

Mineros S.A
BVC: MINEROS

Cobertura continua

Fecha de Valoración: 6 de septiembre 2013

Recomendación: COMPRAR

Precio de la Acción y Valor del IGBC

- Precio de la acción: COP 3.300 (6 de septiembre de 2013).
- Valor IGBC: 13.764,88 (6 de septiembre de 2013)
- Potencial de valorización en el corto plazo.
- Paulatina expectativa de estabilización del precio internacional del oro.
- Nuestro precio esperado a alcanzar en diciembre de 2013 es COP 4.332,72

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: COP 863.568.426.600 (6 de septiembre de 2013).

Acciones en Circulación: 261.687.402 (Diciembre 31 – 2012; Estados Financieros Consolidados)

Volumen Promedio diario últimos 12 meses: 347.184.444

Bursatilidad: Alta

Participación índice: 0,156%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0,67 (Fuente: Bloomberg)

Rango últimos 12 meses: COP 2.795 – COP 4.895

Apreciación global de la Compañía

Localización: Medellín, Colombia

Industria: Minería aluvial aurífera

Descripción: compañía colombiana dedicada a la exploración, explotación y comercialización de oro y otros minerales.

Productos y servicios: Oro, plata y otros minerales preciosos

Sitio web de la Compañía: www.mineros.com.co

Analistas:

María Adelaida Echavarría E.

Camilo Rodas Vélez.

Lina María Urrego Moreno.

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño.

Asesor de Investigación:

Álvaro Hernández Bonnet.

COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Gráfica 1: Precio de la acción



Fuente: Bloomberg

El precio de la acción ha sido afectado por la disminución de la cotización del oro y las noticias negativas del sector minero en Colombia, lo que ha ocasionado la caída del precio desde finales de 2010 cuando alcanzó su valor máximo de \$8.000. En agosto de 2013 alcanzó valores mínimos, alrededor de COP 2.800, que no se registraban desde 2009. En las últimas semanas el precio se ha recuperado alcanzando niveles cercanos a COP 3.400.

RESUMEN DE INVERSIÓN

Emitimos la recomendación de **COMPRAR** la acción de Mineros S.A. basados en las expectativas de corto y mediano plazo de dos de sus drivers principales: precio del oro y tasa de cambio, variables no controlables por la compañía y que inciden de manera directa en el nivel de ingresos y en la viabilidad

económica de la explotación. A nivel operativo, Mineros S.A. cuenta con márgenes Operativo, EBITDA y Neto superiores a los de compañías comparables a nivel internacional, un endeudamiento a cierre de cada año considerablemente bajo (casi cero) y un ROE mayor. Adicionalmente es la única compañía de explotación aurífera aluvial en Colombia, acumulando años de experiencia que le permiten fácilmente emprender proyectos mineros en ríos diferentes a los que actualmente explota.

Para Diciembre 2013 existe una alta probabilidad de valorización del título y es posible que la estabilización del precio del oro, evidenciada durante los últimos meses, se mantenga en el corto plazo y esta situación se traduzca en un incremento del valor de la acción como se ha observado en las últimas semanas en las que el precio del título tuvo un incremento del 18% entre el lunes 12 de Agosto de 2013 (precio cierre COP 2.800) y el viernes 6 de Septiembre de 2013 (precio cierre COP 3.300).

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: COMPRAR

En la actualidad Mineros S.A. se enfrenta a retos como las condiciones cambiantes en el marco jurídico colombiano y a una crisis del sector minero en el país manifestada en paros de mineros informales y dificultades sindicales al interior de la compañía. Adicionalmente debe sortear la volatilidad del precio del oro y de la tasa de cambio que se ven impactadas de manera negativa por factores como la situación de la economía norteamericana y la debilidad de los países desarrollados de Europa, lo cual genera proyecciones conservadoras sobre ambas variables, manteniéndolas relativamente estables en el mediano y largo plazo. Cualquier repunte en estas variables críticas dependerá del ritmo de recuperación de los países desarrollados y de factores inherentes a la competitividad de Colombia que afecten específicamente la tasa de cambio.

Las anteriores circunstancias plantean para Mineros S.A. un escenario en el cual ejecutar exitosamente la Mega 2020 (explotación anual de 500.000 onzas de oro y otros metales preciosos) resulta complejo. Evidencia de lo anterior es el comportamiento en los últimos dos años del precio de la acción, afectado de manera negativa por la cotización internacional del oro, entre otros factores. No obstante, durante las semanas precedentes a la elaboración de este informe, el precio del oro ha tenido una recuperación del 14,6%, al pasar de USD 1.212,7/onza el 7 de Julio de 2013 (S&P Capital IQ) a USD 1.389,6/onza el 4 de Septiembre de 2013 (S&P Capital IQ).

Teniendo en cuenta que la producción de oro de una compañía minera está directamente relacionada con la cotización internacional del *commodity*, nuestras proyecciones de ingresos operacionales para los próximos años son conservadoras y con una marcada reducción para 2013, recuperándose lentamente en el mediano plazo. Lo anterior representa un claro impedimento para la materialización de la Mega 2020 de la compañía, la cual estimamos no se cumplirá.

Por su parte, las expectativas sobre la tasa de cambio evidencian una devaluación anual promedio del 3%, incrementando el valor en pesos que percibe Mineros S.A. por sus exportaciones en dólares. Esta

tendencia tiene el impacto adicional de incrementar el costo de las importaciones que realiza la compañía de activos fijos.

Por lo anterior, y teniendo en cuenta el ejercicio de valoración y sensibilización realizado, nuestra recomendación con respecto a la acción de Mineros S.A. es COMPRAR, teniendo presente que el precio actual se encuentra alrededor de los COP 3.300 pesos por acción y el descuento de flujos de caja proyectados arroja un potencial de valorización del 31% alcanzando los COP 4.332,72. Es importante resaltar que la sensibilización arroja una probabilidad del 97,29% de que el precio de la acción se ubique entre COP 3.300 y COP 6.838.

VALORACIÓN

La metodología utilizada en la valoración de Mineros S.A. fue el descuento de flujo de caja de los activos (DFC) a partir de proyecciones operativas, de inversión y financiación que recogen el desempeño reciente de la compañía y las expectativas de su comportamiento futuro. Dentro de la revisión bibliográfica este es el método generalmente aceptado para la valoración de este tipo de compañías.

Tabla 1: Cálculo del WACC¹

	2013 p	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p	2023 VT
Yield Bonos EE.UU. A 10 años	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Spread Bonos Ponderado (EMBI Colombia)	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
B Desapalancada	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
B Apalancada	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Prima de Mercado	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Ke (USD)	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%	12,10%
Diferencial de Inflación LP	0,9%	0,7%	0,8%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ke (COP)	13,09%	12,86%	12,97%	12,54%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%
D/E	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
D/(D+E)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
E/(D+E)	99,99%	99,99%	99,99%	99,99%	99,99%	99,99%	99,99%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Deuda Promedio Anual (E.A.)	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Tasa de Impuestos	31,8%	31,8%	31,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%
Costo Deuda (con Beneficio Tributario)	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
WACC (COP)	13,09%	12,86%	12,97%	12,53%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%

Fuente: elaboración propia a partir de cifras Bloomberg, Capital IQ, Damodaran.

¹ Al tener un nivel de deuda mínimo, el efecto de apalancar el Beta de la compañía es casi nulo.

Tabla 2: cálculo valor presente del Flujo de Caja Libre Operativo

	2013 p	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p
FC libre operativo (COP MM)	18.793	281.856	70.833	76.092	71.836	97.737	86.241	86.256	86.271	86.286
Factor de descuento	1,00	1,13	1,28	1,43	1,62	1,82	2,05	2,31	2,60	2,93
VP Dic 2013 del FC libre operativo	18.793	249.731	55.552	53.029	44.444	53.681	42.050	37.336	33.151	29.435
VP Dic 2013 del FC libre operativo total	617.204									
VP Dic 2013 del FCL No Operativo	148	6.704	7.180	7.779	7.958	10.009	9.988	9.867	9.666	9.404
VP Dic 2013 del FCL No Operativo Total	78.703									

Fuente: elaboración propia.

Valor de continuidad:

g (crecimiento a perpetuidad)	0,0%
FC t-1 (COP MM)	86.286
Valor terminal (COP MM)	682.391
Valor presente Dic 2013 del Valor Terminal (COP MM)	206.656

Valor Operación Mineros S.A.:

Valor Presente Dic 2013 del Periodo Explícito	617.204
Valor Presente Dic 2013 del Valor Terminal	206.656
Valor Total Operación Mineros S.A. (EV)	823.860

Valor Patrimonial Mineros S.A.:

Caja y equivalente Dic 2013	165.286
Deuda financiera Dic 2013	51
Valor Presente Dic 2013 FCL No Operativo	78.703
Valor Presente Dic 2013 Valor Terminal (FCL No Op.)	66.021
Valor patrimonial Dic 2013 Mineros S.A.	1.133.819
Acciones al inicio del periodo (Dic 2012, MM)	261,7
Valor por acción (COP)	4.332,72

Valoración por Múltiplos y Análisis de Sensibilidad

El anterior ejercicio es contrastado con un análisis de valoración por múltiplos de compañías comparables listadas en Bolsa y un análisis de sensibilidad en *Crystal Ball* que permiten reafirmar la recomendación a los inversionistas.

Múltiplos compañías comparables:

EV/EBITDA Comparables	7,0x
EV/Ingresos Comparables	3,1x
P/E Comparables	19,1x

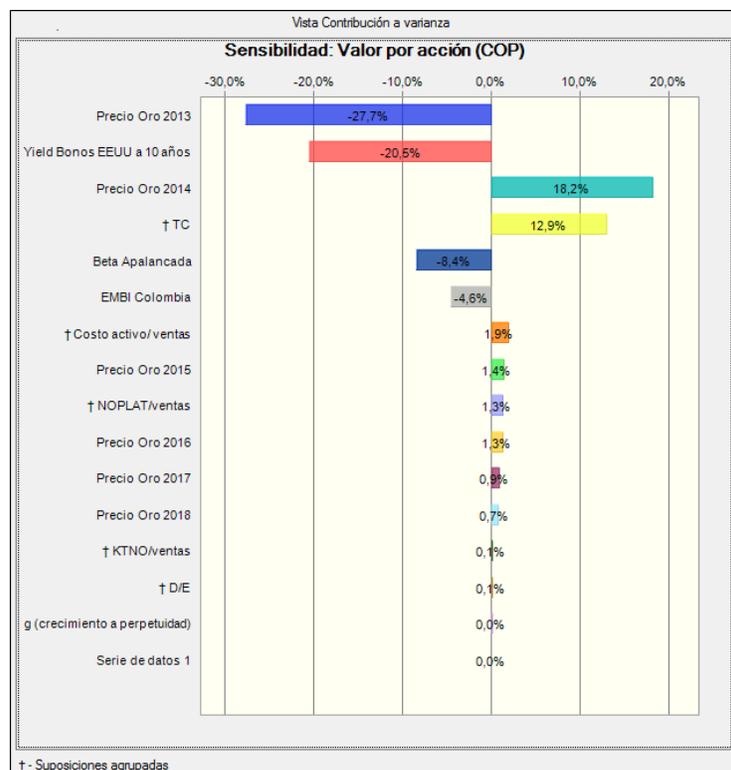
Valor de la acción de Mineros S.A. según múltiplos (COP):

EV/EBITDA Comparables	4.306
EV/Ingresos Comparables	3.019
P/E Comparables	6.319

Según el análisis de múltiplos se puede observar que el precio de la acción puede encontrarse en un rango entre COP 3.019 y COP 6.319.

Las variables cuya variación fue considerada en el análisis de sensibilidad fueron: el precio del oro, la tasa de cambio, la tasa de descuento, el beta, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), la utilidad operativa antes de impuestos, el capital de trabajo neto operativo y el costo del activo. Este ejercicio arrojó como resultado que el precio del oro es el principal determinante del precio de la acción.

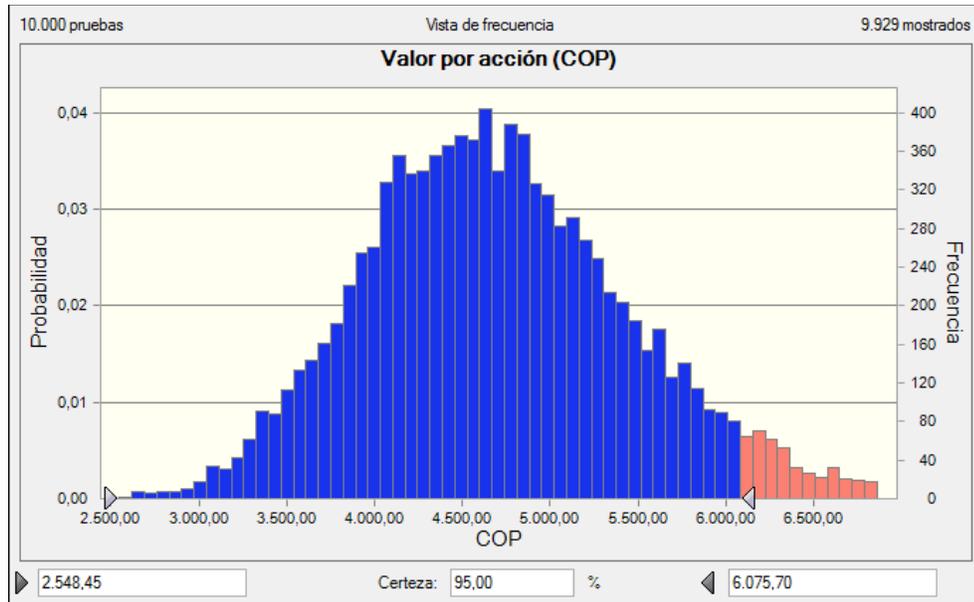
Gráfica 2: Importancia de las variables sensibilizadas en el modelo



Fuente: elaboración propia en *Crystal Ball*

Así mismo este análisis permitió concluir con un 95% de certeza el precio de la acción estará entre \$2.548,45 y \$6.075,70 para diciembre de 2013.

Gráfica 3: Rango de precios de la acción



Fuente: elaboración propia en *Crystal Ball*

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Gráfica 4: Análisis 5 fuerzas de Porter



Fuente: elaboración propia

Según cifras del Sistema de Información Minero Colombiano en 2012 se produjeron en el país 66.178 kg de oro (2,3 millones de onzas aproximadamente). De éstas, casi el 80% se explotaron en los Departamentos de Antioquia (41%) y Chocó (37%). Para el primer trimestre de 2013 la producción nacional acumulaba 526.142 onzas y la participación de Antioquia había incrementado al 48%, destacándose el Municipio de El Bagre con una participación del 20% en la producción Antioqueña. Con respecto a la producción de plata, en 2012 se explotaron 683.174 onzas (52% en Antioquia y 24% en Chocó), y para el primer trimestre de 2013 se acumulaban 168.490 onzas.²

Algunas de las fuentes de creación de valor de la industria son la transformación del mineral en productos de valor agregado como la industria de joyería o componentes electrónicos. Sin embargo en Colombia y otros países productores del mineral esta transformación es mínima, llevándose a cabo en los destinos de exportación. Lo anterior implica que no se estructuren cadenas de valor. Esta situación genera para el Estado la posibilidad de fomentar esta transformación en los países productores.³

La industria minera se ve influenciada por variables macroeconómicas como la tasa de cambio, la inflación, el crecimiento del PIB y la tasa de interés. Tanto el comportamiento de las variables internas del país como los resultados de otros países son fundamentales en la determinación de precio y utilidades de la industria. Se resalta la importancia de la tasa de cambio que tiene impacto en dos vías: la exportación de un alto porcentaje de la producción colombiana incrementa la vulnerabilidad de las empresas a la volatilidad en el precio de las divisas, pues esta puede modificar los márgenes esperados del negocio; así mismo, esta volatilidad puede impactar las empresas en las importaciones que éstas requieren para su operación tales como maquinaria especializada e insumos.

De igual forma, al ser la minería un sector intensivo en inversiones de capital, la tasa de interés juega un papel fundamental, ya que de ésta dependerán muchas decisiones de endeudamiento o inversión de las compañías frente a posibles expansiones futuras.

Determinantes del precio del oro

El precio del oro está determinado por la interacción entre la oferta disponible del material, que depende de la producción mundial de oro y de las reservas de los bancos centrales, y de la demanda del producto, que se concentra básicamente en joyería, inversión e industria, principalmente de países como Estados Unidos, India y China.

De igual forma existen otras variables que también afectan el precio del oro tales como el precio del dólar americano y la inflación mundial, así como las noticias internacionales sobre la estabilidad de la economía de algunos países. Lo anterior debido a que cualquier indicio de debilidad en la divisa americana o brote inflacionario en un país, genera que los ahorradores e inversionistas adquieran oro pues este es considerado como un activo líquido, confiable y de bajo riesgo.⁴

² Sistema de Información Minero Colombiano. Estadísticas de producción en gramos por municipio y departamento: <http://www.simco.gov.co> (8 de Julio de 2013).

³ Unidad de Planeación Minero Energética. Plan Nacional de Desarrollo Minero 2014.

⁴ <http://www.unitedexplorations.org/2011/04/26/%C2%BFpor-que-sube-el-precio-de-l-oro-los-aspectos-clave/>

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Mineros S.A. es una empresa privada de capital 100% colombiano dedicada a la explotación y comercialización de oro, plata y en menor medida platino y otros minerales. Fue fundada en 1974 bajo el nombre de Mineros de Antioquia y en 2004 cambia su razón social por Mineros S.A. Hace parte del Grupo Empresarial Mineros compuesto por 3 filiales y una fundación. Mineros S.A se dedica a la minería aluvial, mientras que Operadora Minera S.A.S ejecuta las labores de minería subterránea y Exploradora Minera S.A.S es la encargada de los proyectos de exploración.

El soporte corporativo administrativo se encuentra en la ciudad de Medellín y la operación aluvial se concentra en el valle del Río Nechí, Bajo Cauca Antioqueño. Su producción anual es de 120 mil onzas de oro en promedio, exportados en su totalidad. La operación aluvial se realiza mediante unidades de producción constituidas por una draga de cucharas y una draga de succión. En total, Mineros S.A., cuenta con 10 dragas, 5 de succión las cuales extraen el material y 5 de cucharas.⁵

Se destaca su visión a largo plazo: “En el año 2020, el Grupo Empresarial MINEROS será reconocido por el crecimiento rentable de su producción y su buena gestión ambiental, humana y social”. A través de esta visión, Mineros espera reafirmarse como líder del sector minero colombiano con una producción anual de 500.000 onzas de oro y otros metales preciosos e iniciar exploración en otros países de Latino América. Para lograr este objetivo se espera encontrar yacimientos pre-factibles de más de 300.000 onzas de oro a 10 años, para lo que se invertirán 40 millones de dólares en el 2013 y 2014. Como parte de este proceso se vienen realizado proyectos de inversión en compañías como la minera canadiense Quía Resources de la cual se adquirió el 10,9%. También adquirió el 90% de la empresa Hemco de Nicaragua.

⁵ <http://revistamakinariapesada.com/?p=1417>

Tabla 3: Análisis DOFA

Oportunidades	Ame nazas
<ul style="list-style-type: none"> • Mejoramiento de los márgenes si el precio retoma la senda de crecimiento de los últimos 12 años. • Incremento de la demanda de oro como activo de inversión. • Aumento de la demanda del sector oficial (bancos centrales). 	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad en los precios del oro, plata y tasa de cambio. • Posición radical de entidades ambientalistas y comunidades en contra de la minería. • Nuevas regulaciones en Colombia que encarecen el ejercicio del negocio (inversión en programas sociales y ambientales), lo que genera que solo sea viable ejecutar proyectos de grandes yacimientos que justifiquen la inversión. • Lentitud en el otorgamiento de licencias y permisos en Colombia tanto de las entidades mineras como ambientales. • La ausencia de un catastro minero actualizado en Colombia. • Problemas de orden público en algunas zonas colombianas que generan daños en la infraestructura. • Actividades de extracción ilegales en Colombia que no solo causan graves daños ambientales sino que también deterioran la imagen del sector. • Industria que requiere alta inversión en capital con altos costos fijos. • Agotamiento de recursos naturales.
Fortalezas	De bilidades
<ul style="list-style-type: none"> • Operación eficiente debido a un proceso socio-ambiental sostenible. • Inversión en proyectos de prevención, mitigación y recuperación del medio ambiente. • Inversión en proyectos tecnológicos por COP 68.000 millones (nuevas dragas de succión y central hidroeléctrica). • Disminución de costos de producción por independencia energética y ampliación de capacidad instalada. • Capacidad y experiencia de crecimiento inorgánico para expandirse en la región (adquisición de Hemco, Nicaragua y Quia Resources) • Relaciones de largo plazo con clientes y proveedores. • Potencial geológico-minero amplio y favorable para otros minerales a diferencia de los tradicionales. • Se cuenta con mano de obra experimentada, calificada y estabilidad laboral. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dependencia de maquinaria que ya no es comercializada. • Reconstrucción de una de las dragas de cucharas que la tendrá por fuera 8 meses entre 2013 y 2014. • Poca experiencia en explotación subterránea. • Capacidad sindical de afectar la operación.

Fuente: elaboración propia

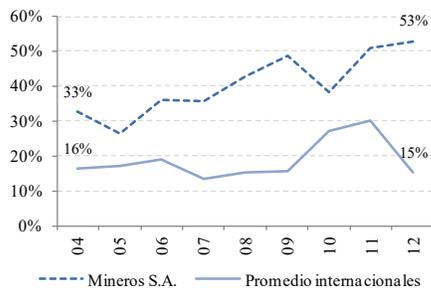
Análisis de la competencia:

De acuerdo al informe anual de Mineros S.A. de 2012, el 100% de las ventas de este año se hicieron a clientes del exterior (Estados Unidos 58% y Suiza 42%). Por lo anterior se deben considerar como principales competidores las grandes compañías multinacionales que también tienen llegada a esos mercados, y en segundo lugar las compañías exploradoras y explotadoras en Colombia en capacidad de competir por terrenos para explorar y producir oro localmente.

A nivel internacional las 5 compañías mineras más grandes por capitalización bursátil e ingresos generados en los últimos 12 meses son Barrick Gold Corporation (Canadá), Newmont Mining Corporation (Estados Unidos), Zijin Mining Group (China), Shandong Gold Mining (China), y AngloGold Ashanti (Sur África). Las anteriores compañías acumulan ventas por alrededor de USD 46.170 millones, cerca del 40% de las ventas totales de la industria a nivel global (compañías listadas en bolsa) de acuerdo a cifras publicadas por el servicio Standard & Poor's Capital IQ.

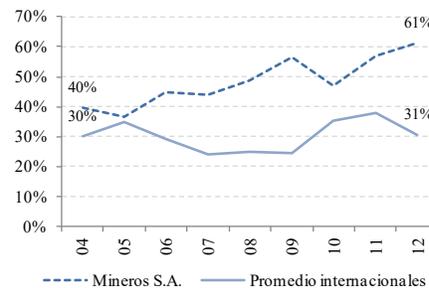
Desempeño financiero Mineros S.A. con respecto a sus pares globales:

Gráfica 5: Margen Operativo



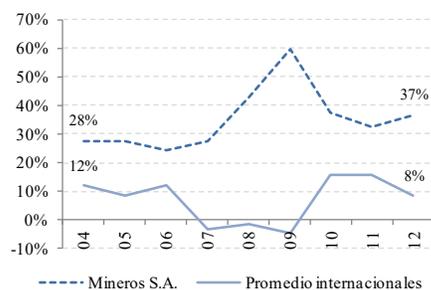
Fuente: elaboración propia

Gráfica 6: Margen EBITDA



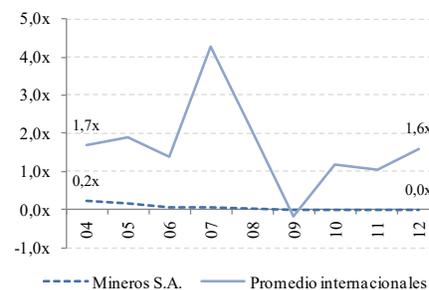
Fuente: elaboración propia

Gráfica 7: Margen Neto



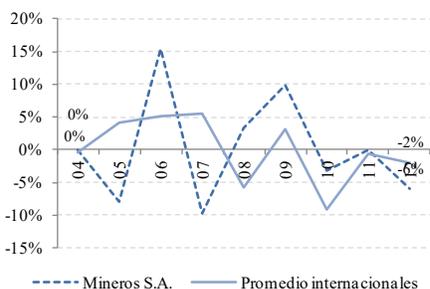
Fuente: elaboración propia

Gráfica 8: Deuda/EBITDA:



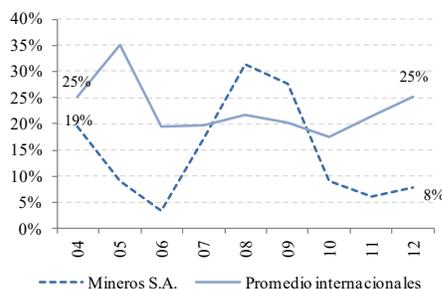
Fuente: elaboración propia

Gráfica 9: Inversión en Capital de Trabajo (KT/Ingresos)



Fuente: elaboración propia

Gráfica 10: Inversión en CapEX (CapEX/Ingresos)



Fuente: elaboración propia

Por otro lado, a nivel nacional y según cifras de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, en 2012 existían 86 compañías en el país dedicadas a la extracción de metales preciosos (pertenecientes al CIU 1320) y generaron un volumen total de ventas de COP 973,581 millones. Se evidencia un alto nivel de concentración en el sector, al ser sólo dos compañías las generadoras del 80% de las ventas de la industria de acuerdo a la información pública: Comercialización Internacional Antioqueña de Exportaciones S.A.S. (55% de participación), y Zandor Capital S.A. Colombia (24%), ambas radicadas en Medellín.

Sin embargo, la información pública obtenida de la Superintendencia de Sociedades de Colombia no permite establecer con un alto nivel de certeza el tamaño y participación de mercado de los competidores en sector minero aurífero, pues compañías como Mineros S.A.⁶ no reportan a esta dependencia sino a la Superintendencia Financiera de Colombia, limitando así el análisis de la industria en el país.

ANÁLISIS COMPARATIVO

Las siguientes compañías listadas en bolsa se consideran comparables de Mineros S.A. porque derivan gran parte de sus ingresos de la explotación de oro para su comercialización a nivel global atendiendo los mismos mercados. Algunas de ellas operan exclusivamente en Colombia (Eco Oro Minerals y Gran Colombia Gold) y otras tienen presencia tanto en Colombia como en la región y en el mundo (AngloGold Ashanti). Estas compañías se dedican a la explotación de oro a cielo abierto o subterránea, a diferencia de Mineros cuya operación es principalmente aluvial.

⁶ Respuesta obtenida de la Dirección Financiera de Mineros S.A.

Tabla 4: Análisis de compañías comparables

Compañía	País	Ticker	Capitalización de mercado (USD MM)	P/E	P/BV	EV / EBITDA	Deuda / Equity	Dividend Yield	ROE
Eco Oro Minerals Corp. (Greystar)	Canadá	TSX:EOM	56	NA	1,7x	NA	NA	NA	-61,5%
Gran Colombia Gold	Canadá	TSX:GCM	31	NA	0,1x	18,3x	40,3%	NA	-5,4%
Barrick Gold Corp.	Canadá	TSX:ABX	15.528	4,5x	0,7x	4,2x	58,6%	5,3%	-3,6%
Newmont Mining Corp.	EEUU	NYSE:NEM	14.479	8,7x	1,0x	6,1x	37,3%	4,8%	12,1%
Anglo Gold Ashanti	Sur África	JSE:ANG	53.568	7,4x	1,1x	4,4x	63,0%	1,8%	9,1%
Zijin Mining Group	China	SEHK:2899	58.223	4,8x	0,9x	6,0x	56,4%	8,8%	19,6%
Shandong Gold Mining	China	SHSE:600547	34.140	16,1x	4,2x	9,4x	52,6%	0,7%	29,4%
Mineros S.A.	Colombia	BVC:MINEROS	466	6,8x	1,7x	3,2x	0,0%	5,0%	27,1%
		<i>Promedio comparables</i>	<i>25.146</i>	<i>8,3x</i>	<i>1,4x</i>	<i>8,1x</i>	<i>51,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-0,04%</i>
		<i>Mediana comparables</i>	<i>15.528</i>	<i>7,4x</i>	<i>1,1x</i>	<i>6,0x</i>	<i>52,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,1%</i>

Fuente: elaboración propia con información Bloomberg - S&P Capital IQ. Fecha de consulta: julio 3 de 2013.

El cuadro anterior contiene algunos indicadores financieros importantes que permiten hacer comparaciones entre las compañías. Se aprecia que las empresas comparables tienen un nivel de endeudamiento sensiblemente más alto que el de Mineros S.A. (cercano a cero), y adicionalmente el valor de sus operaciones con respecto al EBITDA es muy superior. Los valores de los múltiplos de valor en libros y utilidades se encuentran dentro del promedio de las comparables.

Descripción compañías comparables

Eco Oro Minerals Corp.: compañía canadiense dedicada a la explotación de minerales preciosos en Colombia. Su proyecto más importante es el depósito de oro y plata de Angostura y cuatro prospectos clave: Mongora, La Plata, Armenia y Violetal. Incluyendo el Proyecto Angostura, la compañía cuenta con concesiones y licencias de exploración en una superficie de aproximadamente 30.000 hectáreas en los departamentos de Santander y Norte de Santander, en el distrito aurífero de Vetas y California, un área altamente rica en yacimientos minerales. Sólo se ha explorado el 10% de las concesiones, licencias y permisos de zonas.⁷

Gran Colombia Gold: compañía minera con sede en Canadá dedicada a la explotación de oro y plata en Colombia, con una producción de 100.895 onzas de oro en 2012. Gran Colombia es actualmente el mayor productor de oro y plata bajo tierra en Colombia, con varias minas subterráneas en operación, principalmente en Segovia y Marmato, y con operación en las minas de Zancudo y Mazamoras. El proyecto de Marmato en el departamento de Caldas es el proyecto insignia de la compañía, el cual fue adquirido a través de su fusión con Medoro Resources en junio de 2011.⁸

Barrick Gold Corporation: compañía canadiense dedicada a la exploración y extracción de oro a cielo abierto y en menor medida de plata y cobre. De acuerdo a la información publicada en su página

⁷ Eco Oro Minerals. <http://www.eco-oro.com> (julio 2, 2013)

⁸ Gran Colombia Gold. <http://www.grancolombiagold.com> (julio 2, 2013)

web, posee minas operativas y varios proyectos en diferentes etapas de exploración y desarrollo en más de 15 países. En Latinoamérica tiene operaciones en Perú, Chile, Argentina y República Dominicana. A nivel mundial Barrick produjo 7,4 millones de onzas de oro en 2012, producción similar a la presupuestada para 2013.⁹

Newmont Mining Corporation: productor de oro con presencia importante en los mercados de Estados Unidos, Australia, Perú, Ghana, Nueva Zelanda y México (produce cobre en menor proporción). Al 31 de Diciembre de 2012 la compañía tenía reservas probables y probadas por 99,2 millones de onzas y terrenos por 75.000 metros cuadrados. La operación en la mina de Yanacocha (Andes Peruanos) es la mayor explotación de oro de América Latina y cuenta con 3 minas a cielo abierto que han producido desde 1993 más de 26 millones de onzas. En 2012 esta mina generó el 22% de los ingresos de la compañía (USD 2.202 MM de un total de USD 9.868 MM); junto con la explotación de Nevada (EEUU, 29% de ingresos 2012), son las dos operaciones que más aportan a los ingresos de la multinacional. La última adquisición de la compañía se ejecutó en marzo de 2013 sobre el proyecto Santa Elena en México por un valor de USD 780.000 (explotación de oro y plata).¹⁰

Anglo Gold Ashanti: compañía minera surafricana dedicada a la exploración, extracción y mercadeo de oro y otros minerales, con 21 operaciones en 10 países, y que en 2012 tuvo una producción de 3,9 millones de onzas de oro. Tiene presencia en Colombia, donde desarrolla un proyecto de exploración (La Colosa) en Cajamarca, Tolima y otro proyecto en etapa de pre factibilidad (Gramalote) en conjunto con B2GoldCorporation en el municipio de San Roque, Antioquia que espera iniciar su producción en 2017.¹¹

Zijin Mining Group: primer productor de oro en China, segundo de cobre, sexto de Zinc y mayor propietario de metales en ese país; adicionalmente produce hierro y tungsteno. Es una compañía estatal con un 45,2% de su capital listado en mercado público de valores. Actualmente su presencia en América Latina está representada en el proyecto Río Blanco en Perú dedicado a la explotación de cobre y molibdeno. Durante 2012 la compañía produjo 1 millón de onzas de oro con un incremento del 12% con respecto a 2011 y cerró el año con recursos y reservas probadas por 1.192 toneladas de oro. Los ingresos generados por la explotación de oro representaron el 63% del total en 2012 y el restante 37% fue generado por la producción de cobre, zinc y otros productos.¹²

Shandong Gold Mining Co, Ltd: se dedica principalmente a la exploración, extracción y fundición de minas de oro. Adicionalmente, la compañía realiza actividades de purificación, transformación, producción y distribución de los metales preciosos, productos metálicos no ferrosos y accesorios de joyería, así como la fabricación y distribución de equipos de extracción de oro y materiales de construcción. La distribución de sus productos la lleva a cabo principalmente a través de la Bolsa de Oro de Shanghai, China.¹³

⁹ Barrick Gold. <http://barricksudamerica.com/inicio/> (julio 2, 2013)

¹⁰ Newmont Mining. <http://www.newmont.com/> (julio 2, 2013)

¹¹ AngloGold Ashanti. <http://www.anglogold.com> (julio 2, 2013)

¹² Zijin Mining. <http://www.zjky.cn/tabid/138/Default.aspx> (julio 2, 2013)

¹³ Shandong Gold. <http://en.sd-gold.com/> (julio 2, 2013)

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Para Mineros S.A. la Transparencia es uno de los principales valores, así que las prácticas de Buen Gobierno Corporativo son un factor determinante en la generación de credibilidad sobre su operación. Los pilares de su Gobierno son la preservación del medio ambiente, los principios éticos y de conducta, la responsabilidad social y el adecuado manejo de riesgos y compensaciones. La Junta Directiva es el máximo órgano que controla su cumplimiento. La compañía no recibe aportes del Gobierno Nacional, ni éste se encuentra dentro de la estructura de accionistas.

A la cabeza de la compañía se encuentra Beatriz Uribe Restrepo, quien es economista de la Universidad de Antioquia e inició su vida laboral como Directora de Mercadeo de Noel y luego pasó a ser Gerente Financiera de Mineros hace más de 30 años. Desde 2000 se desempeña como Presidenta de la Compañía y se le reconoce como una de las mujeres más conocedoras de minería en el país.¹⁴ En 2011 fue nombrada Presidenta de la Junta Directiva de la ANDI.

Los principales miembros del equipo directivo son: Beatriz Uribe R., Presidenta; Maria Victoria Calle E., Gerente Administrativa y Financiera; Gonzalo Gómez V., Gerente Unidad de Negocios Mineros; Rafael Roldán J., Gerente Operaciones Mineras; Julio Omar Quintero B., Gerente Cadena Abastecimiento.

La Junta Directiva de Mineros está compuesta por 7 miembros principales con sus respectivos suplentes los cuales tienen calidad de miembros independientes, sin embargo 3 de ellos trabajan o han trabajado para el Grupo Colpatria, el principal accionista de Mineros. Se destaca además entre los miembros de la Junta Directiva a Santiago Perdomo, Presidente del Grupo Colpatria; Alberto León Mejía, quien fuera Presidente de Uniban y miembro de la Junta Directiva del Metro de Medellín, y Miguel Urrutia, ex Ministro de Minas y Energía de Colombia y Gerente General del Banco de la República de Colombia.

Eduardo Pacheco Cortés es el actual presidente de la Junta Directiva de Mineros, es economista de la Universidad de los Andes, con MBA de la Universidad de Nueva York y becario de la Munchener de Reaseguros. Fue presidente de Upac Colpatria, gerente del Inurbe y presidente de Corpavi.¹⁵

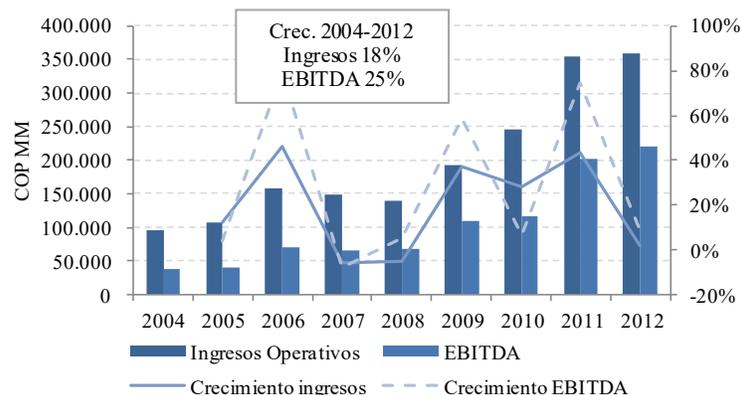
Desempeño financiero histórico

Como se puede identificar en la Gráfica 11, entre 2004 y 2012 los ingresos operativos presentaron un crecimiento anual compuesto del 18% y el EBITDA del 25%, evidenciándose una tendencia alcista desde 2009 y estabilizándose en 2012, año en el cual los ingresos crecieron el 1,4% y el EBITDA el 8,8% ambos con respecto a 2011.

¹⁴ <http://www.elspectador.com/impreso/negocios/articulo-255709-una-ejecutiva-vale-oro>

¹⁵ <http://hagamosnegocioscolombia.blogspot.com/2012/09/presidente-de-la-junta-de-multibanca.html>

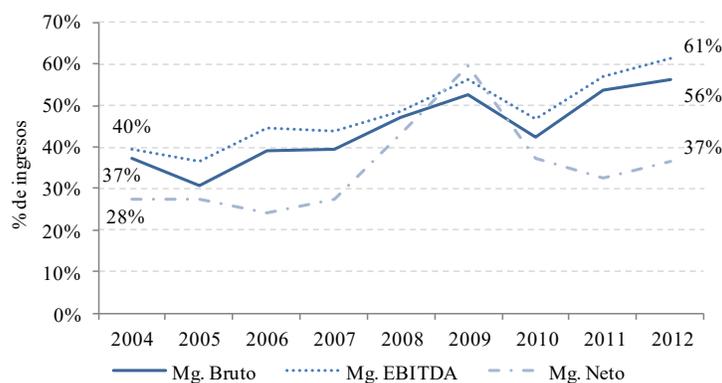
Gráfica 11: Ingresos operativos – EBITDA



Fuente: elaboración propia con datos S&P Capital IQ.

En la Gráfica 12 se observa un mejoramiento general en el desempeño operativo de la compañía, apalancado principalmente por el mayor nivel de ingresos antes mencionado y por un control efectivo en costos y gastos que permitió crecer rentablemente: los costos de ventas fueron en promedio entre 2009 y 2012 el 48,7% de los ingresos, y se concluye una dilución de gastos de administración y ventas entre 2009 y 2012, pasando del 4,1% de los ingresos al 3,2% mejorando el margen operativo.

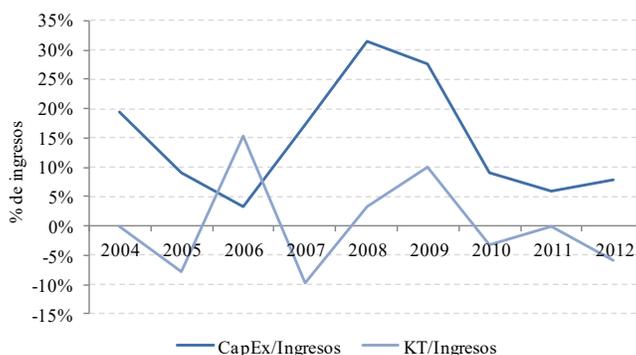
Gráfica 12: Margen bruto, margen neto y margen EBITDA



Fuente: elaboración propia con datos S&P Capital IQ.

En cuanto al nivel de inversión, la Gráfica 13 evidencia altos niveles de CapEx en 2008 y 2009, explicados por la adquisición de maquinaria y equipo principalmente, y por la instalación de plantas y redes eléctricas en menor medida. Para el periodo 2010-2012 la inversión en CapEx se estabiliza llegando a un promedio de 7,7% de los ingresos de la compañía y del 14,6% en promedio entre 2004 y 2012. Por su parte la inversión en capital de trabajo presenta una liberación de caja en los años 2010 a 2012 y una inversión promedio como porcentaje de los ingresos entre 2004 y 2012 del 0,2%.

Gráfica 13: CapEx y capital de trabajo



Fuente: elaboración propia con datos S&P Capital IQ.

ANÁLISIS DE ACCIONISTAS

Tabla 5: Principales Accionistas

Accionistas	Acciones	% Participación
Vince Business Corp (Banco Colpatría Panamá)	26.037.896	9,95%
Seguros de Vida Colpatría	23.852.892	9,12%
Corporación Financiera Colombiana S.A	18.275.422	6,98%
Capitalizadora Colpatría S.A	16.469.125	6,29%
Inversiones MAGA S.A	15.138.579	5,78%
Seguros Colpatría	11.710.354	4,47%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	9.562.339	3,65%
Negocios y Representaciones S.A.S	9.073.129	3,47%
Echavarría de Moreno María del Pilar	6.389.712	2,44%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	6.048.622	2,31%

Fuente: elaboración propia con información publicada por Mineros S.A.

El capital flotante de Mineros S.A en la Bolsa de Valores de Colombia es el 32,9% de las acciones de acuerdo a la información publicada en Bloomberg. La Bolsa de Valores de Colombia califica esta acción como de alta liquidez. De acuerdo a la proposición de distribución de utilidades presentada en la Asamblea General de Accionistas el 20 de marzo de 2013, se aprobó distribuir el 33,3% de la utilidad neta del 2012.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- Riesgo de escasez de recursos naturales: Medio

Las empresas mineras se enfrentan a la posibilidad de agotamiento del recurso mineral explotable. Este riesgo es mitigado por Mineros S.A. a través de la operación de la compañía asociada Exploradora Minera S.A.S. que realiza actividades de exploración en zonas que puedan representar sostenibilidad del negocio en el largo plazo y establece alianzas con socios estratégicos para ampliar su campo de acción en el país y la región. En el mediano plazo la compañía planea ampliar su alcance a América Latina en búsqueda de proyectos con potencial minero como la reciente adquisición en Nicaragua de la compañía Hemco (2013). También podría considerarse la adquisición de licencias en países en los cuales la compañía considere que existen reservas potenciales.

- Riesgo financiero: Bajo

La diversificación del portafolio de inversiones permite disminuir el riesgo financiero de la compañía. Al cierre de 2012 Mineros S.A. contaba con valores negociables por COP 182.864 millones (76% de los activos corrientes y 30% del activo total), distribuidos de la siguiente manera:

Tabla 6: Portafolio de inversiones Mineros S.A

Activo	Valor 2012 (COP mm)	% del total
CDT	79.250	43%
TES	37.063	20%
Acciones sociedades anónimas		
nacionales	18.563	10%
Bonos privados	17.241	9%
Bonos públicos	11.160	6%
Operaciones de fondeo	10.782	6%
Otras inversiones exterior	4.070	2%
Otras inversiones	2.182	1%
Patrimonios autónomos	1.338	1%
Carteras colectivas	1.101	1%
Acciones sociedades del exterior	1.040	1%
Provisión desvaloración inversiones	-925	-1%
Total	182.864	100%

Fuente: Informe Anual Mineros S.A. 2012

Las inversiones en sociedades anónimas nacionales están representadas principalmente en compañías del sector industrial (Tablemac), petróleo y gas (Ecopetrol), energía (Isagen) y financiero (Grupo Aval).

Se evidencia un perfil de inversión altamente conservador al tener cerca del 50% de las inversiones temporales en depósitos a término (CDT), los cuales en promedio no han generado una rentabilidad efectiva anual de más del 4,8% en los últimos 3 años¹⁶.

A cierre de 2012 la compañía no tenía un nivel de endeudamiento representativo que significara un riesgo financiero alto.

· Riesgo de mercado: Alto

La compañía está altamente expuesta al riesgo de mercado principalmente por la volatilidad en los precios del oro, los cuales están fluctuando constantemente y ponen en riesgo la rentabilidad esperada del negocio. Durante los últimos 12 años el precio del oro ha estado en alza alcanzando un precio de 1.675,35 USD/troy oz al cierre del 2012, con niveles mínimos de 1.539,67 USD/troy oz y máximos de 1.790,40 USD/troy oz. Sin embargo, en el mes de junio de 2013 el precio del oro cayó al nivel más bajo en tres años llegando a precios de 1.180 USD/troy oz.¹⁷ Esta caída se atribuye a la reacción del mercado frente a la política monetaria propuesta por el Gobierno de Estados Unidos dada la mejoría en resultados económicos. Por lo anterior, al ser este un activo de refugio para los inversionistas en épocas de crisis, en los momentos de crecimiento tiende a disminuir su demanda y por lo tanto su precio debido a que los inversionistas prefieren asignar sus recursos a otros activos con mayor potencial de rentabilidad.

Es por esto que Mineros S.A. buscando mitigar el riesgo al que está expuesto, realiza coberturas a través de productos como opciones financieras, que le permiten asegurar el precio de venta del oro y los márgenes de operación. De acuerdo al informe anual de Gestión de 2012 la compañía obtuvo ingresos no operaciones por contratos de cobertura en precios del oro de COP 3.030 millones.

· Riesgo de tipo de cambio: Alto

Debido a que la totalidad de la producción de la compañía es vendida a clientes del exterior, se tiene una alta exposición al riesgo cambiario. Dado que las ventas se realizan en otras monedas diferentes al peso colombiano, cuando estas divisas son monetizadas, la tasa de cambio vigente juega un papel muy importante en la determinación de la utilidad. Para contrarrestar este riesgo la compañía hace uso de instrumentos financieros derivados a través de los cuales puede asegurar tasas de cambio futuras que no dependan de la volatilidad del mercado.

· Riesgo legal o de regulación: Medio alto

¹⁶ Banco de la República de Colombia, serie histórica CDT 180 días

¹⁷ Periódico La República. http://www.larepublica.co/globoeconomia/el-oro-cae-m%C3%A1s-de-tres-a%C3%B1os-por-datos-en-estados-unidos_41520

La actividad minera está altamente regulada en Colombia. El Código de Minas (Ley 685 de 2001) regula la explotación y exploración minera en el país, pero además existen otras Leyes y Decretos que la complementan en temas como seguridad y distribución de regalías¹⁸. Adicionalmente, en Colombia es necesario el otorgamiento de licencias por parte de entidades mineras y ambientales, las cuales toman años en ser adjudicadas. La solicitud de títulos mineros fue clausurada en 2011 dejando cerca de 7.000 procesos pendientes en estudio, y solo fue reabierto recientemente por parte del Ministerio de Minas¹⁹. Por otra parte, las licencias ambientales requieren 19 semanas para ser estudiadas por la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales y la solicitud del gremio para que estas fueran agilizadas fue rechazada por la Directora de esta entidad.²⁰

Dada la dificultad de obtener nuevas licencias y que las normas son modificadas constantemente por los entes reguladores, se pone en riesgo la continuidad de las operaciones y se hace más onerosa esta actividad estrechando los márgenes y viabilizando sólo los grandes proyectos.

· Riesgo Operativo: Medio

De acuerdo a información proporcionada por el Director de Operaciones de Mineros, Santiago Cardona, las dragas de cucharas que utiliza la compañía para la extracción del oro fueron diseñadas en los años 40 en Estados Unidos y ya no se consiguen en el mercado. Para la operación actual, Mineros tuvo que traerlas de otros países y reconstruirlas. El proceso de reconstrucción toma aproximadamente 18 meses y la garantía de funcionamiento continuo es de 8 años después de la reconstrucción²¹.

La operación minera requiere una gran cantidad de energía eléctrica. Para mitigar el riesgo de dependencia de otros proveedores de este insumo básico, Mineros genera su propia energía. Actualmente la compañía tiene una central hidroeléctrica de la cual planea ampliar la capacidad y se encuentra construyendo una segunda central.

La seguridad es uno de los principales riesgos que debe afrontar la compañía, ya que sus operaciones se localizan en zonas de conflicto con grupos al margen de la ley, exponiéndose a constantes ataques terroristas sobre la infraestructura de la compañía, extorsiones y robos. Esta situación ha obligado a Mineros a mantener una relación estrecha con las Fuerzas Militares para proteger sus instalaciones y a realizar inversiones para incrementar la seguridad.

La actividad de Mineros también tiene un gran impacto ambiental y social en las áreas de influencia de la empresa, lo que le exige mantener programas de prevención, mitigación y recuperación ambiental y programas de responsabilidad social, que en 2012 representaron inversiones de \$5.100 millones y \$2.696 millones respectivamente.

· Riesgo de Procesos Internos: Bajo

¹⁸ ABC de la Minería en Colombia. http://www.defensoria.org.co/red/anexos/publicaciones/abc_mineriaColombia.pdf (julio 3, 2013)

¹⁹ RCN Radio. <http://www.rcnradio.com/noticias/no-hay-probabilidad-de-otorgar-licencias-expres-en-colombia-an-la-75127> (julio 3, 2013)

²⁰ Veo Verde. <http://www.veoverde.com/2013/06/colombia-no-acepta-licencia-ambiental-expres/> (julio 3, 2013)

²¹ Revista Makinaria Pesada 2012. <http://revistamakinariapesada.com/> (julio 3, 2013)

El sistema integral de Gestión de Mineros establece que sus operaciones se realicen bajo los más estrictos índices de calidad, gestión ambiental, acompañamiento social y respeto por los recursos naturales. La compañía cuenta con certificaciones de gestión de calidad ISO 9001 (Generación, Transmisión y Venta de Energía Eléctrica, Fabricación y Reparación de Repuestos para la Operación Minera, Producción de Oro y Preparación de Muestras de Exploración de Yacimientos de Oro para Análisis de Laboratorio), de gestión ambiental ISO 14001 (Producción de Oro) y una certificación en OHSAS 18001 (Seguridad Industrial y Salud Ocupacional).

· Riesgo Sindical: Alto

Mineros cuenta con agremiaciones sindicales de los trabajadores de la operación aluvial y de la operación subterránea. Con el fin de mitigar el riesgo de sufrir afectaciones en su operación derivadas de conflictos laborales, la compañía tiene negociaciones de convenciones colectivas cada 2 años donde se buscan acuerdos que de manera justa beneficien a los empleados y sus familias (aumentos salariales, bonificaciones, auxilios, etc.) y a su vez permitan la estabilidad económica de la compañía.

DESEMPEÑO FINANCIERO Y PROYECCIONES

Supuestos de Operación

El nivel de producción de la compañía tiene una relación directa con el precio del oro. De esta forma se espera que la producción de onzas de oro de Mineros S.A. reaccione antes cambios en el precio del metal. Con base en esta premisa, se calculó el promedio histórico observado (0,5 veces) de cambio en la producción dados los cambios en el precio. Esta proporción histórica es la que, según los precios proyectados del oro, define la producción de la compañía en los próximos 10 años.

Para la proyección del precio del oro en el período de 2013 a 2018 se toman el promedio de los pronósticos del precio del oro publicados por distintas entidades financieras líderes entre junio y septiembre de 2013.

Tabla 7: proyección precio del oro

Entidad	Fecha de emisión de la estimación	Precio estimado (USD/Onza)					Largo Plazo
		2013	2014	2015	2016	2017	
Goldman Sachs	Jun 24, 2013	1.300	1.050	ND	ND	ND	ND
Credit Suisse	Jun 24, 2013	1.200	ND	ND	ND	ND	ND
Societe Generale	Jun 24, 2013	1.100	ND	ND	ND	ND	ND
Bank of Montral	Jul 15, 2013	1.362	1.181	1.200	1.200	1.200	1.200
Citi	Jul 15, 2013	1.358	1.145	1.145	1.145	1.145	1.250
World Bank	Jul 1, 2013	1.380	1.360	1.350	1.345	1.440	ND
Analistas Bloomberg	Ago 2, 2013	1.358	1.335	ND	ND	ND	ND
Barclays	Jul 7, 2013	1.393	ND	ND	ND	ND	ND
<i>Promedio</i>		<i>1.306</i>	<i>1.214</i>	<i>1.232</i>	<i>1.230</i>	<i>1.262</i>	<i>1.225</i>

Fuente: elaboración propia.

Para la proyección de los costos de producción y administración, se asumió un comportamiento como porcentaje promedio de las ventas de los últimos 3 años, que son 49,2% y 3,4% respectivamente. Así mismo, variables como los ingresos y los egresos no operacionales se proyectaron creciendo al IPC.

Tabla 8: proyección ventas Mineros S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013 p	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p
Precio Onza Oro (USD)	975	1.226	1.572	1.670	1.306	1.214	1.232	1.230	1.262	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225
Explotación oro (onzas)	89.630	98.205	115.868	118.401	104.404	100.403	101.187	101.113	102.527	100.908	100.908	100.908	100.908	100.908
Var. Precio / Var. Onzas	0,8x	0,4x	0,6x	0,4x	0,5x									
Ventas Mineros S.A. (COP MM)	192.387	246.350	353.709	358.711	257.416	236.989	247.192	253.972	273.312	261.180	261.180	261.180	261.180	261.180

Fuente: elaboración propia.

Supuestos de Inversión

Se proyecta la propiedad, planta y equipo neta como un porcentaje de las ventas, que en promedio para los últimos tres años se sitúa en 40%. Cuando el precio del oro es muy bajo y la explotación pierde viabilidad económica, se genera una caída en las ventas y también desinversión en activos productivos. Sin embargo para 2013 se incluye los planes de inversión que la compañía publicó en su Informe de Gestión del segundo trimestre de 2013, el cual establece inversiones para proyectos operativos por valor de COP 79.689 MM. Por lo tanto la propiedad, planta y equipo neta como un porcentaje de las ventas para el año 2013 se estima sea del 70,7%. Por otra parte las inversiones para exploración (COP 26.771 MM) y otros (COP 11.936 MM), se incluyen en la cuenta de otros activos.

Al disminuir notablemente las ventas en los años siguientes por la disminución del precio del oro respecto a 2012, la propiedad, planta y equipo y los otros activos disminuyen liberando caja e incrementando así el valor patrimonial de Mineros. En los años subsiguientes el valor de la propiedad,

planta y equipo se incrementa gradualmente a medida que el precio del oro se recupera al igual que las ventas.

Capital de Trabajo

Las cuentas de Deudores, Inventarios y Cuentas por Pagar que conforman el capital de trabajo operativo son también proyectadas como un porcentaje de las ventas, de acuerdo al promedio histórico de los últimos 3 años. Por otra parte la cuenta de Proveedores se proyecta en relación a los costos de producción, que en promedio para los últimos 3 años es del 2,4%.

Tabla 9: proyección capital de trabajo Mineros S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013 p	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p
Deudores/Ventas	9,5%	8,1%	12,5%	13,6%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Deudores (COP MM)	18.289	19.887	44.149	48.833	29.318	26.992	28.154	28.926	31.129	29.747	29.747	29.747	29.747	29.747
Inventarios/Ventas	12,2%	11,0%	9,7%	9,6%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Inventarios (COP MM)	23.522	27.113	34.334	34.602	26.049	23.982	25.015	25.701	27.658	26.430	26.430	26.430	26.430	26.430
Proveedores/Costos producción	3,1%	2,7%	2,4%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Proveedores (COP MM)	2.845	3.839	4.008	3.197	3.036	2.795	2.916	2.996	3.224	3.081	3.081	3.081	3.081	3.081
Cuentas por pagar/Ventas	5,1%	3,8%	3,3%	3,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Cuentas por pagar (COP MM)	9.864	9.239	11.675	13.492	9.278	8.541	8.909	9.153	9.850	9.413	9.413	9.413	9.413	9.413

Fuente: elaboración propia.

Hipótesis financieras

La relación histórica desde 2008 de la deuda respecto al patrimonio siempre ha sido inferior al 1%, debido a que la deuda de la compañía en los cierres anuales es baja. Para la proyección de los años siguientes las obligaciones financieras de la compañía no crecen y se mantienen en los saldos actuales ya que por su desempeño financiero no requiere deuda adicional y por lo tanto la relación deuda patrimonio para los años posteriores se estima sea del 0,01%.

Para el caso de las cuentas del Patrimonio, se proyecta que el Capital Social y Otros se mantiene constante en los próximos años tal como se ha venido comportando históricamente. De igual forma, las Revalorizaciones del Patrimonio permanecen con el mismo saldo presentado en los dos últimos años.

Por su parte, el Superávit por Valorizaciones equivale a la suma de la proyección de las valorizaciones de propiedad, planta y equipo y valores mobiliarios. Por último, la cuenta de Otras Reservas apropiadas se calcula como el porcentaje de los últimos tres años sobre la utilidad neta del período anterior.

Impuestos

La cuenta de Impuestos, Gravámenes y Tasas de corto plazo se proyecta de la siguiente forma:

Anticipo Impuesto de Renta: se proyecta como el 44,1% de la provisión de impuesto de renta sin CREE. Este se calcula a partir del comportamiento que tienen estas cuentas en los Estados Financieros individuales de Mineros S.A., donde este porcentaje ha sido el Anticipo de Impuesto de Renta en promedio de los últimos tres años.

Retenciones: en los Estados Financieros individuales de Mineros S.A. la retención ha sido en promedio los últimos tres años del 0,83% de los ingresos, esta misma proporción se aplica al consolidado para obtener la retención.

Provisión años anteriores: se calcula como porcentaje de la provisión del Impuesto de Renta del año anterior sin CREE, que en promedio de los últimos 3 años para Mineros S.A fue del 1,8%.

En 2013 el saldo del impuesto al patrimonio de corto plazo corresponde a las 2 últimas cuotas de dicho impuesto. Éste se ha venido pagando desde 2011 en 8 cuotas iguales y finalizarán en 2014.

Para la cuenta de Provisión de Impuesto de Renta del Estado de Resultados, se calcula la tasa efectiva de impuesto de renta que paga la compañía como proporción de la tasa de impuestos nominal que en promedio de los últimos tres años ha sido 93,4%. Finalmente la tasa de impuestos efectiva entre 2013 y 2015 se proyecta en 31,76% y en 30,82% en los años siguientes.

INVESTIGACIÓN EXTERNA INDEPENDIENTE

Para realizar un adecuado análisis de la industria minera en Colombia y la posición de Mineros en ésta, consultamos no solo la información publicada por la compañía en su sitio web e informes anuales de gestión, sino además información de otras fuentes independientes como la Superintendencia de Sociedades de Colombia, Banco de la República de Colombia, S&P Capital IQ y Bloomberg. También fueron consultados los sitios web de otras empresas mineras y los reportes de seguimiento a la acción de la compañía realizados por analistas financieros de entidades comisionistas de bolsa en Colombia.

Adicionalmente se hizo seguimiento a noticias publicadas sobre el sector y la compañía en diferentes medios como revistas y periódicos, y fueron consultadas páginas de agremiaciones del sector. Por último se realizó una entrevista a un experto internacional en minería, Alexey Duarte²², y a algunos expertos en minería aluvial de la compañía.²³

²² Country Manager para Colombia de Mine Whalers, compañía chilena de inversión y gestión de proyectos mineros en Latinoamérica. Alexey tiene experiencia de más de 20 años en la industria minera, de los cuales dedicó 16 al desarrollo de proyectos en BHP Billiton. Fuente: <http://co.linkedin.com/pub/alexey-duarte/52/624/150>

²³ Rafael Roldán J. Director de Exploración; Ramiro Humberto Jaramillo B. Director General Operación Aluvial; Carlos Alberto Hoyos M. Jefe de Exploración Brownfield.

FUENTES DE INFORMACIÓN:

- Sitio web Mineros S.A: <http://www.mineros.com.co/>
- Informes Financieros 2006 - 2012 Mineros S.A
- Superintendencia de Sociedades de Colombia: <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/>
- Standard & Poor's Capital IQ
- Bloomberg (página web: www.bloomberg.com y estación)
- Sitio web Kitco. <http://www.kitco.com>
- Sitio web Gold Price Ticker. <http://www.goldpriceticker.com>
- Sitio web Knoema. <http://knoema.com/ryjroog>
- Sitio web Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co>
- Cobertura Emisores de Acciones Interbolsa para Mineros S.A
- Revista Makinaria Pesada: <http://revistamakinariapesada.com>
- Periódico El Espectador: <http://www.elespectador.com>
- Sitio web Hagamos Negocios Colombia.
<http://hagamosnegocioscolombia.blogspot.com/2012/09/presidente-de-la-junta-de-multibanca.html>
- Sitio web Eco Oro Minerals. <http://www.eco-oro.com>
- Sitio web Gran Colombia Gold. <http://www.grancolombiagold.com>
- Sitio web Barrick Gold. <http://barricksudamerica.com/inicio/>
- Sitio web Newmont Mining. <http://www.newmont.com/>
- Sitio web AngloGold Ashanti. <http://www.anglogold.com>
- Sitio web Zijin Mining. <http://www.zjky.cn/tabid/138/Default.aspx>
- Sitio web Shandong Gold. <http://en.sd-gold.com/>
- Banco de la República de Colombia. serie histórica CDT 180 días
- Periódico La República.
- ABC de la Minería en Colombia.
http://www.defensoria.org.co/red/anexos/publicaciones/abc_mineriaColombia.pdf (julio 3. 2013)
- RCN Radio. <http://www.rcnradio.com/noticias/no-hay-probabilidad-de-otorgar-licencias-expres-en-colombia-anla-75127> (julio 3. 2013)
- Veo Verde. <http://www.veoverde.com/2013/06/colombia-no-acepta-licencia-ambiental-expres/> (julio 3. 2013)
- Sistema de Información Minero Colombiano. Estadísticas de producción en gramos por municipio – departamento. <http://www.simco.gov.co> (8 de Julio de 2013).
- Unidad de Planeación Minero Energética. Plan Nacional de Desarrollo Minero 2014.
- Sitio web United Explanations. <http://www.unitedexplanations.org/2011/04/26/%C2%BFpor-que-sube-el-precio-del-oro-los-aspectos-clave/>

BALANCE GENERAL HISTÓRICO. Millones de Pesos

BALANCE GENERAL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente							
Disponible y Valores Negociables	77.110	56.003	47.057	81.443	110.701	153.341	183.864
Deudores	15.013	18.519	16.992	18.289	19.887	44.149	48.833
Gastos pagados por anticipado	33	75	-	-	2.393	6.407	7.744
Total Activo Corriente	92.156	74.596	64.049	99.732	132.981	203.898	240.441
PPE							
Costo del activo (PPE Bruto)	108.856	134.337	154.389	206.598	228.928	249.328	275.254
Depreciación acumulada	(66.112)	(75.786)	(71.865)	(85.838)	(106.574)	(128.298)	(145.820)
PPE Neto	42.744	58.550	82.524	120.761	122.354	121.030	129.434
Deudores de largo plazo	-	-	-	5.138	5.584	5.139	5.544
Inventarios	15.949	20.388	28.658	23.522	27.113	34.334	34.602
Inversiones permanentes	7.072	6.274	6.294	6.302	6.298	6.598	6.598
Otros activos	8.358	17.575	30.921	59.688	67.786	87.066	127.853
Valorizaciones PPE	7.384	7.208	16.242	33.022	49.281	43.172	50.584
Valorizaciones Valores mobiliarios	8.418	5.720	47.685	10.015	11.734	15.037	13.719
Total Activo No Corriente	89.925	115.716	212.324	258.448	290.151	312.376	368.332
TOTAL ACTIVOS	182.081	190.312	276.373	358.180	423.132	516.273	608.773

BALANCE GENERAL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pasivo Corriente							
Obligaciones financieras	3.526	3.557	1.669	77	87	146	51
Deuda requerida	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	3.063	3.217	3.688	2.845	3.839	4.008	3.197
Cuentas por pagar	8.802	5.825	3.640	9.864	9.239	11.675	13.492
Impuestos, gravámenes y tasas	14.104	5.560	9.683	14.134	17.729	41.581	22.344
Obligaciones laborales	3.340	3.252	2.960	3.400	4.251	4.889	5.044
Dividendos por pagar	3.723	4.673	5.516	6.002	6.769	7.647	10.377
Otros pasivos	245	-	-	9.659	-	-	-
Total Pasivo Corriente	36.803	26.084	27.156	45.980	41.914	69.945	54.504
Impuestos al patrimonio LP	-	-	-	-	-	9.446	4.723
Impuesto diferido	-	-	-	-	-	-	14.380
Pensiones de jubilación	378	447	506	607	687	710	821
Pasivos contingentes	1.800	-	-	-	-	-	-
Total Pasivo No Corriente	2.178	447	506	607	687	10.156	19.924
TOTAL PASIVOS	38.980	26.531	27.663	46.588	42.602	80.102	74.428
Interés minoritario	1.131	3.048	-	-	-	-	-
Patrimonio de los accionistas							
Capital social y otros	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290
Revalorización del patrimonio	41.461	40.259	37.674	36.433	35.192	16.913	16.913
Superávit por valorizaciones	15.803	12.928	63.927	43.037	61.015	58.209	64.302
Otras reservas apropiadas	39.093	59.761	79.439	110.220	185.167	238.354	314.267
Utilidad del ejercicio	38.323	40.495	60.380	114.612	91.866	115.405	131.574
TOTAL PATRIMONIO	141.970	160.734	248.710	311.592	380.530	436.171	534.346
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	182.081	190.312	276.373	358.180	423.132	516.273	608.773

BALANCE GENERAL PROYECTADO. Millones de Pesos

BALANCE GENERAL	<i>2013 p</i>	<i>2014 p</i>	<i>2015 p</i>	<i>2016 p</i>	<i>2017 p</i>	<i>2018 p</i>	<i>2019 p</i>	<i>2020 p</i>	<i>2021 p</i>	<i>2022 p</i>
Activo Corriente										
Disponible y Valores Negociables	165.286	389.127	439.039	493.756	546.239	621.370	690.003	760.131	831.788	905.007
Deudores	29.318	26.992	28.154	28.926	31.129	29.747	29.747	29.747	29.747	29.747
Gastos pagados por anticipado	4.240	3.904	4.072	4.184	4.502	4.302	4.302	4.302	4.302	4.302
Total Activo Corriente	198.844	420.022	471.265	526.865	581.869	655.419	724.052	794.180	865.837	939.056
PPE										
Costo del activo (PPE Bruto)	366.398	190.796	199.010	204.469	220.039	210.272	210.272	210.272	210.272	210.272
Depreciación acumulada	(184.405)	(96.026)	(100.160)	(102.907)	(110.744)	(105.828)	(105.828)	(105.828)	(105.828)	(105.828)
PPE Neto	181.993	94.770	98.850	101.561	109.295	104.444	104.444	104.444	104.444	104.444
Deudores de largo plazo	4.518	4.159	4.338	4.457	4.797	4.584	4.584	4.584	4.584	4.584
Inventarios	26.049	23.982	25.015	25.701	27.658	26.430	26.430	26.430	26.430	26.430
Inversiones permanentes	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598	6.598
Otros activos	154.449	69.338	72.323	74.307	79.965	76.416	76.416	76.416	76.416	76.416
Valorizaciones PPE	69.781	36.337	37.902	38.941	41.907	40.047	40.047	40.047	40.047	40.047
Valorizaciones Valores mobiliarios	14.062	14.470	14.904	15.306	15.735	16.175	16.628	17.094	17.572	18.064
Total Activo No Corriente	457.450	249.653	259.929	266.871	285.954	274.693	275.146	275.611	276.090	276.582
TOTAL ACTIVOS	656.294	669.675	731.194	793.737	867.824	930.112	999.197	1.069.792	1.141.927	1.215.638

BALANCE GENERAL	<i>2013 p</i>	<i>2014 p</i>	<i>2015 p</i>	<i>2016 p</i>	<i>2017 p</i>	<i>2018 p</i>	<i>2019 p</i>	<i>2020 p</i>	<i>2021 p</i>	<i>2022 p</i>
Pasivo Corriente										
Obligaciones financieras	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Deuda requerida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	3.036	2.795	2.916	2.996	3.224	3.081	3.081	3.081	3.081	3.081
Cuentas por pagar	9.278	8.541	8.909	9.153	9.850	9.413	9.413	9.413	9.413	9.413
Impuestos, gravámenes y tasas	29.448	25.168	26.607	26.466	28.664	28.333	28.998	29.678	30.372	31.081
Obligaciones laborales	3.873	3.566	3.719	3.821	4.112	3.930	3.930	3.930	3.930	3.930
Dividendos por pagar	6.695	6.164	6.429	6.606	7.109	6.793	6.793	6.793	6.793	6.793
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Pasivo Corriente	52.380	46.285	48.631	49.092	53.010	51.600	52.265	52.945	53.639	54.349
Impuestos al patrimonio LP	-	-	-							
Impuesto diferido	11.504	8.628	5.752	2.876	-	-	-	-	-	-
Pensiones de jubilación	608	560	584	600	646	617	617	617	617	617
Pasivos contingentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Pasivo No Corriente	12.112	9.188	6.336	3.476	646	617	617	617	617	617
TOTAL PASIVOS	64.493	55.472	54.967	52.568	53.656	52.217	52.882	53.562	54.256	54.966
Interés minoritario	-	-	-							
Patrimonio de los accionistas										
Capital social y otros	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290	7.290
Revalorización del patrimonio	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913	16.913
Superávit por valorizaciones	83.843	50.807	52.806	54.247	57.641	56.222	56.675	57.140	57.619	58.111
Otras reservas apropiadas	397.187	451.745	506.857	565.065	626.608	693.233	758.926	826.052	894.642	964.727
Utilidad del ejercicio	86.568	87.449	92.361	97.653	105.715	104.238	106.512	108.834	111.207	113.631
TOTAL PATRIMONIO	591.801	614.203	676.227	741.169	814.168	877.895	946.315	1.016.229	1.087.671	1.160.673
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	656.294	669.675	731.194	793.737	867.824	930.112	999.197	1.069.792	1.141.927	1.215.638

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS HISTÓRICO. Millones de Pesos							
--	--	--	--	--	--	--	--

ESTADO DE RESULTADOS	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Producción de metales preciosos	157.992	148.147	140.310	192.387	246.350	353.709	358.711
Costos de producción	(96.040)	(89.771)	(74.276)	(90.959)	(141.549)	(163.891)	(157.313)
Gastos de administración	(5.282)	(5.371)	(6.052)	(7.920)	(10.178)	(10.360)	(11.484)
Utilidad en Operación	56.670	53.005	59.983	93.508	94.623	179.457	189.914
Ingresos no Operacionales:	18.474	13.067	32.619	57.640	41.297	16.105	26.095
Rendimientos financieros	3.016	4.298	5.030	3.752	4.359	7.183	11.399
Otros ingresos no operacionales	15.458	8.769	27.589	53.888	36.939	8.922	14.696
Egresos no Operacionales:	(16.952)	(10.366)	(15.620)	(13.434)	(12.251)	(21.181)	(19.842)
Intereses y gastos financieros	(292)	(382)	(164)	(468)	(624)	(1.545)	(1.993)
Otros egresos no operacionales	(16.661)	(9.984)	(15.456)	(12.966)	(11.628)	(19.636)	(17.850)
Utilidad antes de impto. De renta	58.192	55.706	76.982	137.714	123.670	174.381	196.167
Provisión impuesto de renta	(19.638)	(14.794)	(16.602)	(23.102)	(31.804)	(58.976)	(64.593)
Interés minoritario	(231)	(417)	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	38.323	40.495	60.380	114.612	91.866	115.405	131.574
EBITDA		62.679	56.061	107.480	115.359	201.181	207.436
Márgenes:							
Mg. Bruto	39%	39%	47%	53%	43%	54%	56%
Mg. Operativo	36%	36%	43%	49%	38%	51%	53%
Mg. EBITDA		42%	40%	56%	47%	57%	58%
Mg. Neto		27%	43%	60%	37%	33%	37%

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADO. Millones de Pesos

ESTADO DE RESULTADOS	<i>2013 p</i>	<i>2014 p</i>	<i>2015 p</i>	<i>2016 p</i>	<i>2017 p</i>	<i>2018 p</i>	<i>2019 p</i>	<i>2020 p</i>	<i>2021 p</i>	<i>2022 p</i>
Producción de metales preciosos	257.416	236.989	247.192	253.972	273.312	261.180	261.180	261.180	261.180	261.180
Costos de producción	(126.690)	(116.637)	(121.659)	(124.996)	(134.514)	(128.543)	(128.543)	(128.543)	(128.543)	(128.543)
Gastos de administración	(8.805)	(8.107)	(8.456)	(8.688)	(9.349)	(8.934)	(8.934)	(8.934)	(8.934)	(8.934)
Utilidad en Operación	121.920	112.245	117.078	120.289	129.449	123.703	123.703	123.703	123.703	123.703
Ingresos no Operacionales:	23.229	34.725	37.656	40.790	43.842	48.026	51.902	55.865	59.918	64.063
Rendimientos financieros	8.166	19.224	21.690	24.394	26.986	30.698	34.089	37.554	41.094	44.711
Otros ingresos no operacionales	15.064	15.500	15.965	16.397	16.856	17.328	17.813	18.312	18.824	19.351
Egresos no Operacionales:	(18.300)	(18.830)	(19.395)	(19.919)	(20.476)	(21.050)	(21.639)	(22.245)	(22.867)	(23.508)
Intereses y gastos financieros	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Otros egresos no operacionales	(18.296)	(18.827)	(19.391)	(19.915)	(20.473)	(21.046)	(21.635)	(22.241)	(22.864)	(23.504)
Utilidad antes de impto. De renta	126.850	128.140	135.339	141.161	152.815	150.679	153.966	157.324	160.754	164.258
Provisión impuesto de renta	(40.282)	(40.691)	(42.977)	(43.508)	(47.100)	(46.441)	(47.454)	(48.489)	(49.546)	(50.627)
Interés minoritario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	86.568	87.449	92.361	97.653	105.715	104.238	106.512	108.834	111.207	113.631
EBITDA	160.505	23.866	121.212	123.036	137.286	118.787	123.703	123.703	123.703	123.703
Márgenes:										
Mg. Bruto	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Mg. Operativo	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
Mg. EBITDA	62%	10%	49%	48%	50%	45%	47%	47%	47%	47%
Mg. Neto	34%	37%	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de Pesos

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Producción de metales preciosos	148.147	140.310	192.387	246.350	353.709	358.711
Costos de producción	(89.771)	(74.276)	(90.959)	(141.549)	(163.891)	(157.313)
Utilidad Bruta	58.376	66.035	101.428	104.801	189.817	201.397
Gastos de administración	(5.371)	(6.052)	(7.920)	(10.178)	(10.360)	(11.484)
Utilidad en Operación	53.005	59.983	93.508	94.623	179.457	189.914
Impuesto de Renta Operacional (IRO)	(14.077)	(12.936)	(15.686)	(24.334)	(60.692)	(62.534)
Utilidad Neta Operativa DI	38.928	47.047	77.821	70.289	118.765	127.380
Depreciación acumulada	9.674	(3.921)	13.973	20.736	21.724	17.523
FC Operativo Bruto disp. Para Inversiones Op.	48.602	43.125	91.794	91.025	140.488	144.903
Deudores	(3.506)	1.526	(1.296)	(1.599)	(24.262)	(4.683)
Inventarios	(4.440)	(8.270)	5.136	(3.591)	(7.221)	(268)
Proveedores	154	470	(843)	994	169	(811)
Cuentas por pagar	(2.977)	(2.185)	6.224	(625)	2.436	1.816
KTNO	(10.768)	(8.458)	9.221	(4.820)	(28.878)	(3.946)
FC Operativo disp. Para Invers. PPE y Otros Op.	37.834	34.667	101.015	86.205	111.611	140.956
Costo del activo	(25.480)	(20.053)	(52.209)	(22.330)	(20.400)	(25.926)
Deudores de largo plazo	-	-	(5.138)	(446)	445	(405)
Otros activos	(9.217)	(13.346)	(28.768)	(8.098)	(19.280)	(40.787)
Gastos pagados por anticipado	(41)	75	-	(2.393)	(4.014)	(1.336)
Impuestos, gravámenes y tasas	(8.544)	4.123	4.451	3.595	23.852	(19.237)
Obligaciones laborales	(88)	(292)	441	851	637	155
Valorizaciones PPE	176	(9.033)	(16.780)	(16.259)	6.109	(7.411)
Pensiones de jubilación	69	60	101	80	23	111
K. Invertido en PPE y Otros Operativos	(43.125)	(38.467)	(97.903)	(45.000)	(12.628)	(94.837)
K. Invertido Operativo	(53.894)	(46.925)	(88.682)	(49.820)	(41.506)	(98.783)
FC libre operativo	(5.291)	(3.800)	3.112	41.206	98.982	46.120

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Otros Ingresos DI	6.440	21.639	44.848	27.439	5.905	9.857
Otros egresos DI	(7.332)	(12.123)	(10.791)	(8.637)	(12.995)	(11.972)
Ingresos Financieros (Rend. Financieros) DI	3.156	3.945	3.123	3.238	4.754	7.646
FC no op. bruto disp. para inversiones no Op.	2.264	13.462	37.180	22.040	(2.337)	5.530
Inversiones permanentes	798	(20)	(8)	4	(299)	0
Valorizaciones Valores mobiliarios	2.698	(41.965)	37.670	(1.720)	(3.303)	1.318
Otros pasivos	(245)	-	9.659	(9.659)	-	-
Impuesto diferido	-	-	-	-	-	14.380
Pasivos contingentes	(1.800)	-	-	-	-	-
K. invertido no operativo neto	1.451	(41.985)	47.321	(11.375)	(3.602)	15.698
FCL libre no operativo	3.716	(28.523)	84.501	10.665	(5.939)	21.229
FCL de la empresa	(1.576)	(32.323)	87.613	51.871	93.044	67.348
Obligaciones financieras	31	(1.888)	(1.593)	10	58	(95)
Egresos financieros DI	(281)	(129)	(390)	(463)	(1.022)	(1.336)
Interés minoritario	(417)	-	-	-	-	-
FC de la deuda	(667)	(2.016)	(1.982)	(453)	(964)	(1.431)
FCL disponible para los accionistas	(2.243)	(34.339)	85.631	51.418	92.080	65.917
Dividendos por pagar	949	844	485	767	879	2.730
Interés minoritario	1.917	(3.048)	-	-	-	-
Dividendos	(17.271)	(20.412)	(28.995)	(38.730)	(37.679)	(38.333)
Traslado utilidad	-	-	-	65	-	-
Donación	(383)	(405)	(604)	(1.000)	(1.000)	(1.160)
Revalorización del patrimonio	(1.202)	(2.585)	(1.241)	(1.241)	(18.279)	-
Superávit valorización	(2.874)	50.998	(20.890)	17.979	(2.806)	6.093
Impuestos al patrimonio	-	-	-	-	9.446	(4.723)
FC de los accionistas	(21.107)	(8.946)	34.386	29.258	42.640	30.524
Variación Disponible	(21.107)	(8.946)	34.386	29.258	42.640	30.524

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	<i>2013 p</i>	<i>2014 p</i>	<i>2015 p</i>	<i>2016 p</i>	<i>2017 p</i>	<i>2018 p</i>	<i>2019 p</i>	<i>2020 p</i>	<i>2021 p</i>	<i>2022 p</i>
Producción de metales preciosos	257.416	236.989	247.192	253.972	273.312	261.180	261.180	261.180	261.180	261.180
Costos de producción	(126.690)	(116.637)	(121.659)	(124.996)	(134.514)	(128.543)	(128.543)	(128.543)	(128.543)	(128.543)
Utilidad Bruta	130.725	120.352	125.534	128.977	138.798	132.637	132.637	132.637	132.637	132.637
Gastos de administración	(8.805)	(8.107)	(8.456)	(8.688)	(9.349)	(8.934)	(8.934)	(8.934)	(8.934)	(8.934)
Utilidad en Operación	121.920	112.245	117.078	120.289	129.449	123.703	123.703	123.703	123.703	123.703
Impuesto de Renta Operacional (IRO)	(38.716)	(35.644)	(37.179)	(37.075)	(39.898)	(38.127)	(38.127)	(38.127)	(38.127)	(38.127)
Utilidad Neta Operativa DI	83.204	76.601	79.899	83.214	89.551	85.576	85.576	85.576	85.576	85.576
Depreciación acumulada	38.584	(88.379)	4.134	2.747	7.836	(4.916)	-	-	-	-
FC Operativo Bruto disp. Para Inversiones Op.	121.788	(11.778)	84.034	85.962	97.388	80.660	85.576	85.576	85.576	85.576
Deudores	19.515	2.327	(1.162)	(772)	(2.203)	1.382	-	-	-	-
Inventarios	8.553	2.067	(1.033)	(686)	(1.957)	1.228	-	-	-	-
Proveedores	(161)	(241)	120	80	228	(143)	-	-	-	-
Cuentas por pagar	(4.214)	(736)	368	244	697	(437)	-	-	-	-
KTNO	23.693	3.417	(1.707)	(1.134)	(3.235)	2.029	-	-	-	-
FC Operativo disp. Para Invers. PPE y Otros Op.	145.481	(8.361)	82.327	84.828	94.153	82.689	85.576	85.576	85.576	85.576
Costo del activo	(91.143)	175.602	(8.215)	(5.458)	(15.570)	9.767	-	-	-	-
Deudores de largo plazo	1.026	359	(179)	(119)	(339)	213	-	-	-	-
Otros activos	(26.597)	85.112	(2.985)	(1.984)	(5.658)	3.550	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	3.503	336	(168)	(112)	(319)	200	-	-	-	-
Impuestos, gravámenes y tasas	7.104	(4.280)	1.440	(142)	2.199	(331)	665	680	694	709
Obligaciones laborales	(1.171)	(307)	154	102	291	(183)	-	-	-	-
Valorizaciones PPE	(19.198)	33.444	(1.565)	(1.040)	(2.965)	1.860	-	-	-	-
Pensiones de jubilación	(213)	(48)	24	16	46	(29)	-	-	-	-
K. Invertido en PPE y Otros Operativos	(126.688)	290.217	(11.494)	(8.736)	(22.317)	15.047	665	680	694	709
K. Invertido Operativo	(102.995)	293.634	(13.201)	(9.870)	(25.552)	17.076	665	680	694	709
FC libre operativo	18.793	281.856	70.833	76.092	71.836	97.737	86.241	86.256	86.271	86.286

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	<i>2013 p</i>	<i>2014 p</i>	<i>2015 p</i>	<i>2016 p</i>	<i>2017 p</i>	<i>2018 p</i>	<i>2019 p</i>	<i>2020 p</i>	<i>2021 p</i>	<i>2022 p</i>
Otros Ingresos DI	10.280	10.578	10.896	11.343	11.661	11.987	12.323	12.668	13.022	13.387
Otros egresos DI	(12.486)	(12.848)	(13.234)	(13.777)	(14.163)	(14.559)	(14.967)	(15.386)	(15.817)	(16.260)
Ingresos Financieros (Rend. Financieros) DI	5.573	13.120	14.803	16.875	18.669	21.237	23.582	25.979	28.428	30.931
FC no op. bruto disp. para inversiones no Op.	3.367	10.850	12.464	14.441	16.167	18.664	20.938	23.261	25.634	28.058
Inversiones permanentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Valorizaciones Valores mobiliarios	(343)	(408)	(434)	(402)	(429)	(441)	(453)	(466)	(479)	(492)
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto diferido	(2.876)	(2.876)	(2.876)	(2.876)	(2.876)	-	-	-	-	-
Pasivos contingentes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
K. invertido no operativo neto	(3.219)	(3.284)	(3.310)	(3.278)	(3.305)	(441)	(453)	(466)	(479)	(492)
FCL libre no operativo	148	7.566	9.154	11.163	12.862	18.224	20.485	22.795	25.155	27.566
FCL de la empresa	18.941	289.422	79.987	87.254	84.698	115.960	106.727	109.051	111.426	113.851
Obligaciones financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos financieros DI	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Interés minoritario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FC de la deuda	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
FCL disponible para los accionistas	18.938	289.419	79.985	87.252	84.696	115.958	106.724	109.048	111.423	113.849
Dividendos por pagar	(3.682)	(531)	265	176	503	(316)	-	-	-	-
Interés minoritario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	(47.464)	(30.787)	(31.076)	(32.859)	(34.779)	(37.723)	(37.139)	(37.940)	(38.759)	(39.594)
Traslado utilidad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Donación	(1.189)	(1.223)	(1.260)	(1.294)	(1.330)	(1.368)	(1.406)	(1.445)	(1.486)	(1.527)
Revalorización del patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superávit valorización	19.541	(33.036)	1.999	1.442	3.394	(1.420)	453	466	479	492
Impuestos al patrimonio	(4.723)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FC de los accionistas	(18.579)	223.841	49.912	54.717	52.483	75.132	68.632	70.129	71.657	73.219
Variación Disponible	(18.579)	223.841	49.912	54.717	52.483	75.132	68.632	70.129	71.657	73.219

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos A DICIEMBRE DE 2013

	2013 p	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p	2022 p
FC libre operativo (COP MM)	18.793	281.856	70.833	76.092	71.836	97.737	86.241	86.256	86.271	86.286
Factor de descuento	1,00	1,13	1,28	1,43	1,62	1,82	2,05	2,31	2,60	2,93
VP Dic 2013 del FC libre operativo	18.793	249.731	55.552	53.029	44.444	53.681	42.050	37.336	33.151	29.435
VP Dic 2013 del FC libre operativo total	617.204									
VP Dic 2013 del FCL No Operativo	148	6.704	7.180	7.779	7.958	10.009	9.988	9.867	9.666	9.404
VP Dic 2013 del FCL No Operativo Total	78.703									

Valor de continuidad:

g (crecimiento a perpetuidad)	0,0%
FC t-1 (COP MM)	86.286
Valor terminal (COP MM)	682.391
Valor presente Dic 2013 del Valor Terminal (COP MM)	206.656
FCL No Operativo t-1	27.566
Valor terminal FCL No Operativo	218.005
Valor presente Dic 2013 del Valor Terminal FCL No Op.	66.021

Valor Operación Mineros S.A.:

Valor Presente Dic 2013 del Periodo Explícito	617.204
Valor Presente Dic 2013 del Valor Terminal	206.656
<i>Valor Total Operación Mineros S.A. (EV)</i>	823.860

Valor Patrimonial Mineros S.A.:

Caja y equivalente Dic 2013	165.286
Deuda financiera Dic 2013	51
Valor Presente Dic 2013 FCL No Operativo	78.703
Valor Presente Dic 2013 Valor Terminal (FCL No Op.)	66.021
Valor patrimonial Dic 2013 Mineros S.A.	1.133.819

Acciones al inicio del periodo (Dic 2012, MM) 261,7

Valor por acción (COP) 4.332,72

ANÁLISIS HORIZONTAL HISTÓRICO BALANCE GENERAL

BALANCE GENERAL - ANALISIS HORIZONTAL	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente						
Disponible	-76.6%	14.8%	-22.3%	79.1%	-6.7%	7.0%
Valores negociables	-25.6%	-16.3%	74.6%	35.6%	38.9%	20.0%
Deudores	23.4%	-8.2%	7.6%	8.7%	122.0%	10.6%
Gastos pagados por anticipado	125.7%	-100.0%			167.7%	20.9%
Total Activo Corriente	-19.1%	-14.1%	55.7%	33.3%	53.3%	17.9%
PPE						
Costo del activo	23.4%	14.9%	33.8%	10.8%	8.9%	10.4%
Depreciación acumulada	14.6%	-5.2%	19.4%	24.2%	20.4%	13.7%
PPE Neto	37.0%	40.9%	46.3%	1.3%	-1.1%	6.9%
Deudores de largo plazo				8.7%	-8.0%	7.9%
Inventarios	27.8%	40.6%	-17.9%	15.3%	26.6%	0.8%
Inversiones permanentes	-11.3%	0.3%	0.1%	-0.1%	4.8%	0.0%
Otros activos	110.3%	75.9%	93.0%	13.6%	28.4%	46.8%
Valorizaciones PPE	-2.4%	125.3%	103.3%	49.2%	-12.4%	17.2%
Valorizaciones Valores mobiliarios	-32.1%	733.6%	-79.0%	17.2%	28.1%	-8.8%
Total Activo No Corriente	28.7%	83.5%	21.7%	12.3%	7.7%	17.9%
TOTAL ACTIVOS	4.5%	45.2%	29.6%	18.1%	22.0%	17.9%

BALANCE GENERAL - ANALISIS HORIZONTAL	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pasivo Corriente						
Obligaciones financieras	0.9%	-53.1%	-95.4%	13.7%	67.1%	-65.2%
Proveedores	5.0%	14.6%	-22.9%	34.9%	4.4%	-20.2%
Cuentas por pagar	-33.8%	-37.5%	171.0%	-6.3%	26.4%	15.6%
Impuestos, gravámenes y tasas	-60.6%	74.2%	46.0%	25.4%	134.5%	-46.3%
Obligaciones laborales	-2.6%	-9.0%	14.9%	25.0%	15.0%	3.2%
Dividendos por pagar	25.5%	18.1%	8.8%	12.8%	13.0%	35.7%
Otros pasivos	-100.0%			-100.0%		
Total Pasivo Corriente	-29.1%	4.1%	69.3%	-8.8%	66.9%	-22.1%
Pasivo No Corriente						
Impuestos al patrimonio						-50.0%
Impuesto diferido						
Pensiones de jubilación	18.3%	13.4%	19.9%	13.2%	3.3%	15.6%
Pasivos contingentes	-100.0%					
Total Pasivo No Corriente	-79.5%	13.4%	19.9%	13.2%	1377.5%	96.2%
TOTAL PASIVOS	-31.9%	4.3%	68.4%	-8.6%	88.0%	-7.1%
Interés minoritario	169.6%	-100.0%				
Patrimonio de los accionistas						
Capital social y otros	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Revalorización del patrimonio	-2.9%	-6.4%	-3.3%	-3.4%	-51.9%	0.0%
Superávit por valorizaciones	-18.2%	394.5%	-32.7%	41.8%	-4.6%	10.5%
Otras reservas apropiadas	52.9%	32.9%	38.7%	68.0%	28.7%	31.8%
Utilidad del ejercicio	5.7%	49.1%	89.8%	-19.8%	25.6%	14.0%
TOTAL PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	13.2%	54.7%	25.3%	22.1%	14.6%	22.5%

ANÁLISIS HORIZONTAL HISTÓRICO ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS - ANALISIS HORIZONTAL	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Producción de metales preciosos	-6.2%	-5.3%	37.1%	28.0%	43.6%	1.4%
Costos de producción	-6.5%	-17.3%	22.5%	55.6%	15.8%	-4.0%
Gastos de administración	1.7%	12.7%	30.9%	28.5%	1.8%	10.8%
Utilidad en Operación	-6.5%	13.2%	55.9%	1.2%	89.7%	5.8%
Ingresos no Operacionales:	-29.3%	149.6%	76.7%	-28.4%	-61.0%	62.0%
Rendimientos financieros	42.5%	17.0%	-25.4%	16.2%	64.8%	58.7%
Otros ingresos no operacionales	-43.3%	214.6%	95.3%	-31.5%	-75.8%	64.7%
Egresos no Operacionales:	-38.9%	50.7%	-14.0%	-8.8%	72.9%	-6.3%
Intereses y gastos financieros	31.0%	-57.1%	185.7%	33.2%	147.7%	29.0%
Otros egresos no operacionales	-40.1%	54.8%	-16.1%	-10.3%	68.9%	-9.1%
Utilidad antes de impto. De renta	-4.3%	38.2%	78.9%	-10.2%	41.0%	12.5%
Provisión impuesto de renta	-24.7%	12.2%	39.2%	37.7%	85.4%	9.5%
Interés minoritario	80.4%	-100.0%				
Utilidad Neta	5.7%	49.1%	89.8%	-19.8%	25.6%	14.0%

BALANCE GENERAL- ANALISIS VERTICAL (ACTIVO TOTAL)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pasivo Corriente						
Obligaciones financieras	1.9%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Proveedores	1.7%	1.3%	0.8%	0.9%	0.8%	0.5%
Cuentas por pagar	3.1%	1.3%	2.8%	2.2%	2.3%	2.2%
Impuestos, gravámenes y tasas	2.9%	3.5%	3.9%	4.2%	8.1%	3.7%
Obligaciones laborales	1.7%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
Dividendos por pagar	2.5%	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.7%
Otros pasivos	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Pasivo Corriente	13.7%	9.8%	12.8%	9.9%	13.5%	9.0%
Pasivo No Corriente						
Impuestos al patrimonio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	0.8%
Impuesto diferido	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%
Pensiones de jubilación	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Pasivos contingentes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Pasivo No Corriente	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	2.0%	3.3%
TOTAL PASIVOS	13.9%	10.0%	13.0%	10.1%	15.5%	12.2%
Interés minoritario	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Patrimonio de los accionistas						
Capital social y otros	3.8%	2.6%	2.0%	1.7%	1.4%	1.2%
Revalorización del patrimonio	21.2%	13.6%	10.2%	8.3%	3.3%	2.8%
Superávit por valorizaciones	6.8%	23.1%	12.0%	14.4%	11.3%	10.6%
Otras reservas apropiadas	31.4%	28.7%	30.8%	43.8%	46.2%	51.6%
Utilidad del ejercicio	21.3%	21.8%	32.0%	21.7%	22.4%	21.6%
TOTAL PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	84.5%	90.0%	87.0%	89.9%	84.5%	87.8%

ANÁLISIS VERTICAL HISTÓRICO ESTADO DE RESULTADOS (CON RESPECTO A VENTAS)

ESTADO DE RESULTADOS - ANALISIS VERTICAL (VENTAS)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Producción de metales preciosos	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Costos de producción	-60.6%	-52.9%	-47.3%	-57.5%	-46.3%	-43.9%
Gastos de administración	-3.6%	-4.3%	-4.1%	-4.1%	-2.9%	-3.2%
Utilidad en Operación	35.8%	42.7%	48.6%	38.4%	50.7%	52.9%
Ingresos no Operacionales:	8.8%	23.2%	30.0%	16.8%	4.6%	7.3%
Rendimientos financieros	2.9%	3.6%	2.0%	1.8%	2.0%	3.2%
Otros ingresos no operacionales	5.9%	19.7%	28.0%	15.0%	2.5%	4.1%
Egresos no Operacionales:	-7.0%	-11.1%	-7.0%	-5.0%	-6.0%	-5.5%
Intereses y gastos financieros	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
Otros egresos no operacionales	-6.7%	-11.0%	-6.7%	-4.7%	-5.6%	-5.0%
Utilidad antes de impto. De renta	37.6%	54.9%	71.6%	50.2%	49.3%	54.7%
Provisión impuesto de renta	-10.0%	-11.8%	-12.0%	-12.9%	-16.7%	-18.0%
Interés minoritario	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad Neta	27.3%	43.0%	59.6%	37.3%	32.6%	36.7%

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en las empresas que listan en la Bolsa de Valores, y son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

<http://www.eafit.edu.co/ESCUELAS/ADMINISTRACION/LABORATORIOFINANCIERO/Paginas/inicio.aspx>