deuda / equity de la empresa, la cual asciende a 20% y 80%, respectivamente.

Dado que, a partir de la obtención del financiamiento del proyecto por US\$ 25 millones, la estructura de capital de la empresa es 20% deuda y 80% equity, trabajamos sobre la base del flujo de caja libre para la firma y utilizamos al costo promedio ponderado del capital (WACC) como la tasa empleada para descontar los flujos.

Para el cálculo del WACC, utilizamos un COK de 12.78% y un costo de deuda de 25%. Este último se deriva de la tasa interna de retorno (TIR) de los inversionistas al financiar US\$ 25 millones y recibir a cambio pagos mensuales en onzas de oro por un total de 36,800 onzas a los precios utilizados en la presente valorización.

Utilizando una tasa de impuestos de 30%, el WACC utilizado asciende a **13.75%**.

La valorización de RIO se realizó sobre la base de los recursos publicados en el NI 43 -101, realizado por Coffey Mining en el 2008 e incluyen el desarrollo de la primera etapa del proyecto de Óxidos de Oro así como el valor de los minerales in Situ contenidos en 1,720 hectáreas de las 21,000 hectáreas que forman parte de La Arena. Como mencionamos anteriormente, el desarrollo y explotación de los Óxidos de Oro constituyen recursos por 1 millón de onzas de oro y, por lo tanto, existe la necesidad de valorizar las reservas de oro y cobre in Situ para poder determinar el valor fundamental de RIO.

El desarrollo del proyecto de Óxidos de Oro arroja un valor de US\$ 45.39 millones, menor en 4.20% al publicado en el reporte de valorización de cobertura inicial. Asimismo, la valorización de los minerales in Situ se incrementó 43.46% de US\$ 127.24 millones a US\$ 182.54 millones, luego de revisar el valor de los minerales in situ al alza y reducir el descuento a dichos valores de 30% a 25%, al mitigar el riesgo de financiamiento y encontrarse más próximos a alcanzar el inicio de producción.

Valorización Óxidos + Mineral In Situ	Millones de US\$
Valorización Óxidos	45.39
Valorización Oro In Situ	126.29
Valorización Cobre In Situ	56.25
Valor Total La Arena	227.93
Valor Deuda	-25.00
Valor Equity de RIO	202.93
Acciones en Circulación - Post Money	127.23
Valor Fundamental de RIO	1.59

Fuente: KALLPA SAB
Elaboración Propia


Modelo Financiero RIO ALTO MINING LIMITED
Estado de Resultados en US\$

	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e	2014 ^e	2015 ^e	2016 ^e	2017 ^e
Total Ingresos	38,972,082	103,911,708	66,665,963	64,706,846	85,850,143	46,991,936	29,004,415
Regalías	-389,721	-1,478,234	-733,319	-694,137	-1,117,003	-469,919	-290,044
Ingresos netos	38,582,362	102,433,474	65,932,644	64,012,709	84,733,140	46,522,017	28,714,371
Costos y gastos operativos ^{1/}							
Costo de ventas (Exc. depreciación y amortización)	-23,321,722	-48,227,129	-49,666,217	-49,602,410	-49,034,927	-5,736,058	-1,272,000
Depreciación y amortización ^{2/}	-4,356,978	-4,553,344	-20,599,443	-20,555,707	-21,542,202	-3,058,432	-3,058,432
Gastos de venta, generales y adm.	-500,000	-500,000	-500,000	-500,000	-500,000	-500,000	-500,000
Utilidad Operativa ^{3/}	10,403,662	49,153,001	-4,833,017	-6,645,408	13,656,011	37,227,527	23,883,939
Ingresos y gastos financieros	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos y particip.	10,403,662	49,153,001	-4,833,017	-6,645,408	13,656,011	37,227,527	23,883,939
Participación de los trabajadores	-832,293	-3,932,240	-	-	-1,092,481	-2,978,202	-1,910,715
Impuesto a la Renta	-1,071,411	-13,566,228	-	-	-2,556,473	-10,274,797	-6,591,967
Utilidad Neta	8,499,958	31,654,532	-4,833,017	-6,645,408	10,007,057	23,974,527	15,381,257

1/ Los costos operativos se mantienen relativamente constantes para la vida útil de la mina, salvo en los años 2016 y 2017. En estos dos años el costo operativo relacionado al minado es bastante menor dado que las toneladas minadas al día totalizan 1.175 y 0 miles de toneladas, respectivamente, en comparación al ritmo de producción de 10,000 y 24,000 toneladas por día observadas en años anteriores. No obstante las onzas de oro recuperadas ascienden a 54 y 34 mil, en comparación al ritmo de producción anual de 50 y 100 miles de onzas, observado en años anteriores. Las onzas recuperadas en los dos últimos años poseen un costo operativo bastante menor dado que se trabajan las toneladas ya minadas que se mantienen en el leach pad.

2/ El salto en la depreciación en los años 2013 - 2015 se explica por el incremento en los activos intangibles de RIO luego de adquirir el 100% de La Arena al ejercer la opción que mantiene con IMG. Los intangibles se deprecian a una tasa anual de 33.3%.

3/ La utilidad operativa es negativa en los años 2013 y 2014 ante la presencia de una fuerte depreciación entre los años 2013 y 2015 producto del incremento en los activos intangibles de RIO y dado que los ingresos de RIO se reducen por el pago del financiamiento a los inversionistas del extranjero por US\$ 25 millones.



KALLPA SECURITIES SOCIEDAD AGENTE DE BOLSA**Gerencia General**

Alberto Arispe	Gerente General	(+511) 6275225	aarispe@kallpasab.com
----------------	-----------------	----------------	--

Trading

Enrique Hernández	Head Trader	(+511) 6275221	ehernandez@kallpasab.com
Eduardo Fernandini	Trader	(+511) 6275222	efernandini@kallpasab.com

Finanzas Corporativas

Ricardo Carrión	Gerente	(+511) 6275220	rcarrion@kallpasab.com
-----------------	---------	----------------	--

Equity Research

María Belén Vega	Analista	(+511) 6275220	mvega@kallpasab.com
Miloban Paredes	Analista	(+511) 6275220	mparedes@kallpasab.com

Operaciones

Eduardo Macpherson	Jefe de Operaciones	(+511) 6275220	emacpherson@kallpasab.com
--------------------	---------------------	----------------	--

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.