
MINSUR S.A. : ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE LA GERENCIA PARA EL CUARTO TRIMESTRE DEL AÑO 2014

Lima, Febrero 16, 2015 – MINSUR S.A. (BVL: MINSURI1) (“la Compañía” o “Minsur”) compañía minera peruana dedicada a la explotación, procesamiento y comercialización de estaño y otros minerales, anuncia sus resultados individuales para el cuarto trimestre del año 2014 (“4T14”). Estos resultados son reportados en forma individual de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y se expresan en Dólares Americanos (US\$).

I. RESULTADOS OPERATIVOS Y FINANCIEROS DESTACADOS:

- La **producción de estaño** en el 4T14 alcanzó **6,190 toneladas**, **7%** por debajo del 4T13. La producción en el 2014 alcanzó **24,223 toneladas**, ligeramente por encima de la producción del 2013
- La **producción de oro** en el 4T14 alcanzó **28,097 onzas**, **13%** por encima del 4T13, como resultado del incremento de la capacidad de tratamiento de 14,000 TPD en el 4T13 a 17,500 TPD en el 4T14 y una mayor ley de explotación.
- Las **ventas** alcanzaron los **US\$ 168.2 MM** en el 4T14, **17%** por debajo del 4T13. No obstante, las **ventas** en el 2014 alcanzaron los **US\$760.2 MM**, **1%** por encima de lo reportado en el 2013.
- Incremento del **123%** en **gasto de exploración y proyectos** en el 4T14 debido a exploraciones en zonas aledañas a las operaciones y avances con el estudio de pre-factibilidad del tratamiento de relaves en San Rafael.
- El **EBITDA¹** alcanzó **US\$ 68.4 MM** en el 4T14, **39% (-US\$ 43.4 MM)** por debajo de lo reportado en el 4T13. Del mismo modo el **EBITDA** en el año 2014 fue **15%** menor al del 2013, como resultado del mayor costo de ventas y gasto de exploración y proyectos, en línea con los esfuerzos para optimizar la capacidad de las plantas y extender la vida de las minas.
- Los **gastos financieros** en el 4T14 y 2014 alcanzaron los **-US\$ 8MM** y **-US\$29 MM**, respectivamente. Estos representaron un incremento con respecto a los reportados en el 2013, principalmente asociados a la emisión de bonos que se llevó a cabo en el 1T14 por US\$450 millones con una tasa de 6.25%.
- En el 4T14 se adoptó el método de valor de participación patrimonial (VPP) para registrar las inversiones en subsidiarias, resultando en un **ajuste contable (non-cash)** de **-US\$ 16.7MM** en el 4T14 y de **-US\$ 71MM** en el 2014. La **utilidad neta** en el 4T14 fue **US\$ 1.2 MM**, **95%** por debajo del 4T13. Excluyendo el ajuste asociado al VPP, la utilidad neta hubiese alcanzado los **US\$17.9 MM**, **66%** menor a la del 4T13.
- Excluyendo también los gastos de exploración & proyectos, así como los gastos financieros, la Utilidad Neta en el 2014 hubiese alcanzado los US\$ 226.1 millones, 10% por debajo del 2013.

Cuadro N° 1: Resumen de Resultados Operativos y Financieros

Operativos							
Resumen Resultados	Unit	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Producción Estaño (Sn)	TM	6,190	6,643	-7%	24,223	24,132	0%
Producción Oro (Au)	Oz	28,097	24,769	13%	105,939	116,665	-9%
Financieros							
Resumen Resultados	Unit	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Ventas	US\$ MM	168.2	203.2	-17%	760.2	755.8	1%
Utilidad Bruta	US\$ MM	79.1	115.9	-32%	406.3	452.5	-10%
Gastos de Administración	US\$ MM	-10.0	-7.6	32%	-34.9	-31.4	11%
Gastos de Exploración y Proyectos	US\$ MM	-11.2	-5.0	123%	-28.6	-13.7	108%
EBITDA ⁽¹⁾	US\$ MM	68.4	111.8	-39%	384.1	453.0	-15%
Margen EBITDA	%	41%	55%	-26%	51%	60%	-16%
Utilidad Neta	US\$ MM	1.2	22.9	-95%	97.5	175.5	-44%
Utilidad Neta Ajustada ⁽²⁾	US\$ MM	17.9	52.7	-66%	168.4	235.0	-28%

² Utilidad Neta Ajustada = Utilidad Neta + Ajuste por cambio de método de participación patrimonial

II. ASPECTOS GENERALES:

a. Cotización de metales:

La cotización promedio del estaño (Sn) en el 4T14 alcanzó los US\$ 20,181 por TM, lo cual representa una disminución del 12% con respecto al mismo periodo del año 2013.

La cotización promedio del oro (Au) estuvo en US\$ 1,210 por onza en el 4T14, 6% por debajo de la cotización del mismo periodo del año anterior.

Cuadro N° 2: Cotizaciones de los metales

Cotizaciones	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Estaño	US\$/t	20,181	22,899	-12%	21,894	22,305	-2%
Oro	US\$/oz	1,210	1,291	-6%	1,266	1,411	-10%

Fuente: Bloomberg

b. Tipo de cambio:

El tipo de cambio promedio del 4T14 fue de S/. 2.92 por US\$, lo cual representa una depreciación del Nuevo Sol de 5%, comparada con la cotización promedio del 4T13 (S/. 2.78 por US\$).

Cuadro N° 3: Tipo de Cambio

Tipo de Cambio	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
PEN/USD	S/.	2.92	2.78	5%	2.84	2.70	5%

(Fuente: Banco Central de Reserva del Perú)

III. RESULTADOS DE OPERACIONES MINERAS:

a. San Rafael – Pisco (Perú):

Cuadro N°4. Resultados Operación San Rafael – Pisco

San Rafael - Pisco	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Operaciones							
Mineral Tratado	TM	277,703	254,405	9%	1,032,255	973,492	6%
Ley de Cabeza	%	2.48%	2.68%	-7%	2.48%	2.72%	-9%
Producción Estaño (Sn)	TM	6,190	6,643	-7%	24,223	24,132	0%
Cash Cost	US\$/TM Sn	9,145	7,852	16%	8,459	7,751	9%
Financieros							
Ventas	US\$ MM	131.1	164.3	-20%	621.4	597.9	4%
Volumen de Ventas - Tin	TM	6,334	7,040	-10%	27,443	26,183	5%
EBITDA	US\$ MM	47.7	88.4	-46%	307.7	344.7	-11%
Margen EBITDA	%	36%	54%	-32%	50%	58%	-14%

Nota: La Compañía continuó realizando pruebas de procesamiento del concentrado de estaño de la mina Pitinga (Taboca) en la fundición de Pisco. Las pruebas culminaron en Diciembre del 2014.

En el 4T14, la producción de estaño alcanzó 6,190 toneladas, lo que representa una disminución del 7% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esto explicado principalmente por una menor ley de cabeza de mineral, que pasó de 2.68% en el 4T13 a 2.48% en el 4T14. No obstante, en el 2014, la producción de estaño estuvo ligeramente por encima de la obtenida en el 2013, principalmente por el mayor tonelaje tratado (6% por encima del 2013) y la ejecución de un plan de optimización de inventarios de concentrados de estaño en la fundición de Pisco.

Las ventas alcanzaron US\$ 131.1 millones en el 4T14, lo que representa una reducción del 20% (-US\$ 33.2 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Esto se debe principalmente a: i) una reducción del 10% en el volumen de toneladas de estaño vendidas (6,334 en el 4T14 versus 7,040 en el 4T13), y ii) la menor cotización del precio de Sn en el 4T14 en comparación con el 4T13 (US\$/TM 20,181 en el 4T14 vs. US\$/TM 22,899 en el 4T13). Sin embargo, en el año 2014 las ventas alcanzaron US\$ 621.4 millones, 4% por encima de lo reportado en el 2013, principalmente por el mayor volumen de toneladas de estaño vendidas comparado con el 2013 (+1,260 toneladas), como resultado de la ejecución del plan de optimización de stocks de estaño metálico realizado en el año 2014, parcialmente compensado por el efecto de la menor cotización de estaño en el 2014 comparado al 2013.

El cash cost³ en el 4T14 (excluyendo el impacto de la compra y procesamiento del concentrado de estaño de Taboca) fue de US\$ 9,145 por tonelada de estaño, 16% por encima del cash cost en el 4T13. En el año 2014, el cash cost (excluyendo el impacto de la compra y procesamiento del concentrado de estaño de Taboca) alcanzó los US\$8,459 por tonelada de estaño metálico, 9% por

³Cash Cost = (Costo de Producción + gasto de ventas + movimiento de concentrados de estaño, excluyendo participación de trabajadores, depreciación y amortización)/ (Volumen de producción de estaño en toneladas, excluyendo las toneladas recuperadas al tratar el concentrado de Pitinga en Pisco)

encima de lo reportado en el 2013, principalmente por una mayor realización de stocks de concentrado de estaño a un mayor costo unitario.

El EBITDA de San Rafael - Pisco en el 4T14 alcanzó US\$ 47.7 millones, lo que representa una reducción del 46% (-US\$ 40.7 millones) con respecto al mismo periodo del año 2013. Esto debido en gran medida a i) las menores ventas de estaño metálico en el periodo y ii) al incremento de los gastos de exploración y de proyectos (+US\$ 4.6 millones) como resultado de la ejecución del plan de exploraciones en zonas aledañas a San Rafael y los avances en el estudio de pre-factibilidad del proyecto de tratamiento de relaves San Rafael. Así mismo, en el año 2014 el EBITDA alcanzó los US\$ 307.7 millones, 11% por debajo de lo alcanzado en el 2013, principalmente por i) el incremento del costo de ventas y gasto de exploración y proyectos, y ii) menor cotización del estaño, los cuales fueron parcialmente compensados por el mayor volumen de venta, como resultado de un programa de optimización de los stocks de producto final. Excluyendo los gastos de exploración y proyectos, el EBITDA en el año 2014 hubiese alcanzado los US\$330 millones, 7% por debajo de la misma cifra para el 2013.

b. Pucamarca (Perú):

Cuadro N°5. Resultados Operación Pucamarca

Pucamarca	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Operaciones							
Mineral Tratado	TM	1,492,728	1,160,707	29%	6,088,442	5,990,038	2%
Ley de Cabeza	g/t	0.767	0.726	6%	0.697	0.957	-27%
Producción Oro (Au)	Oz	28,097	24,769	13%	105,939	116,665	-9%
Cash Cost	US\$/Oz Au	328	400	-18%	356	383	-7%
Financieros							
Ventas	US\$ MM	37.2	38.9	-4%	138.8	157.9	-12%
Volumen de Ventas - Oro	Oz	30,916	30,533	1%	109,607	113,211	-3%
EBITDA	US\$ MM	20.7	23.4	-12%	76.3	108.4	-30%
Margen EBITDA	%	56%	60%	-7%	55%	69%	-20%

En el 4T14, la producción de oro alcanzó 28,097 onzas, lo que representa un incremento del 13% con respecto al mismo periodo del año anterior, principalmente por i) una mayor ley de cabeza de mineral, que pasó de 0.726 g/t en el 4T13 a 0.767 g/t en el mismo periodo del año 2014, en línea con el modelo geológico y el plan de minado de Pucamarca, y ii) un incremento del 29% del tonelaje tratado debido al incremento de la capacidad de la planta que pasó de 14,000 TPD en el 4T13 a 17,500 TPD en el 4T14.

Las ventas alcanzaron US\$ 37.2 millones en el 4T14, lo que representa una disminución del 4% (-US\$ 1.7 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Esto debido a una menor cotización del precio del oro en el 4T14 en comparación al mismo periodo del año anterior (US\$1,210 en el 4T14 versus US\$ 1,291 en el 4T13), parcialmente compensado por un mayor volumen de ventas en el 4T14 de 30,916 onzas vs. 30,533 onzas en el 4T13.

El cash cost⁴ por onza de oro en el 4T14 fue US\$ 328, lo cual representó una reducción del 18% comparado al 4T13. Esta disminución se dio principalmente debido a la mayor producción de onzas de oro en el 4T14 (28,097 en el 4T14 vs. 24,769 en el 4T13), como resultado del mayor tonelaje tratado, así como una mayor ley de cabeza. Del mismo modo, el cash cost por onza de oro en el 2014 fue US\$ 356, 7% por debajo de lo obtenido en el 2013, explicado por la presencia de mayores costos de producción en el 2013, asociados a pre-minado, no incurridos en el 2014.

El EBITDA de Pucamarca alcanzó US\$ 20.7 millones en el 4T14, lo que representa una reducción del 12% (-US\$ 2.7 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. La reducción del EBITDA se explica principalmente por i) un incremento del costo de ventas como resultado del mayor tonelaje tratado, y ii) el incremento del gasto de exploraciones del 155% (+US\$ 2.7 millones en el 4T14 vs. US\$1 millón en el 4T13) en línea con la ejecución del plan de exploración en zonas aledañas a la operación.

IV. CAPEX:

Cuadro N°6. CAPEX

CAPEX	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
San Rafael	US\$ MM	8.5	5.7	48%	16.5	18.2	-9%
Pisco	US\$ MM	0.5	0.6	-23%	1.9	1.8	4%
Pucamarca	US\$ MM	5.9	14.2	-58%	16.6	32.1	-48%
Otros	US\$ MM	0.2	2.1	-92%	0.7	2.7	-75%
Total Capex	US\$ MM	15.0	22.7	-34%	35.8	54.8	-35%

En el 4T14, el CAPEX fue de US\$ 15 millones, lo que representa una reducción del 34% (-US\$ 7.7 millones) con respecto a lo presentado en el 4T13. Las principales inversiones en el periodo fueron:

- San Rafael: Recrecimiento de la presa de relaves y expansión del depósito de desmonte, en línea con el plan de sostenibilidad de la mina para el corto y mediano plazo.
- Pucamarca: Continuación de la construcción de la 2da etapa del PAD de lixiviación para la continuidad de la mina y el aumento de la capacidad de la planta de 14,000 TPD a 17,500 TPD.

⁴ Cash Cost = (costo de producción + gasto de ventas, excluyendo la participación de trabajadores, depreciación y amortización)/ (producción de onzas de oro)

V. RESULTADOS FINANCIEROS:

Cuadro N°7. Ganancias y Pérdidas

Ganancias y Pérdidas	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Ventas netas	US\$ MM	168.2	203.2	-17%	760.2	755.8	1%
Costo de Ventas	US\$ MM	-89.2	-87.2	2%	-353.9	-303.3	17%
Utilidad Bruta	US\$ MM	79.1	115.9	-32%	406.3	452.5	-10%
Gastos de Ventas	US\$ MM	-2.3	-3.2	-27%	-9.0	-10.1	-10%
Gastos de Administración	US\$ MM	-10.0	-7.6	32%	-34.9	-31.4	11%
Gastos de Exploración y Proyectos	US\$ MM	-11.2	-5.0	123%	-28.6	-13.7	108%
Otros ingresos y (gastos) operativos, neto	US\$ MM	-6.8	-4.5	50%	-11.9	-7.6	57%
Utilidad Operativa	US\$ MM	48.7	95.6	-49%	321.9	389.8	-17%
Otros ingresos y (gastos) financieros, neto	US\$ MM	-12.1	-0.1	19390%	-30.6	1.4	-2300%
Ajuste restitución método Part. Patrimonial ⁵	US\$ MM	-16.7	-29.8	-44%	-71.0	-59.5	19%
Utilidad Antes de Impuestos	US\$ MM	19.9	65.7	-70%	220.4	331.7	-34%
Impuesto a las ganancias	US\$ MM	-18.7	-42.8	-56%	-122.9	-156.2	-21%
Utilidad Neta	US\$ MM	1.2	22.9	-95%	97.5	175.5	-44%
Margen Neto	%	1%	11%	-94%	13%	23%	-45%
EBITDA	US\$ MM	68.4	111.8	-39%	384.1	453.0	-15%
Margen EBTIDA	%	41%	55%	-26%	51%	60%	-16%
Utilidad Neta Ajustada ⁶	US\$ MM	17.9	52.7	-66%	168.4	235.0	-28%

a. Ventas:

En el 4T14, las ventas alcanzaron US\$ 168.2 millones, una reducción del 17% (-US\$ 35 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta reducción se explica por i) una reducción del 10% en la cantidad de toneladas de estaño vendidas en el 4T14 en comparación con el mismo periodo del año 2013, ii) una reducción del 12% de la cotización de la tonelada de estaño, y iii) una disminución del 6% de la cotización de la onza de oro; todo esto parcialmente compensando con un mayor volumen de onzas de oro vendidas en el periodo (30,916 onzas de oro en el 4T14 vs. 30,533 onzas de oro en el 4T13). Cabe resaltar que las ventas en el 2014 alcanzaron los US\$ 760.2 millones, 1% por encima de lo alcanzado en el 2013. El incremento se dio principalmente por el mayor volumen de toneladas de estaño metálico vendido en el 2014, en línea con el plan de optimización de stocks de producto terminado.

Cuadro N°8. Volumen de Ventas por Línea de Producto

Volumen de Ventas	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Estaño	TM	6,334	7,040	-10%	27,443	26,183	5%
Oro	Oz	30,916	30,533	1%	109,607	113,211	-3%

⁵ De acuerdo con la NIC 8, el ajuste por la adopción del VPP como método para registrar las inversiones en subsidiarias y asociadas, se trata como un cambio en una política contable y por lo tanto, se deben ajustar retroactivamente los saldos reportados del periodo anterior.

⁶ Utilidad Neta Ajustada = Utilidad Neta + Ajuste por cambio de método de participación patrimonial

Cuadro N°9. Ventas en US\$ por Línea de Producto

Detalle de Ventas	Unidad	4T14	4T13	Var (%)	2014	2013	Var (%)
Estaño	US\$ MM	131.1	164.3	-20%	621.4	597.9	4%
Oro	US\$ MM	37.2	38.9	-4%	138.8	157.9	-12%
TOTAL	US\$ MM	168.2	203.2	-17%	760.2	755.8	1%

b. Utilidad Bruta:

La utilidad bruta en el 4T14 alcanzó los US\$ 79.1 millones, lo que significó una reducción del 32% (-US\$ 36.9 millones) con respecto al mismo periodo del año 2013. Del mismo modo, la utilidad bruta en el año 2014 alcanzó los US\$ 406.3 millones, 10% por debajo de la misma cifra en el año 2013; esto debido principalmente a i) las menores cotizaciones del estaño y del oro en 2014 comparado al 2013, y ii) el incremento del 17% en el costo de ventas en el año 2014 comparado al 2013, producto de la mayor realización de concentrados de estaño con mayor costo unitario.

c. Gastos Administrativos:

Los gastos administrativos en el 4T14, fueron US\$ 10 millones, lo que significó un aumento del 32% (US\$ 2.4 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Del mismo modo, los gastos administrativos en el 2014 fueron US\$ 34.9 millones, 11% por encima de lo reportado en el 2013, debido principalmente a un incremento en los gastos de personal como resultado del plan de consolidación de la organización, que incluye áreas claves tales como Desarrollo de Proyectos.

d. Gastos de Exploración y Proyectos:

En el 4T14, los gastos de exploración y proyectos fueron US\$ 11.2 millones, lo que significó un incremento del 123% (US\$ 6.2 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Así mismo, en el año 2014, los gastos de exploración y proyectos alcanzaron los US\$ 28.6 millones, 108% por encima de la cifra reportada en el 2013; El incremento se explica principalmente por i) la ejecución del programa de exploraciones en los alrededores a San Rafael y Pucamarca, y ii) la inversión en el estudio de pre-factibilidad del proyecto de tratamiento de relaves San Rafael.

e. EBITDA:

El EBITDA en el 4T14 alcanzó US\$ 68.4 millones, lo que significó una reducción del 39% (-US\$ 43.4 millones) con respecto al mismo periodo del año anterior. Así mismo, el EBITDA en el año 2014 alcanzó los US\$ 384.1 millones, 15% por debajo de lo alcanzado en el año 2013, esto debido a i) el menor volumen de ventas de onzas de oro, ii) la menor cotización del precio del estaño y del oro, iii) el mayor costo de ventas producto de la mayor realización de stocks de concentrado de estaño con un mayor costo unitarios, y iv) el mayor gasto de exploración y proyectos.

Cabe la pena resaltar que de excluir los gastos de exploración y proyectos, el EBITDA hubiese alcanzado los US\$ 412.4 millones, 12% por debajo de la misma cifra para el año 2013.

f. Otros Ingresos/Otros Egresos:

Los otros ingresos/egresos en el 4T14 y 2014 fueron superiores a los del 4T13 y 2013 principalmente por el mayor gasto financiero, el cual alcanzó los US\$ 8 millones en el 4T14 y US\$ 29 millones en el 2014, producto de los gastos asociados a la emisión de bonos, que se llevó a cabo en el 1T14, por US\$450 millones con una tasa de 6.25%.

g. Utilidad Neta:

La Utilidad Neta en el 4T14 alcanzó US\$ 1.2 millones, una reducción del 95% (-US\$ 21.9 millones) con respecto al 4T13. Esto debido al: i) menor EBTIDA del periodo, ii) el incremento de los gastos financieros, y iii) la adopción de la NIC 27, la cual permite el uso del método de valorización por participación patrimonial para registrar las inversiones en subsidiarias y asociadas. Al adoptar el método de VPP para registrar el valor de los activos, se logra igualar el valor de los activos en el reporte de Minsur separado trimestral con el reporte de Minsur consolidado del mismo periodo, por lo tanto, corrigiendo una existente distorsión (non-cash) entre ambos reportes.

Excluyendo el ajuste proveniente de la adopción del método de valorización por participación patrimonial, la Utilidad Neta en el 4T14 hubiese alcanzado los US\$17.9 millones frente a US\$ 52.7 millones en el 4T13, una disminución del 66%. Así mismo, en el 2014 la Utilidad Neta alcanzó los US\$ 97.5 millones, 45% por debajo de lo alcanzado en el 2013. Excluyendo el ajuste antes mencionado la Utilidad Neta en el 2014 hubiese alcanzado los US\$ 168.4 millones, 28% por debajo del 2013.

Del mismo modo, excluyendo también los gastos de exploración y proyectos, así como los gastos financieros, la Utilidad Neta en el 2014 hubiese alcanzado los US\$ 226.1 millones, 10% por debajo del 2013.

VI. LIQUIDEZ:

Al cierre del 2014, los saldos de caja y equivalentes de caja fueron de US\$ 586.4 millones, 180% superior al cierre del año 2013 (US\$ 209.7 millones). En cuanto a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera total al cierre del 2014 ascendió a US\$ 443.7 millones, 121% mayor que la deuda financiera total al cierre del año 2013 que ascendió a US\$ 200.4 millones. Como resultado de esto, el ratio de apalancamiento neto alcanza los -0.4x al cierre del 2014 vs. -0.02x al cierre del 2013.

Cuadro N°10. Deuda Neta

Deuda Neta	Unidad	2014	2013	Var (%)
Obligaciones Financieras	US\$ MM	443.7	200.4	121%
Caja	US\$ MM	586.4	209.7	180%
Deuda Neta	US\$ MM	-142.7	-9.2	1445%
Deuda / EBITDA	x	1.2x	0.4x	161%
Deuda Neta / EBITDA	x	-0.4x	0.0x	1723%