

**Alberto Arispe**

Jefe de Research

(511) 630 7500

[aaarispe@kallpasab.com](mailto:aaarispe@kallpasab.com)
**Humberto León**

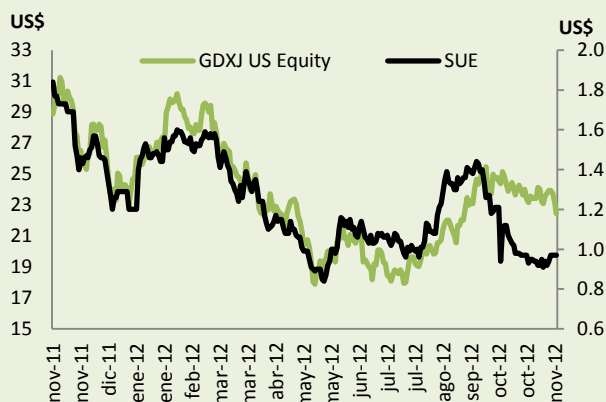
Analista

(511) 630 7527

[hleon@kallpasab.com](mailto:hleon@kallpasab.com)
**Sulliden Gold Corp. (BVL: SUE)**

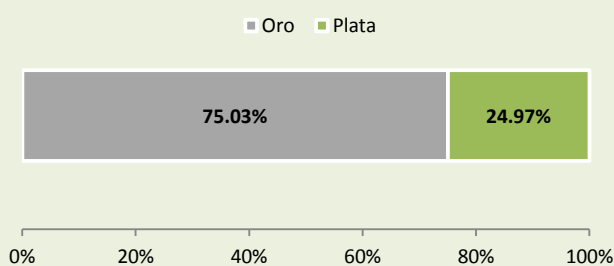
<b>Valor Fundamental del Equity (US\$ MM)</b>	431.01
<b>Valor Fundamental por Acción (US\$)</b>	▼ 1.77
Anterior Valor Fundamental (May - 12)	2.01
<b>Recomendación</b>	<b>Sobreponderar +</b>
Capitalización Bursátil (US\$ MM)	235.86
Precio de Mercado por Acción (US\$)	0.97
Potencial de apreciación	82.47%
Acciones en Circulación (MM)	243.16
Acciones en Circ. - Fully Diluted (MM)	265.20
Rango 52 semanas	0.82- 1.61
Variación YTD	-19.17%
ADTV - LTM (US\$ 000)	196.27
Negociación: Bolsa principal	TSXV
Bolsas secundarias	BVL, Frankfurt, OTC

Fuente: Bloomberg, Sulliden, Kallpa SAB

**Gráfico N° 1: Sulliden vs GDJ**


Sulliden fue incorporada al ETF Junior Gold Miners (NYSE: GDJ) de Van Eck Global en junio de 2011, el cual se focaliza en empresas de baja capitalización en etapa de exploración & desarrollo.

Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 2: Distribución de recursos totales**


El 75% de los recursos de Sulliden corresponden a oro. Por lo tanto, la empresa posee una fuerte exposición al metal precioso.

Fuente: Sulliden

**Sector Minería Junior**
**Valor Fundamental**

# Sulliden Gold Corp.

**US\$ 1.77**
**Sobreponderar +**

Kallpa Securities SAB actualiza la valorización de **Sulliden Gold Corp. (Sulliden)** recomendando **sobreponderar +** las acciones en un portafolio *benchmark* para el mercado peruano. Nuestro valor fundamental por acción de **US\$ 1.77**, supera en 82.47% al precio de mercado de US\$ 0.97 al cierre del 13 de noviembre de 2012.

**Tesis de Inversión: Sobreponderar +**
**Estudio de Factibilidad y Próxima presentación del EIA**

- ▼ Estudio de Factibilidad menor al esperado
- ▲ Mejora en los recursos estimados
- ▲ Menor CapEx
- ▲ Otorgamiento de línea de crédito por US\$125 millones
- Punto Crítico: Presentación del EIA

**Exposición al oro.-** Sulliden representa una fuerte exposición al oro, el cual representa el 75% del portafolio de recursos totales de Shahuindo. Creemos que la coyuntura económica global, así como las decisiones de los bancos centrales de mantener las tasas de interés referenciales en los niveles actuales continuará brindando sustento al precio del metal precioso. (Ver Gráfico 1 y 2)

**Depósito de mediana escala & bajo costo.-** Shahuindo es un depósito aurífero de mediana escala con recursos medidos e indicados por 3.2M Oz Eq Au y recursos inferidos por 2.2M Oz Eq Au equivalentes, bajo la forma de óxidos y sulfuros de oro y plata. No obstante la inversión inicial para el inicio de operaciones de la mina de tajo abierto @10K TPD para la explotación de los óxidos de oro totaliza **US\$ 131.8 millones**. Estimamos una producción anual LOM (Life of mine por sus siglas en inglés) de 83,416 Oz Au @ cash cost US\$/Oz 552, bajo un proceso de lixiviación en pilas sin necesidad de mayor chancado o molienda.

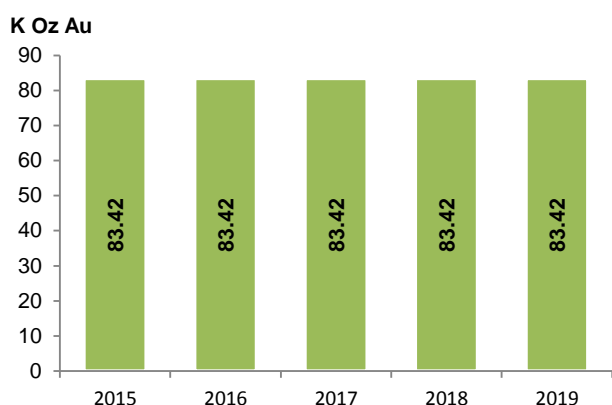
**Proyecto pronto a presentar EIA.-** El proyecto se encuentra en una avanzada etapa de desarrollo, pues el 9 de noviembre de este año se publicó el reporte NI 43-101 con el Estudio de Factibilidad. Asimismo, el 8 de noviembre Sulliden anunció que obtuvo financiamiento por US\$ 125MM a través de Credit Suisse y Barclays Bank para su proyecto Shahuindo, con lo que ya tendría prácticamente todo el CapEx inicial para iniciar sus operaciones. Creemos que, de aprobarse el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) en el tiempo estimado por la Gerencia, Shahuindo podría iniciar operaciones para el Q4 2014 o Q1 2015.

**Tabla 1. Estimación de Recursos según Sulliden**

	Au contenido (Oz)	Ley Au (g/t)	Ag contenida (Oz)	Ley Ag (g/t)
<b>Total de recursos</b>	2,438,000	0.52	33,370,000	7.1
<b>Medidos</b>				
Óxido	766,000	0.59	10,530,000	8.1
Mixtos	19,000	0.75	850,000	33.7
<b>Indicados</b>				
Óxido	1,624,000	0.48	21,080,000	6.3
Mixtos	29,000	0.77	910,000	23.8
<b>Total de recursos inferidos</b>	1,628,000	0.71	46,560,000	20.4
<b>Inferidos</b>				
Óxido	124,000	0.40	1,330,000	4.3
Mixtos	-	0.68	10,000	12.2
Sulfuros	1,504,000	0.76	45,220,000	22.9

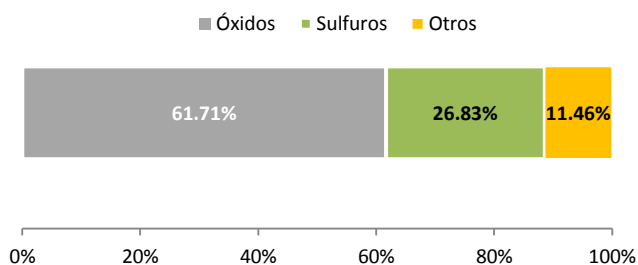
Fuente: Sulliden

**Gráfico N° 3: Producción estimada de oro**



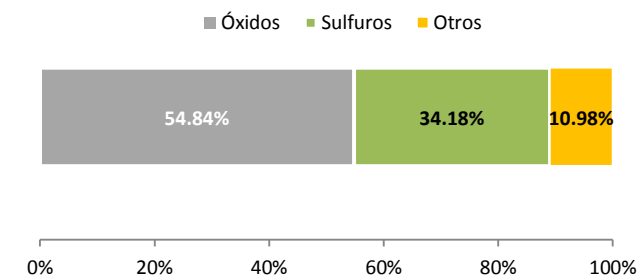
Fuente: Kallpa SAB

**Gráfico N° 4: Valorización de Sulliden (May-12)**



Fuente: Kallpa SAB

**Gráfico N° 5: Valorización de Sulliden (Nov-12)**



Fuente: Kallpa SAB

**Nueva estimación de recursos.-** Conforme a lo previsto en nuestro informe de cobertura inicial, Sulliden anunció una nueva estimación de recursos en septiembre del presente año y se tangibilizó con la publicación del Informe Técnico NI 43-101 publicado el 19 de octubre del 2012. En dicho Informe se establece la nueva configuración de recursos para Shahuindo que se pueden apreciar en la *Tabla 1*. Versus la anterior clasificación de recursos, tenemos una mejora en la calidad de recursos pues ya contamos con recursos medidos. Ahora, el total de recursos auríferos indicados y medidos asciende a 2.44 MM Oz Au @ 0.52 g/t Au y los recursos inferidos a 1.63 MM Oz Au @ 0.71 g/t Au. En cuanto a recursos de plata tenemos: 33.37 MM Oz Ag @ 7.1 g/t Ag y los recursos inferidos ascienden a 46.56 MM Oz Ag @ 20.4 g/t Ag.

**Nuevo nivel de producción.-** Una de las noticias que ha tenido mayor impacto en nuestra evaluación de la empresa es el tamaño de planta. Inicialmente y de acuerdo a nuestro modelo anterior, la empresa consideraba un tamaño de 22,000 TPD. Sin embargo, recientemente han reducido dicho tamaño a 10,000 TPD, con lo que necesitarían un CapEx menor para poner en funcionamiento la mina. Esto reditúa en una producción menor de onzas de oro. Versus nuestro estimado de producción anual, tenemos un decremento de 40.71% reduciéndose el ritmo anual de producción de 140,682 Oz Au a 83,416 Oz Au (*Ver Gráfico 3*)

**Componentes de valorización.-** Aún considerando la mejora en los recursos, reducir el tamaño de planta tiene un impacto directo en el modelo por la menor producción resultante de onzas de oro por año. Siguiendo el modelo original, hemos modificado el *forecast* del precio promedio de oro en el 2015 a 1,700 US\$/Oz y de ahí en adelante a 1,360 US\$/Oz. Asimismo, nuestra tasa de descuento calculada mediante el WACC es muy similar sólo que hemos tomado como costo de la deuda, aproximadamente la tasa LIBOR+4.85% del financiamiento reciente que ha obtenido la empresa. Finalmente actualizamos el precio in situ del oro (US\$ 90.5 Oz) con los datos actualizados de *Market Cap* de empresas comparables con Shahuindo (*ver Tabla 2, en la siguiente página donde se muestra el detalle*). Considerando lo expuesto, el VAN del proyecto (sólo óxidos Au) asciende a **US\$ 236.4 MM** vs los US\$ 301.4 MM anterior (-21.57%) mientras que el valor in situ (sulfuros) asciende a **US\$ 147.3 MM** vs los US\$ 131.1 MM (+12.36%). (*Ver Gráficos 4 y 5*)

**Catalizadores de corto/mediano/largo plazo.-**

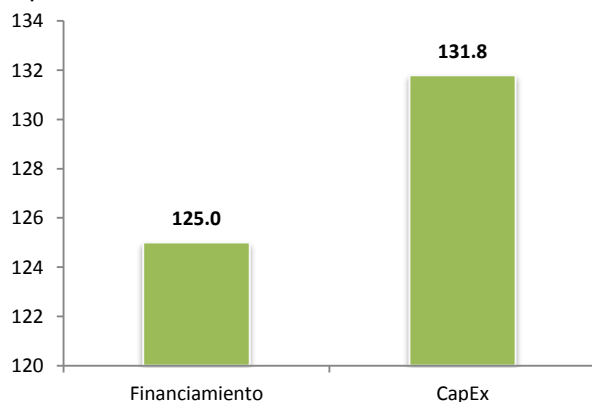
- Q4 2012 Presentación del EIA al MEM
- Q4 2012 Finalización de adq. de derechos superficiales
- Q4 2013 Inicio de construcción de Shahuindo
- Q4 2014 / Q1 2015 Inicio de operaciones/producción

**Tabla 2. Muestra de empresas mineras auríferas comparables a Sulliden**

Empresa	Proyecto Principal	Ubicación	Market Cap (US\$)	Recursos (M Oz Eq Au)	Market Cap / M Oz Au Eq (US\$)
Andina Minerals Inc.	Volcan	Chile	83.9	10.4	8.0
Carpathian Gold Inc.	Rovina Valley	Romania	177.6	9.9	17.9
Detour Gold Corporation	Detour Lake	Canadá	3200.7	25.6	125.1
Eco Oro Minerals Corp	Angostura	Colombia	109.5	6.1	18.1
Extorre Gold Mines Limited	Cerro Moro	Argentina	414.0	2.2	188.5
Gabriel Resources Ltd.	Rosia Montana	Romania	973.0	18.9	51.6
Golden Queen Mining Co.	Soledad Mountain	USA	391.5	2.5	155.2
Great Basin Gold Ltd.	Burnstone	USA	44.2	25.9	1.7
Guyana Goldfields Inc	Aurora Project	Guyana	285.0	7.5	37.9
International Tower Hill	Livengood	USA	234.4	22.5	10.4
Keegan Resources Inc.	Esaase	Ghana	327.9	4.3	75.6
Luna Gold Corp.	Aurizona	Brasil	372.3	4.6	80.5
Minera IRL	Ollachea	Perú	129.1	3.3	39.5
Rainy River Resources Ltd.	Rainy River	Canadá	404.0	8.3	48.8
Rio Alto Mining Limited	La Arena	Perú	990.2	15.0	66.2
Rio Novo Gold Inc.	Almas Gold	Brasil	27.2	2.3	12.1
Romarco Minerals Inc.	Haile Gold	USA	532.0	4.8	109.8
Rubicon Minerals Corp.	Phoenix Gold	Canadá	997.8	2.8	357.5
Seabridge Gold Inc.	KMS	Canadá	740.0	86.5	8.6
Silver Lake Resources Ltd.	Mount Monger	Australia	791.5	3.5	225.4
Timmins Gold Corp.	San Francisco	México	479.5	2.9	163.9
Torex Gold Resources Inc.	Morelos	México	900.3	3.3	271.6
Tyhee Gold Corp.	Yellowknife	Canadá	20.8	2.5	8.5
<b>Sulliden Gold Corp.</b>	<b>Shahuindo</b>	<b>Perú</b>	<b>235.9</b>	<b>5.5</b>	<b>43.2</b>
			<b>Promedio</b>	<b>90.5</b>	
			Mediana	51.6	
			Mínimo	1.7	
			Máximo	357.5	

1. Precio al cierre del 9 de noviembre de 2012  
Fuente Kallpa SAB, Bloomberg y Empresas

**Gráfico N° 6: Financiamiento de CapEx**  
US\$ MM



Fuente: Sulliden, Kallpa SAB

**Mapa N° 1: Ubicación del proyecto**



Fuente: Sulliden

**Financiamiento para el CapEx.-** Como comentamos, el pasado 8 de noviembre, Sulliden anunció que obtuvo financiamiento por US\$ 125 millones por parte de Credit Suisse AG y Barclays Bank PLC para la construcción y desarrollo de su Proyecto Shahuindo. Los términos del financiamiento serán con una tasa LIBOR+4.85% antes de la finalización y LIBOR+4.35% luego de la finalización del mismo.

Este préstamo de US\$ 125MM financiará una importante parte del capital necesario para la primera fase del proyecto Shahuindo. Considerando que el CapEx aproximado está calculado en US\$ 131.8MM vemos que esta inyección de capital proveerá casi el 95% del capital necesario (Ver Gráfico 6).

**Presentación del Estudio de Impacto Ambiental ante el MINEM.-** Un tema clave que queda pendiente, es la presentación del EIA de Shahuindo ante el Ministerio de Energía y Minas. Inicialmente se esperaba que se presente el EIA a fines del 2012 pero podría tomar un poco más de lo previsto. Entendemos que la obtención del reciente financiamiento, será un catalizador para agilizar las gestiones para presentar el EIA, pues sin la aprobación por parte del MINEM no pueden iniciar operaciones, y más aún, dicha aprobación usualmente puede tomar varios meses.

**No hay evidencia de conflictos sociales.-** Considerando el asunto social del proyecto Conga de Yanacocha, no vemos que Shahuindo haya sido afectado por este fenómeno, a pesar de estar en el mismo departamento y a unos 80 kilómetros al norte de Shahuindo (Ver Mapa N° 1).

Producción	2015e	2016e	2017e	2018e
Oro (K Oz)	83.4	83.4	83.4	83.4
Plata (K Oz)	164.9	164.9	164.9	164.9
Precio Oro (US\$/Oz)	1,700	1,360	1,360	1,360
Cash cost (US\$/Oz) <sup>1</sup>	523	523	523	523
Cash cost (US\$/Oz) <sup>2</sup>	552	552	552	552

1 y 2: Incluye costos dentro/fuera de la mina, cargos de tratamiento y refinado

2: Incluye también créditos por subproductos de plata

Modelo - Shahuindo - US\$ M	2015e	2016e	2017e	2018e
Ingresos	146.4	116.4	116.4	116.4
Costo de Ventas	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>102.8</b>	<b>72.8</b>	<b>72.8</b>	<b>72.8</b>
Corp Overhaul & Otros	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
<b>EBITDA</b>	<b>100.8</b>	<b>70.8</b>	<b>70.8</b>	<b>70.8</b>
Depreciación	-12.2	-20.6	-20.6	-20.6
Regalías & Trab	-12.7	-7.2	-7.2	-7.2
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>75.9</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>	<b>43.0</b>
Impuestos	-4.8	-12.9	-12.9	-12.9
<b>Utilidad Neta</b>	<b>71.1</b>	<b>30.1</b>	<b>30.1</b>	<b>30.1</b>

**Estimaciones de Recursos (NI 43-101 MDA , 2012)**

Óxidos	MT	Au g/t	Ag g/t M Oz AuEq
Indicados y medidos	145.30	0.54	7.20
Inferidos	9.60	0.40	4.30
<b>Mixtos + sulfuros</b>	<b>MT</b>	<b>Au g/t</b>	<b>Ag g/t M Oz AuEq</b>
Medidos	7.80	0.75	33.70
Indicados	1.20	0.77	23.80
Inferidos	61.40	0.72	17.55

**Componentes Valorización Sulliden - US\$ MM**

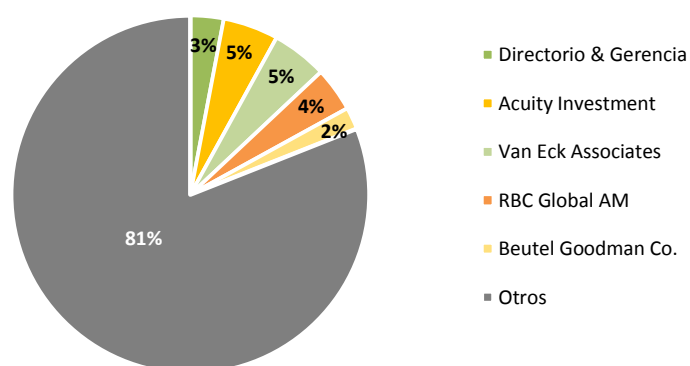
Mina / Proyecto	Metod	Valor	Dcto	Valor Dcto
A. Shahuindo - Óxidos	DCF	236.4	1x	236.40
B. Shahuindo - Sulfuros	In Situ	196.0	0.75x	147.30
C. East Sullivan	-	-	-	-
<b>Total (A+B+C)</b>		<b>432.4</b>		<b>383.70</b>

**Estructura de Capital**

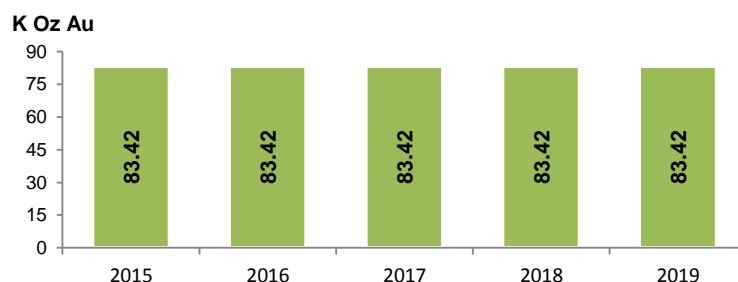
	US\$ MM
Deuda	-
Equity	183.20
Posición Caja	47.30
Acciones en circulación - MM	243.20
Opciones en circulación - MM	22.02
Acciones Fully Diluted - MM	265.20

\* Patrimonio de Sulliden al 31 de julio 2012

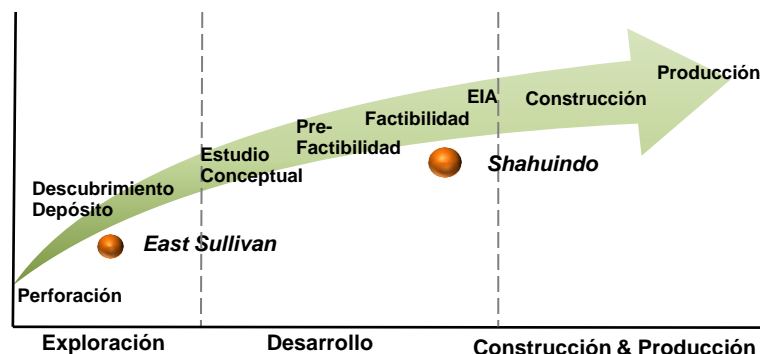
**Principales Accionistas**



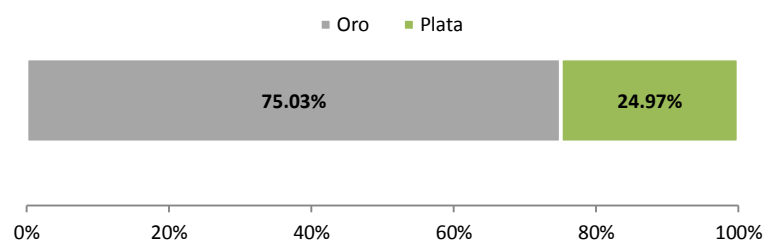
**Producción Estimada de Au**



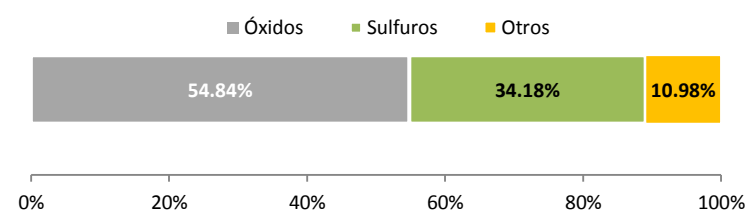
**Portafolio de proyectos/minas**



**Composición de recursos**



**Componentes Valorización Sulliden**



**Valor Fundamental**

Valor Equity - US\$ MM	431.0
Acciones en Circ - MM	243.2
<b>Valor Fundamental - US\$</b>	<b>1.77</b>
Precio de Mercado - US\$	1.0
Potencial Upside - %	82.0

**Directorio y Gerencia**

Nombre	Cargo	Experiencia
Peter Tagliamonte	CEO & Director	Minería
Stan Bharti	Chairman	Finanzas
Denis Arsenault	CFO	Finanzas
James Coleman	Director	Derecho
Leonard Harris	Director	Minería
Bruce Humphrey	Director	Minería
George Faught	Director	Finanzas
Don Dudek	Director	Geología
J. Fernández-Concha	G.Gral Perú	Derecho
Joe Milbourne	VP Operaciones	Metalurgia

## Apéndice: Declaraciones de Responsabilidad

### Certificación del analista

El analista que preparó el presente reporte certifica que: i) las opiniones expresadas en el presente reporte de valorización, en relación con el emisor y panorama de la empresa, reflejan su opinión personal y ii) ninguna parte de su compensación salarial fue, es o estará relacionada directa o indirectamente a las recomendaciones expresadas en el presente reporte.

Las compensaciones económicas del analista que preparó este reporte están basadas en diversos factores, incluyendo pero no limitadas a las rentabilidades de Kallpa Securities SAB y las ganancias generadas por sus distintas áreas, incluyendo banca de inversión. Además, el analista no recibe compensación alguna por las empresas que cubre.

El reporte de valorización fue preparado por trabajadores de Kallpa Securities SAB, que mantienen el título de Analista. Las personas involucradas en la elaboración del presente reporte están autorizadas a mantener acciones.

Los precios de las acciones en el presente reporte están basados sobre el precio de mercado al cierre del día anterior a la publicación del presente reporte, al menos que sea explícitamente señalado.

### Generales

Este documento es exclusivamente para fines informativos. Bajo ninguna circunstancia debe 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. Los productos mencionados en este documento podrían no estar disponibles para su compra en algunos países.

Kallpa Securities SAB tiene políticas razonablemente diseñadas para prevenir o controlar el intercambio de información no-pública empleada por áreas como Research e Inversiones, Mercado de Capitales, entre otras.

### Definición de rangos de calificación

Kallpa Securities SAB cuenta con 5 rangos de valorización: Sobreponderar+, Sobreponderar, Neutral, Subponderar y Subponderar-. El analista asignará uno de estos rangos a su cobertura.

Subponderar -	< - 40%	> + 40%	Sobreponderar +
Subponderar	- 40% a - 20%	+ 20% a + 40%	Sobreponderar
Neutral	- 20% a 0%	0% a + 20%	Neutral

El rango asignado a cada empresa cubierta por el analista en estos reportes se basa en el análisis/seguimiento que Kallpa Securities SAB ha venido realizándole a la empresa. En algunos casos el analista puede expresar su punto de vista en el corto plazo a traders, vendedores, ciertos clientes de Kallpa Securities SAB pero dicho punto de vista puede diferir en el tiempo por la volatilidad del mercado y otros factores.

El valor fundamental calculado por Kallpa Securities SAB se realiza sobre la base de una o más metodologías de valorización comunmente utilizadas entre analistas financieros, incluyendo, pero no limitadas a flujos de caja descontados, comparables, valorización In Situ o cualquier otra metodología aplicable. Cabe destacar que la publicación de un valor fundamental no implica garantía alguna que este sea alcanzado.

## KALLPA SECURITIES SOCIEDAD AGENTE DE BOLSA

### GERENCIA GENERAL

**Alberto Arispe**  
 Gerente  
 (511) 630 7500  
[aarispe@kallpasab.com](mailto:aarispe@kallpasab.com)

### TRADING

**Enrique Hernández**  
 Gerente  
 (51 1) 630 7515  
[ehernandez@kallpasab.com](mailto:ehernandez@kallpasab.com)

**Eduardo Fernandini**  
 Head Trader  
 (51 1) 630 7516  
[efernandini@kallpasab.com](mailto:efernandini@kallpasab.com)

**Javier Frisancho**  
 Trader  
 (51 1) 630 7517  
[jfrisancho@kallpasab.com](mailto:jfrisancho@kallpasab.com)

**Jorge Rodríguez**  
 Trader  
 (51 1) 630 7518  
[jrodriguez@kallpasab.com](mailto:jrodriguez@kallpasab.com)

### FINANZAS CORPORATIVAS

**Ricardo Carrión**  
 Gerente  
 (51 1) 630 7500  
[rcarrion@kallpasab.com](mailto:rcarrion@kallpasab.com)

### EQUITY RESEARCH

**Marco Contreras**  
 Analista  
 (51 1) 630 7528  
[mcontreras@kallpasab.com](mailto:mcontreras@kallpasab.com)

**Edder Castro**  
 Analista  
 (51 1) 630 7529  
[ecastro@kallpasab.com](mailto:ecastro@kallpasab.com)

**Humberto León**  
 Analista  
 (51 1) 630 7527  
[hleon@kallpasab.com](mailto:hleon@kallpasab.com)

**Fátima Ramírez**  
 Asistente  
 (51 1) 630 7500  
[framirez@kallpasab.com](mailto:framirez@kallpasab.com)

### OPERACIONES

**Elizabeth Cueva**  
 Gerente  
 (51 1) 630 7521  
[ecueva@kallpasab.com](mailto:ecueva@kallpasab.com)

**Alan Noa**  
 Analista - Valores  
 (51 1) 630 7523  
[anoa@kallpasab.com](mailto:anoa@kallpasab.com)

**Mariano Bazán**  
 Analista - Tesorería  
 (51 1) 630 7522  
[mbazan@kallpasab.com](mailto:mbazan@kallpasab.com)

**Armando Trujillo**  
 Jefe de Sistemas  
 (51 1) 630 7500  
[atrujillo@kallpasab.com](mailto:atrujillo@kallpasab.com)

### OFICINA - MIRAFLORES

**Jose Antonio Avendaño**  
 Representante  
 (51 1) 652 6452  
[javendano@kallpasab.com](mailto:javendano@kallpasab.com)

**Daniel Berger**  
 Representante  
 (51 1) 652 6453  
[dberger@kallpasab.com](mailto:dberger@kallpasab.com)

**Victor Hugo Rossel**  
 Representante  
 (51 1) 652 6400  
[vrassel@kallpasab.com](mailto:vrassel@kallpasab.com)

### OFICINA - CHACARILLA

**Hernando Pastor**  
 Representante  
 (51 1) 626 8700  
[hpastor@kallpasab.com](mailto:hpastor@kallpasab.com)

**Gerardo del Aguila**  
 Representante  
 (51 1) 626 8700  
[gdelaguila@kallpasab.com](mailto:gdelaguila@kallpasab.com)

### OFICINA - EL POLO

**Ana María Castro**  
 Representante  
 (51 1) 630 7532  
[amcastro@kallpasab.com](mailto:amcastro@kallpasab.com)

**Gissella Gárate**  
 Asesora de Inversiones  
 (51 1) 630 7533  
[ggarate@kallpasab.com](mailto:ggarate@kallpasab.com)

### OFICINA - AREQUIPA

**Jesús Molina**  
 Representante  
 (51 54) 272 937  
[jmolina@kallpasab.com](mailto:jmolina@kallpasab.com)