



Sector Recursos Naturales: Valorización de Activos Mineros – Aspectos a Considerar

Santiago, Octubre 2010

Contenidos

Valorización de Activos Mineros – Aspectos a Considerar Caso Antofagasta PLC

- **I.** Recursos Naturales

- **II.** ANTO - Cobre... el principal determinante de los flujos

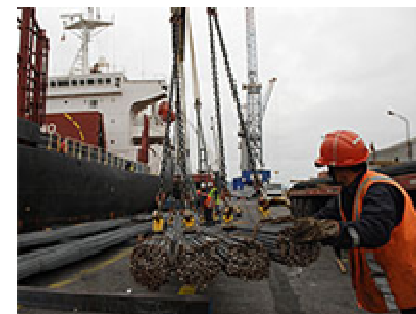
- **III.** ANTO – Ejercicio de Valorización (Agosto 2010)
 - a.- Flujo de Caja Descontado / Transacciones Comparables
 - b.- Múltiplos

- **IV.** ANTO - Resumen de Valorización / Analistas

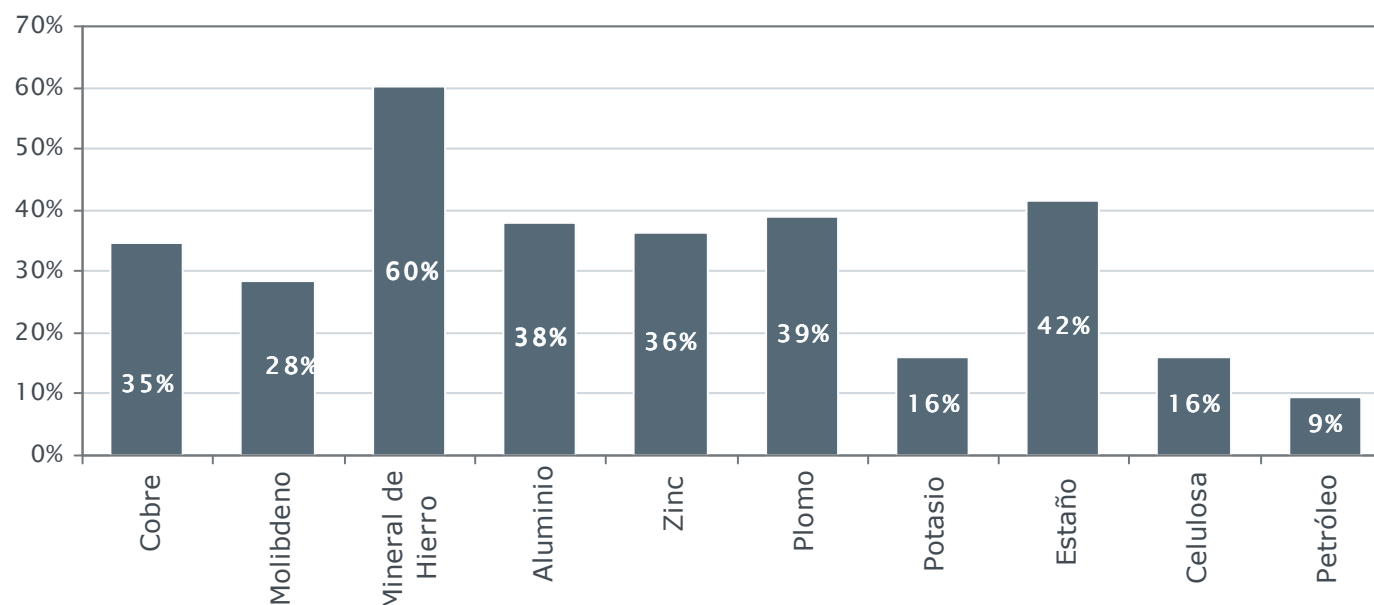
Recursos Naturales

Un 23% de las exportaciones chilenas se destinan a China, uno de los principales consumidores de commodities metálicos y de celulosa.

- **Cobre** – Chile representa un 34% de la oferta global de cobre (mina), mientras que Perú representa un 8% siendo el 2do productor a nivel mundial.
- **Codelco** representa un 12% de la producción mundial de cobre.
- **SQM** representa un 25% de la oferta de litio, un 25% de la de Yodo y un 2-3% de la de Cloruro de Potasio.
- **CAP** representa un 1% de la oferta de minera de hierro mundial.
- **CMPC y COPEC** representan el 11% de la oferta mundial de celulosa.



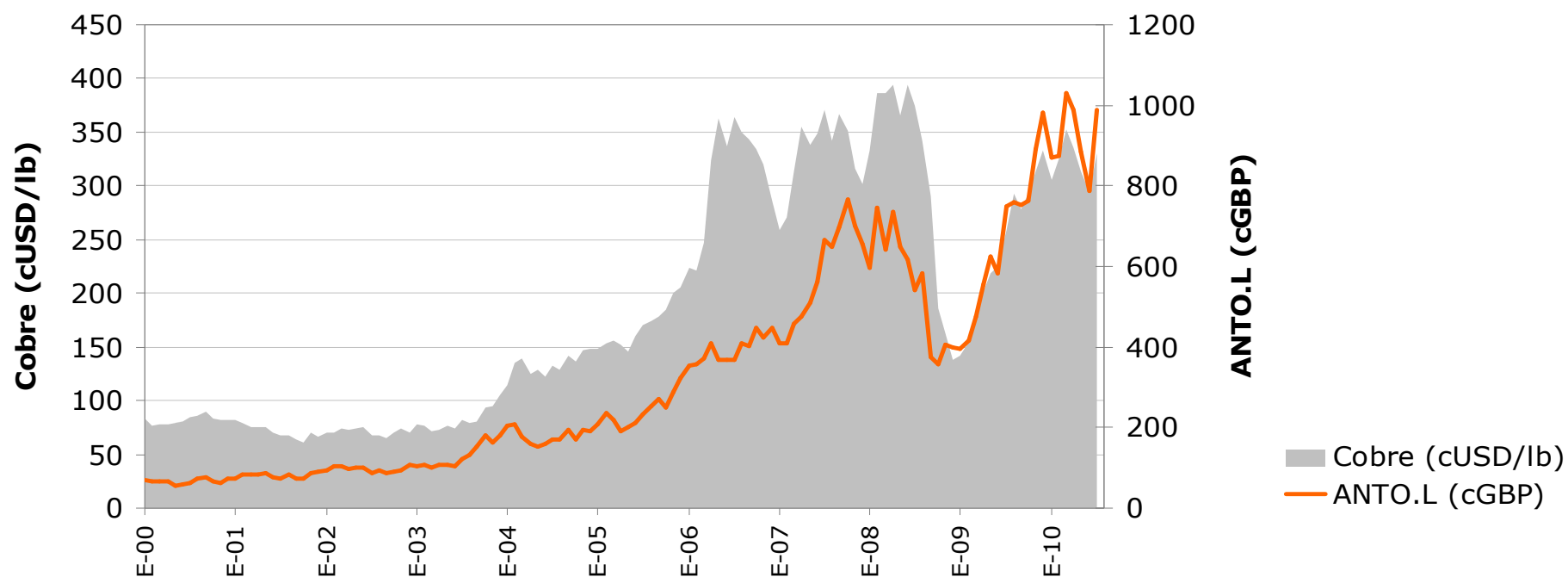
China: Consumo de Commodities



Industria Cíclica

- Correlación entre el precio del cobre y la acción de ANTO es bastante elevada.
- El precio del cobre es el principal determinante de los flujos de la compañía.

ANTO vs Cobre

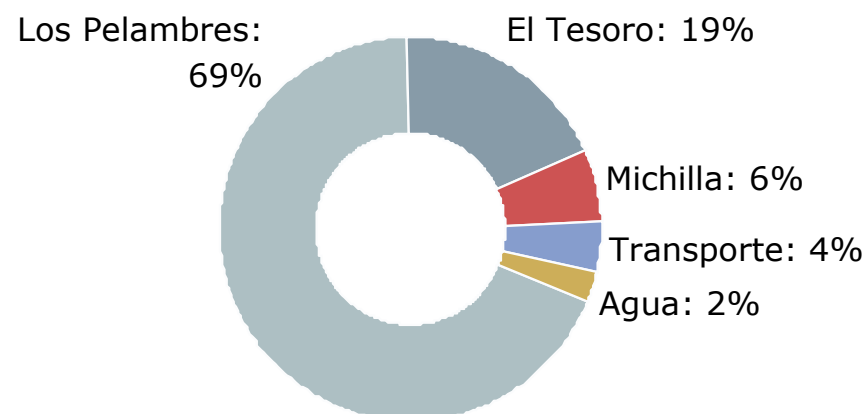


Fuente: Bloomberg, Departamento de Estudios LarrainVial

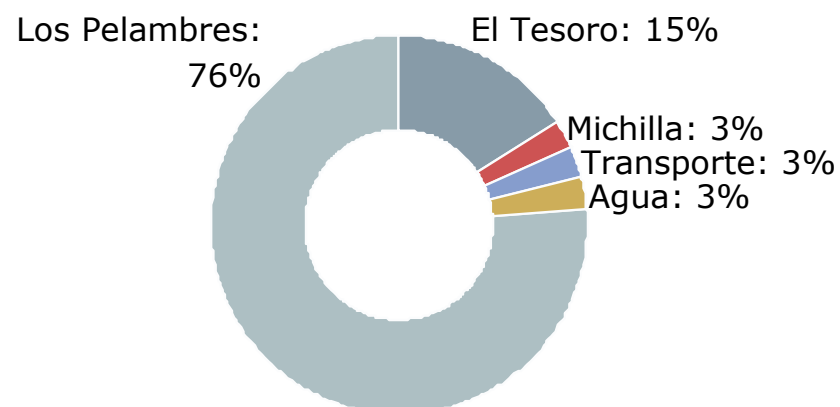
EBITDA e Ingresos 1S10

- Durante el primer semestre de 2010, la minería representó 94% de los ingresos y del EBITDA de ANTO.
- El cobre es el principal producto de la compañía, y el principal subproducto es el molibdeno.

Ingresos (USD 1.761 m)



EBITDA (USD 1.059 m)



Fuente: ANTO

Metodologías

Flujo de Caja Descontado

- Proyecciones de producción (material minado, leyes, recuperaciones metalúrgicas)
- Reservas (probadas y probables) y Recursos (Medidos, Indicados e Inferidos)
- Precios
- Costos
- Proyecciones de Ingresos, EBITDA, capital de trabajo, capex, impuestos
- Tasa de descuento

Múltiplos

- Múltiplos históricos
- Compañías comparables

Transacciones Comparables

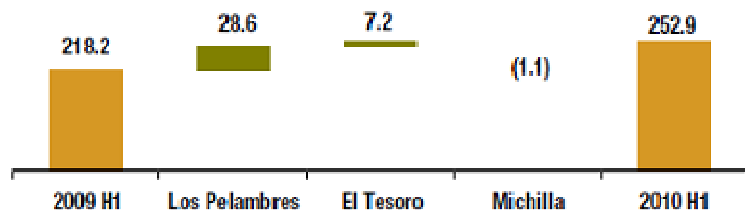
Flujo de Caja Descontado

- El contacto con las compañías es sumamente relevante para las proyecciones de producción, costos, proyectos, capex, deuda, gastos financieros.

Producción

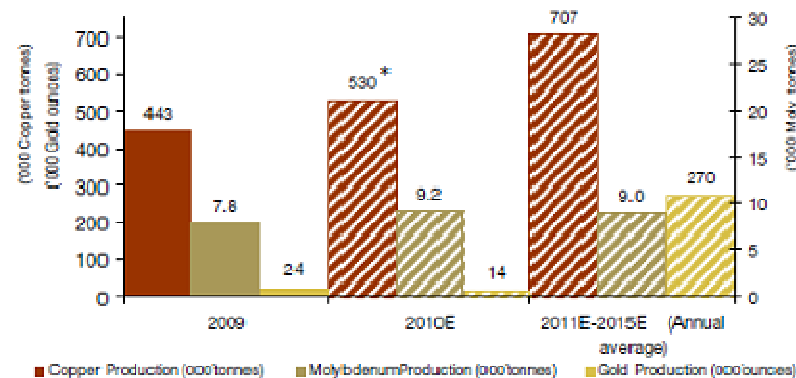
Producción de Cobre 1S09 – 1S10

(^000 toneladas)



Producción 2009 – 2015

(^000 toneladas)

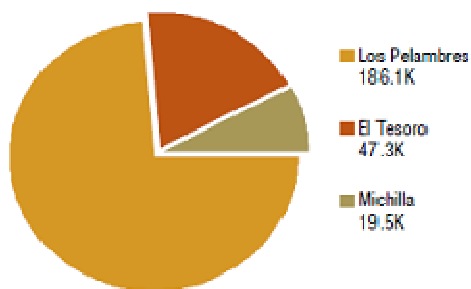


* Excludes any start up production from Esperanza in 2010.

1S10-Producción de Cobre por Compañía

(^000 toneladas)

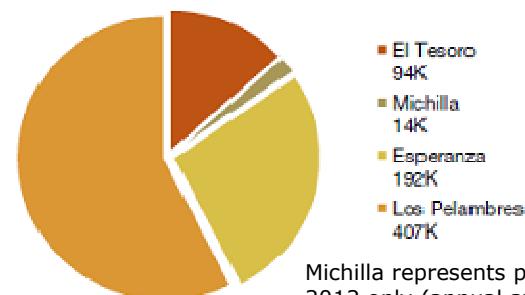
Total: 252.900 toneladas



2011 – 2015 Producción de Cobre por cía.

(^000 toneladas)

Annual average: 707.000 toneladas



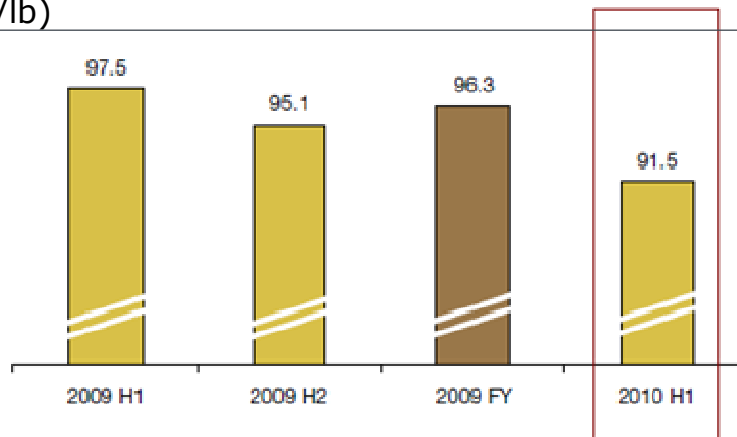
Michilla represents production to 2012 only (annual average for 2011-2012 is 36k)

Flujo de Caja Descontado

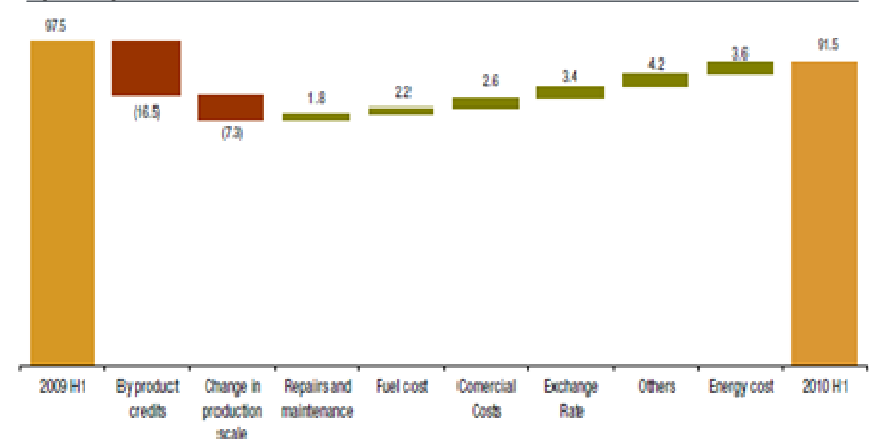
- El contacto con las compañías es sumamente relevante para las proyecciones de producción, costos, proyectos, capex, deuda, gastos financieros.

Cash Cost

Cash Cost neto de subproductos (c/lb)

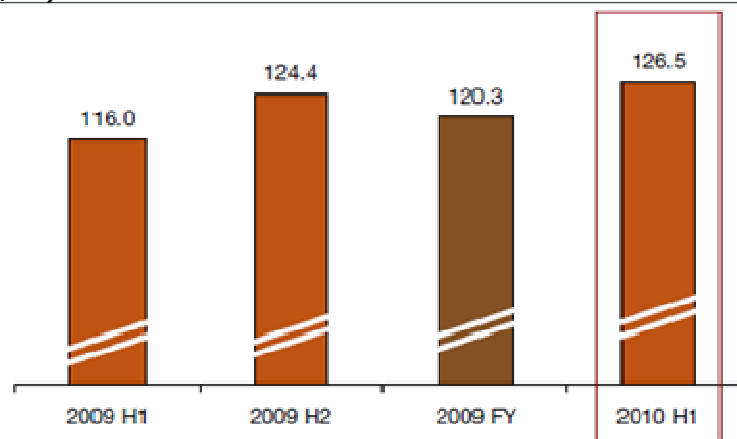


Cash Cost neto de subproductos 1S09-1S10 (c/lb)

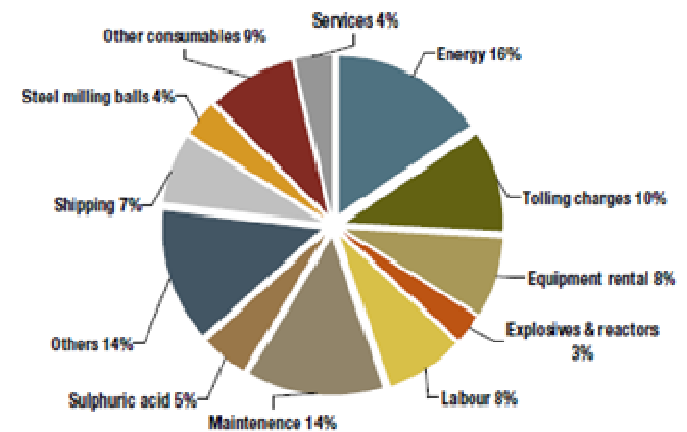


Diferencia explicada por subproductos, principalmente molibdeno

Cash Cost sin considerar subproductos (c/lb)



1S10 Cash Cost sin considerar subproductos (c/lb)



Flujo de Caja Descontado

Precios: ¿Proyección, consenso o curva de futuros?

- En LV seguimos el mercado del cobre (balance oferta-demanda) y en ese contexto utilizamos nuestras propias proyecciones. Asimismo, consideramos la curva de futuros, pero con una menor importancia relativa.

Proyección de Precios (USD/lb)

	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	LP
LV (70%) – Agosto 2010	3,15	2,34	3,41	3,60	3,50	3,50	2,10
Futuros (30%)	3,15	2,34	3,39	3,78	3,63	3,45	2,10
Precio Ponderado	3,15	2,34	3,40	3,65	3,54	3,49	2,10

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios LarrainVial

Flujo de Caja Descontado

- **Precios de Consenso:** Bancos de Inversión, consultoras, Reuters, Bloomberg.
- Diversas corredoras de la región utilizan el consenso en sus modelos de valorización.

Consenso – Proyección Precio del Cobre (USD/lb)

	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Macquarie (Jun-10)	2,34	3,10	3,50	3,00	2,70
Credit Suisse (Ago-10)	2,34	3,15	3,50	3,50	3,50
Goldman Sachs (Jul-10)	2,34	3,20	3,63	3,93	4,0
Barclays (Jul-10)	2,34	3,24	3,75	4,00	3,75
Morgan Stanley (Ago-10)	2,34	3,22	3,41	3,45	3,60
Consenso Bloomberg	2,34	3,20	3,39	3,53	2,75

En las últimas semanas varios bancos de inversión han revisado sus pronósticos al alza, incluyendo sus proyecciones de largo plazo.

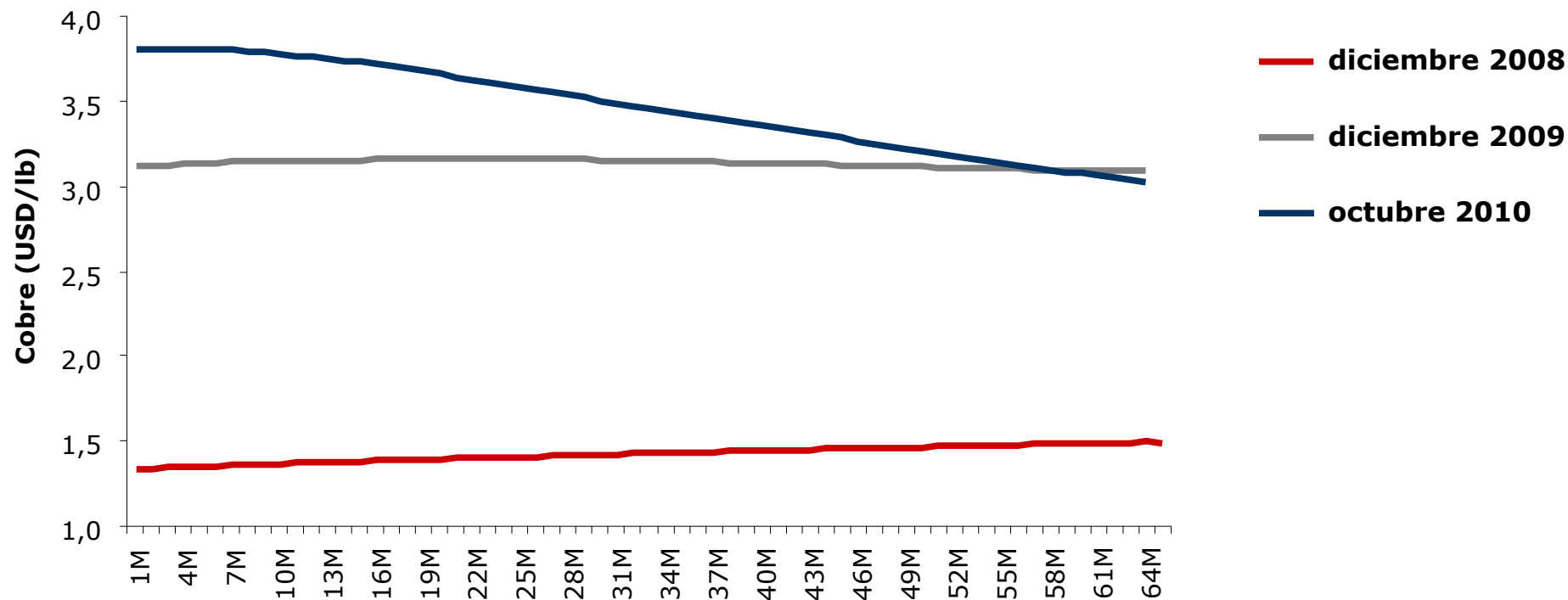
Fuente: Bancos de Inversión, Bloomberg y Departamento de Estudios LarrainVial

Flujo de Caja Descontado

Curva de futuros:

- Si bien es bastante volátil (en línea con el precio spot), es muy utilizada por compañías mineras y departamentos de M&A de bancos de inversión.

Curva de Futuros (USD/lb)



Fuente: Bloomberg

Flujo de Caja Descontado

Proyecciones:

- Considerando los supuestos de producción, precios y costos se deriva el EBITDA de la compañía, parte esencial del flujo de caja de la firma (FCF).
- Adicionalmente, en el FCF se debe considerar el Capex, los impuestos y los cambios en el capital de trabajo.

Proyecciones (USD m)

	2008*	2009	2010e	2011e	2012e
Ventas Minería	3.137	2.516	3.996	5.477	5.916
Ventas Totales	3.373	2.963	4.214	5.702	6.145
Utilidad Operativa	1.526	1.464	2.497	3.456	3.897
EBITDA	1.900	1.681	2.763	3.758	4.206
Margen EBITDA%	56,3%	56,7%	65,5%	65,9%	68,4%
Utilidad Neta	1.706	668	1.178	1.712	1.978
Margen Neto %	50,6%	22,5%	27,9%	30,0%	32,2%
Capex	1.190	1.335	1.100	350	190

* La utilidad 2008 incluye USD 1.025 millones generados por la venta del 30% de Esperanza y Tesoro a Marubeni.

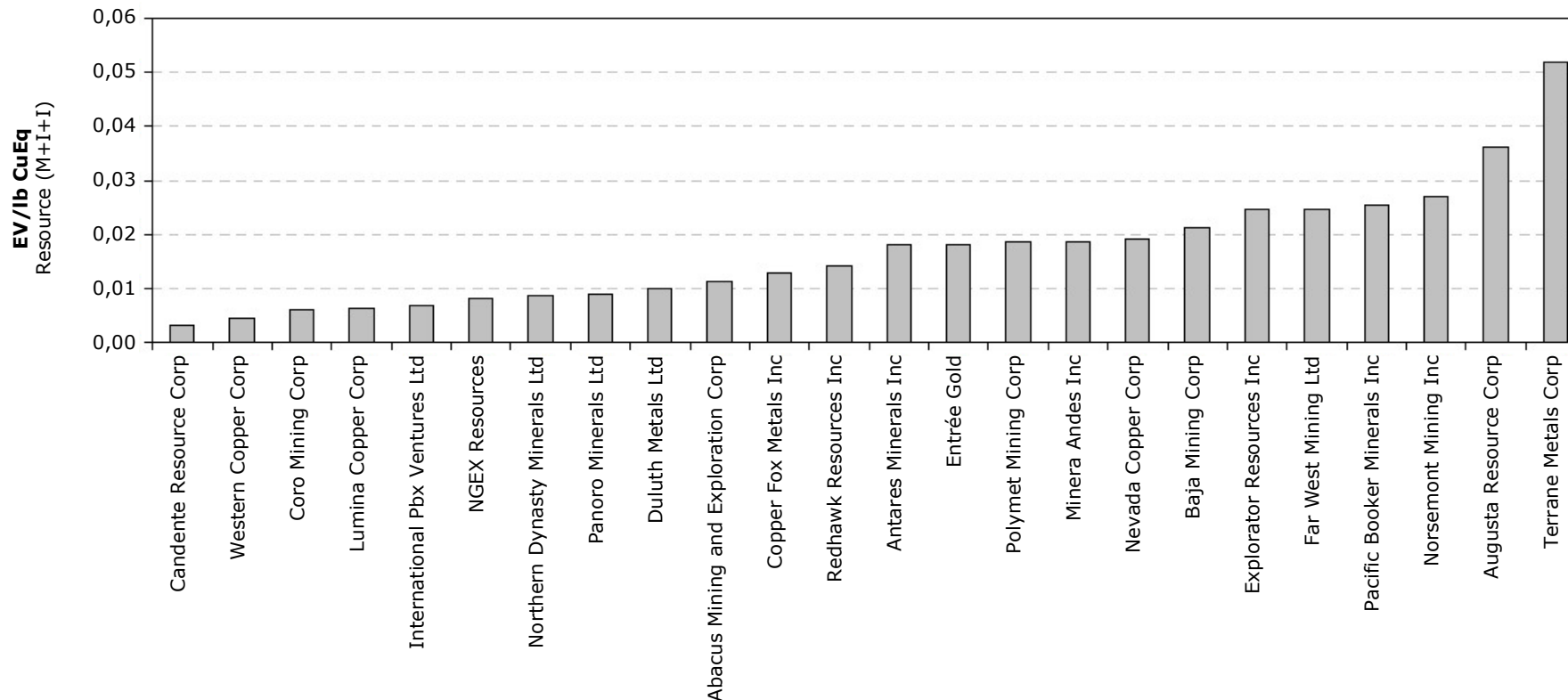
Fuente: ANTO y Departamento de Estudios LarrainVial

Flujo de Caja Descontado

Valor de los recursos mineros:

- Algunos criterios a considerar: Transacciones comparables (EV/lb. en recursos), comparaciones de leyes, capex, cash costs.

EV / lb. en recursos (USD/lb)



Fuente: Bloomberg / CIBC

Flujo de Caja Descontado

Valor de los recursos mineros:

Transacción Duluth Metals – ANTO – Proyecto Nokomis (Enero 2010)

	Mineral (m tons)	Cu Eq%	Cu (m tons)	Cu (m lb)
Recursos Indicados	550	1,51%	8,3	18.313
Recursos Inferidos	274	1,53%	4,2	9.244
Total			12,5	27.556
Participación			40%	40%
ANTO			5,0	11.023
Inversión (USD m) - Enero 2010			130	130
USD/lb				0,012

Transacción First Quantum – Antares – Proyecto Huaquira (Octubre 2010)

	Mineral (m tons)	Cu Eq%	Cu (m tons)	Cu (m lb)
Recursos Medidos e Indicados	569,6	0,64%	3,7	8.100
Recursos Inferidos	405,9	0,58%	2,4	5.215
Total			6,0	13.315
Participación			100%	100%
FM			6,0	13.315
Inversión (USD m) - Oct 2010			451,0	451,0
USD/lb				0,034

Fuente: Bloomberg / Compañías

Flujo de Caja Descontado

- **Sensibilidad:** Es importante apreciar la sensibilidad del DCF a las principales variables del modelo y a la tasa de descuento.
- **WACC (nominal):** La tasa de descuento incorpora una prima de riesgo de 5%, una tasa libre de riesgo de 4% y un beta de 1,1x. Además de una estructura deuda/capital (LP) de 20/80.
- Flujos reales deben descontarse con tasas reales y flujos nominales con tasas nominales.

Sensibilidad a la tasa de descuento y precio del cobre de LP (cGBP/acc)

Cobre LP (USD/lb)	TASA WACC NOM.				
	8,7%	9,7%	10,7%	11,7%	12,7%
1,60	1109	1062	1020	983	949
1,80	1178	1123	1074	1031	993
2,10	1281	1215	1156	1105	1059
2,40	1385	1307	1238	1178	1124
2,60	1454	1368	1293	1227	1168

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial

Múltiplos – Compañías Comparables

Múltiplos 2010e – 2011 e (x) – Sep. 2010

	P/U 2010e	EV/EBITDA 2010e	P/U 2011e	EV/EBITDA 2011e
Freeport McMoran	9,7	4,4	8,5	4,0
KGHM	6,4	4,3	6,2	4,2
Kazakhmys	7,4	6,2	5,9	5,4
Southern Copper	16,5	9,3	13,6	7,7
Antofagasta	13,8	5,8	9,6	4,1
Promedio Compañías - Cobre	10,7	6,0	8,8	5,1
Xstrata	8,5	5,3	6,6	4,2
Boliden Ltd	6,7	4,4	6,5	4,2
Rio Tinto	7,2	5,2	6,4	4,7
Anglo American	8,5	5,4	6,7	4,4
Teck	11,4	5,5	7,9	4,4
BHP	9,3	5,1	8,4	4,8
Promedio Diversificadas	8,6	5,2	7,1	4,4

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios LarrainVial

Comparación SCCO - Antofagasta



Indicadores operativos

	SCCO			Antofagasta		
	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Reservas (mill tons) - 2009		55,4		9,0		
Producción de Cobre (miles toneladas)	507,0	510,6	649,5	442,6	552,7	723,6
Producción de Moly (miles toneladas)	18,6	18,3	18,1	7,8	9,1	8,6
Cash Cost (cUSD/lb) (antes de subproductos)		153,7 (1H10)		126,5/lb (1H10)		
Ingresos (USD m)	3.734	4.782	5.836	2.963	4.214	5.703
EBITDA	1.807	2.779	3.334	1.681	2.765	3.760
Utilidad Neta	929	1.554	1.875	668	1.179	1.712
ROE (%)	24.0%	37.3%	38.0%	12.5%	18.4%	22.8%
Países relevantes	Perú y México			Chile		
Regalías Mineras	Perú: entre 1% - 3% sobre el valor de las ventas.			Chile: 4-5% sobre el margen operacional (nuevo 5-14%).		

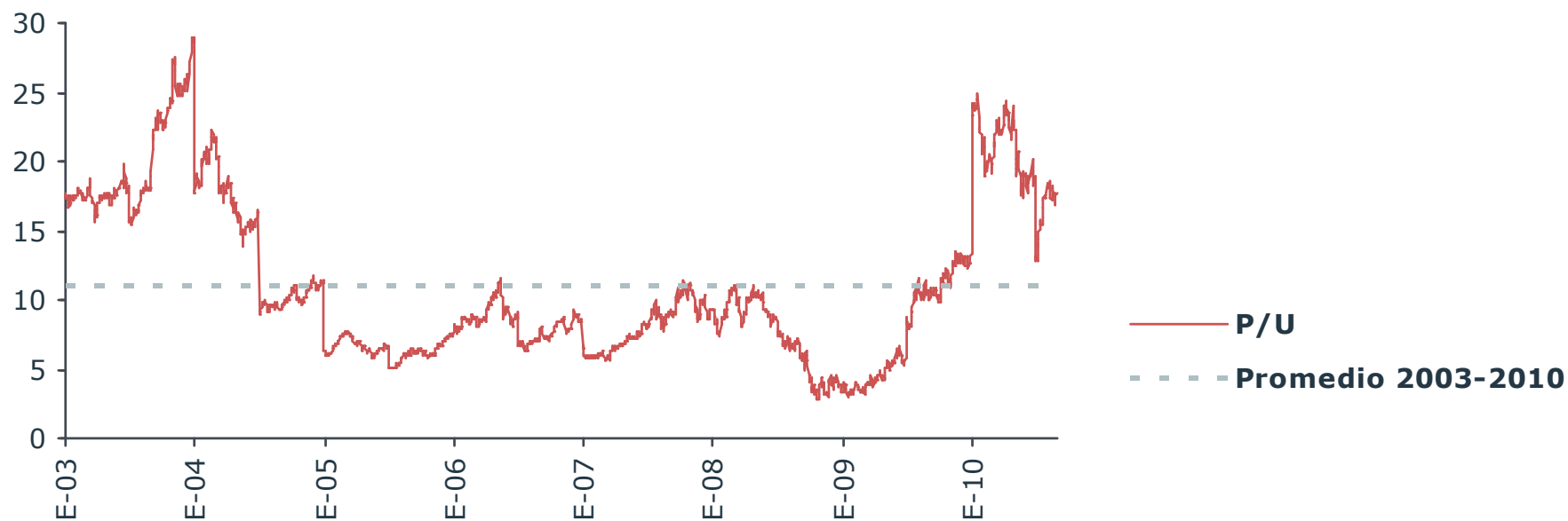
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios LarrainVial

Múltiplos

Múltiplos históricos:

- En los últimos 5-6 años ANTO ha transado en promedio a 10-11x P/U, y a 5-6x EV/EBITDA.

Múltiplo P/U 2003 – 2010 (x)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios LarrainVial

Múltiplos

Múltiplos Objetivo:

- Considerando los múltiplos históricos y los comparables, aplicamos múltiplos objetivo de 10x P/U y 6,0x EV/EBITDA.

Sensibilidad Precio Objetivo P/U (cGBP/acc)

	P/U Objetivo				
	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
2008	747	841	934	1.028	1.121
2009	281	316	351	386	421
2010E	590	664	738	812	886
2011E	858	965	1.072	1.179	1.287

Sensibilidad Precio Objetivo EV/EBITDA (cGBP/acc)

	P/U Objetivo				
	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
2008	616	668	720	772	824
2009	475	520	565	609	654
2010E	871	958	1.044	1.131	1.217
2011E	1.228	1.346	1.464	1.581	1.699

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial

Determinación de Precio Objetivo y Recomendación

- Considerando lo expuesto, y una ponderación de las distintas metodologías, se establece un precio objetivo.
- Sobre la base del precio objetivo, se establece una recomendación: Comprar, Vender o Mantener.

Precio Objetivo (cGBP/acc)

		2010e
DCF @ 10,7% (nominal)	70%	1.156
EV/EBITDA (6,0x11e)	25%	1.464
P/U (10,0x11e)	5%	1.072
PRECIO OBJETIVO (cGBP/acc)		1.229

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial

Antofagasta PLC (Agosto 2010)

Current Price: cGBP 1.024 Target Price: cGBP 1.200 ADTV: USD 37.9 m

Operating Data	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Copper Prod (th tons)	477.6	442.6	552.7	723.6	733.3
Moly Prod (th tons)	7.8	7.8	9.1	8.6	8.6
Tonnage Transported (th)	6.996	7.839	7.686	7.907	7.926

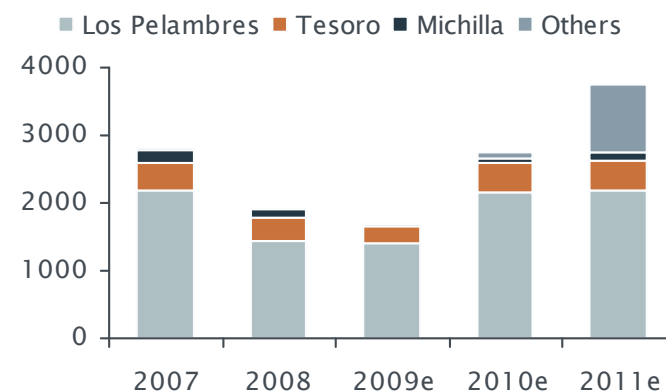
Profit & Loss (USD m)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Total Sales	3.373	2.963	4.214	5.703	6.146
Variation (%)	-11,9%	-12,2%	42,3%	35,3%	35,3%
Operating Income	1.526	1.459	2.498	3.457	3.897
Operating Margin	45,2%	49,2%	59,3%	60,6%	63,4%
EBITDA	1.900	1.681	2.765	3.760	4.208
Ebitda Margin	56,3%	56,7%	65,6%	65,9%	68,5%
Net Income	1.706	668	1.179	1.712	1.978
Net Margin	50,6%	22,5%	28,0%	30,0%	32,2%

Ratios	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EPS (USD)	1,7	0,7	1,2	1,7	2,0
P/E (x)	3,4	23,7	13,9	9,6	8,3
EV/EBITDA (x)	2,1	9,2	5,9	4,1	3,5
P/BV (X)	1,10	2,96	2,55	2,17	1,86
Dividend Yield (%)	10,2%	1,5%	2,5%	3,6%	4,2%
Leverage	0,24	0,44	0,36	0,27	0,18
Net Financial Debt / EBITDA	-1,54	-0,95	-0,87	-1,09	-1,42
Interest Coverage	138,7	70,0	33,1	37,4	47,6
ROE	32,4%	12,5%	18,4%	22,8%	22,4%

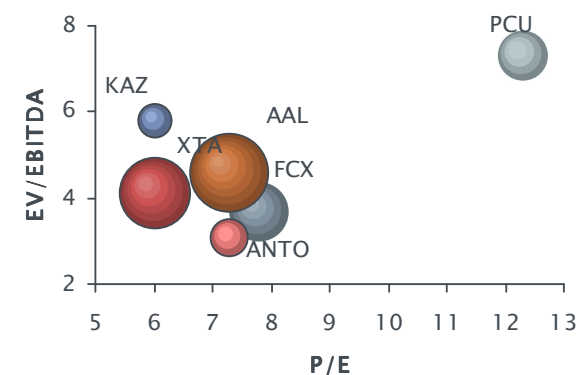
Description (Market Cap: USD 15,676 m)

Mining company active in the exploration and mining of base metals. It owns and operates three copper mines in Chile: Los Pelambres (60%), El Tesoro (70%) and Michilla (74%),

Ebitda by Business (USD m)



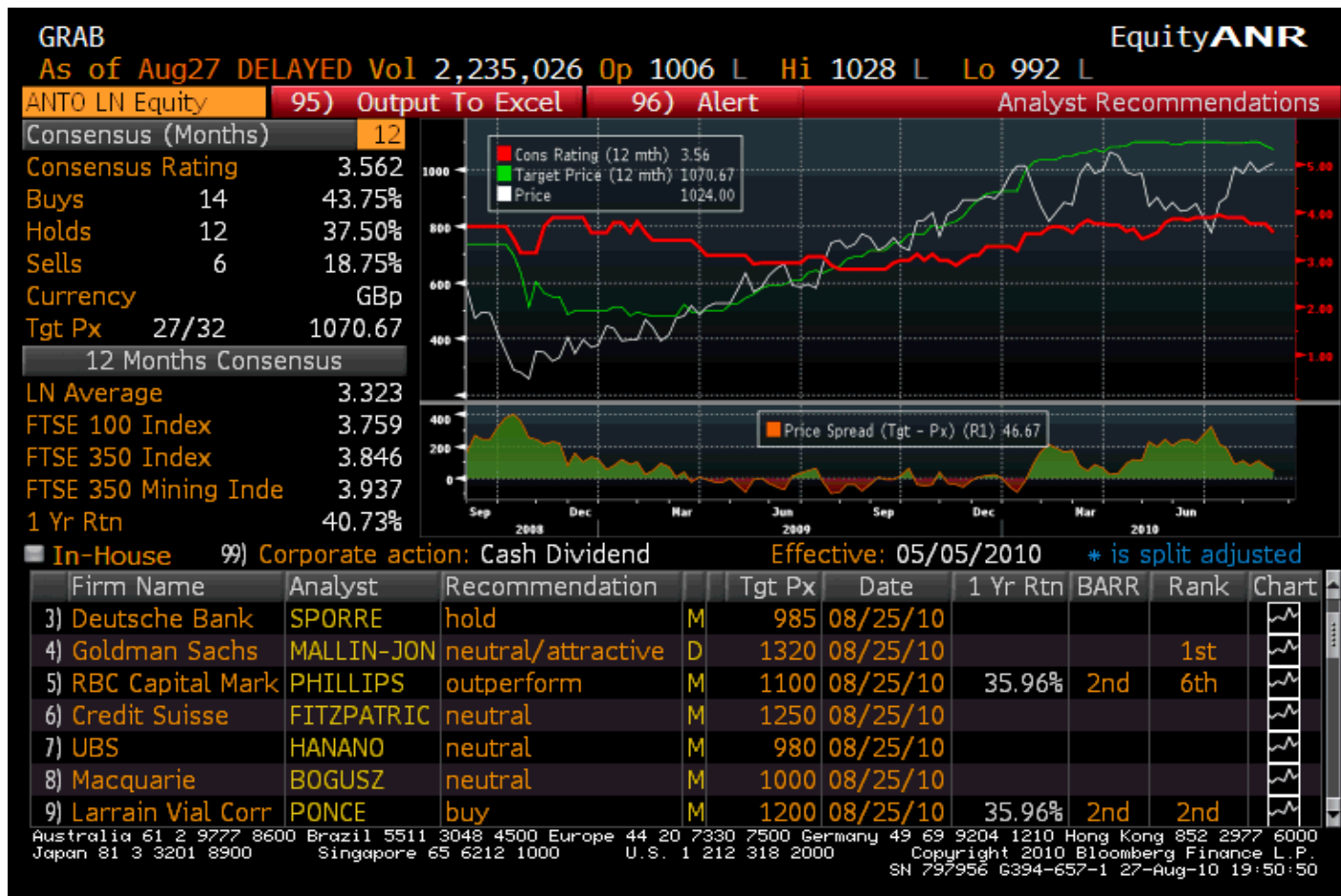
Comparables 2010 by Market Cap (USD m)



Analistas

- El precio objetivo promedio es de cGBP 1.070. Un 44% de las recomendaciones son "Compra", mientras que un 19% son "Venta" y un 37% son "Mantener".

Resumen de Recomendaciones



Fuente: Bloomberg

Southern Copper Co. (Agosto 2010)

Current Price: USD 30

Target Price: USD 37

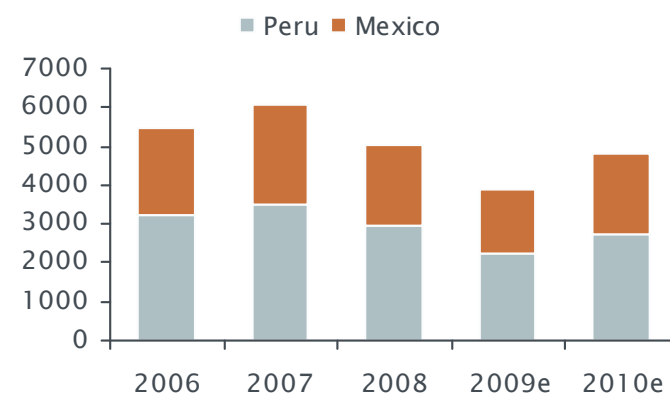
ADTV: USD 101 m

Operating Data	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Copper Prod (th tons)	505.5	507.0	510.6	649.5	834.9
Moly Prod (th tons)	16.5	18.5	18.2	18.1	20.7
Zinc Sales (th tons)	106.9	110.4	137.4	145.1	133.0
Profit & Loss (USD m)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Total Sales	4,851	3,734	4,783	5,836	7,681
Variation (%)	-20.3%	-23.0%	28.1%	22.0%	31.6%
Operating Income	2,202	1,485	2,412	2,906	4,023
Operating Margin	45.4%	39.8%	50.4%	49.8%	52.4%
EBITDA	2,529	1,808	2,780	3,334	4,523
Ebitda Margin	52.1%	48.4%	58.1%	57.1%	58.9%
Net Income	1,407	929	1,554	1,876	2,647
Net Margin	29.0%	24.9%	32.5%	32.1%	34.5%
Ratios	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EPS (USD)	1.7	1.1	1.8	2.2	3.1
P/E (x)	9.7	30.1	16.5	13.6	9.7
EV/EBITDA (x)	5.6	15.8	9.3	7.7	5.6
P/BV (X)	4.0	7.2	6.1	5.2	4.4
Dividend Yield (%)	10.7	2.3	3.0	3.6	5.1
Leverage	0.70	0.56	0.89	0.79	0.74
Net Financial Debt / EBITDA	0.2	0.3	0.1	0.0	-0.1
Interest Coverage	23.9	18.1	27.8	17.1	23.3
ROE	41.6%	24.0%	37.3%	38.0%	45.0%

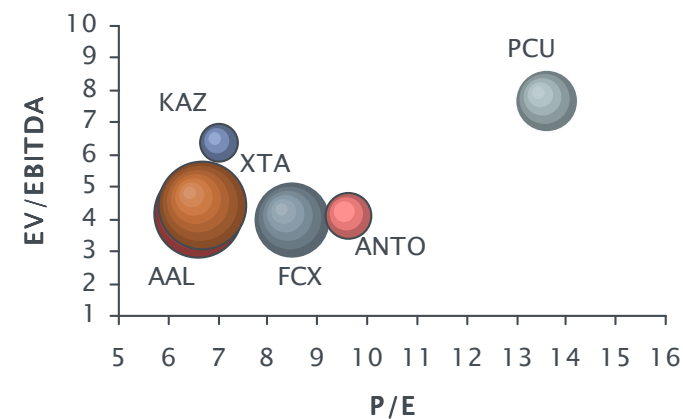
Description (Market Cap: USD 25,576 m)

SCC is an integrated producer of copper, molybdenum, zinc, silver and gold. All of its mining, smelting and refining facilities are located in Peru (Cuacone and Toquepala) and in Mexico (La Caridad and Cananea).

Sales by Operation (USD m)



Comparables 2011 by Market Cap (USD m)





Sector Recursos Naturales: Valorización de Activos Mineros – Aspectos a Considerar

Santiago, Octubre 2010