



## Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias

Fecha del Comité: 03 de agosto de 2006.

Rocío Gómez Robles (511) 442-7769 / [rgomez@ratingspcr.com](mailto:rgomez@ratingspcr.com)

Patricia Paredes Gutiérrez (511) 442-7769 / [pparedes@ratingspcr.com](mailto:pparedes@ratingspcr.com)

Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de marzo de 2006

<Clasificación	Rating	Observación
Acciones Comunes	Primera Clase, Nivel 2	No
Acciones de Inversión	Primera Clase, Nivel 2	No

### <Racionalidad

La clasificación asignada toma en consideración lo siguiente:

- La capacidad de generación de recursos de la empresa, producto del incremento de las reservas de minerales, la mejora en la eficiencia operativa asociada a una política de reducción de costos y el incremento en la capacidad de tratamiento de mineral y elaboración de concentrados.
- El flujo de ingresos de la empresa es sensible a las fluctuaciones en las cotizaciones internacionales, lo cual restringe la predictibilidad de los mismos en el futuro y afecta la generación de caja en épocas de contracción de dichos precios. Sin embargo, Milpo busca contrarrestar estos efectos a través de una agresiva política de reducción de costos y optimización de recursos, mayores volúmenes de producción y diversificación de la producción de minerales.
- Milpo es la cuarta productora de zinc en el Perú y la tercera de plomo. Los adecuados niveles de producción de la Unidad El Porvenir, principal unidad minera de la compañía, le permite emplear economías de escala y con ello disminuir costos unitarios.
- La importante cartera de proyectos del Grupo y el inicio de operaciones de la unidad minera Chapi que cuenta con elevada ley de cobre.
- El comportamiento estable del apalancamiento a partir de inicios de 2004, producto del fortalecimiento del patrimonio vía la capitalización de utilidades en los dos últimos años.
- La tendencia creciente del ratio de liquidez general en los últimos dos años (2004-2005) debido al aumento en la generación de recursos y al menor stock de deuda corriente, lo que se reflejó en la capacidad de financiar la construcción y puesta en marcha de la Unidad Minera Chapi únicamente con recursos propios.
- La distribución de dividendos que incluye tanto la entrega de acciones liberadas por capitalización y dividendos en efectivo, estos últimos se reparten tres veces al año. La política de dividendos de la empresa condiciona el reparto de dividendos a la liquidez, endeudamiento y flujo de caja de la misma.

### <Perspectivas de Corto Plazo

En lo que se refiere a sus unidades mineras, los estudios de confirmación de reservas arrojaron resultados positivos por lo cual se empezaría a desarrollar la Fase III del proyecto de profundización de la mina El Porvenir. Dicha fase prevé llegar hasta el nivel -1,650 con lo cual, de concretarse, convertiría a El Porvenir en la mina polimetálica con el pique más profundo de Sudamérica.

En enero de 2006, la compañía inició operaciones en la unidad minera Chapi, convirtiéndose en la tercera unidad operativa del grupo. A finales de 2005, se comenzó la construcción del proyecto Cerro Lindo, en el cual se ha establecido la viabilidad de una operación de 5,000tpd, inversión que se planea realizar entre los años 2006 y 2007 con el propósito de que el proyecto entre en operación en el segundo semestre del 2007. En lo que se refiere a otros proyectos, se espera continuar realizando diferentes estudios geológicos para el proyecto Hilarión y Pukaqaqa, en éste último, ya se completó la estimación de recursos de mineral de cobre y oro. Para el año 2007, la compañía espera contar con cuatro unidades operativas y dos proyectos mineros en la fase de factibilidad.

## <Hechos de Importancia

- El 28 de marzo, en Junta Obligatoria Anual de Accionistas se acordó la entrega de acciones liberadas por el Aumento de Capital, cuya fecha de registro esta programada para el 23 de junio de 2006.
- En sesión de directorio del 6 de abril de 2006 se acordó repartir dividendos a cuenta de las utilidades del ejercicio 2006, por un monto total de US\$1,499,908. Tanto el titular de acciones comunes como el de acciones de inversión recibirán US\$0.003422 por cada acción.
- En junta obligatoria de accionistas celebrada el 28 de marzo de 2006 se acordó capitalizar utilidades mediante el incremento del número de acciones con la finalidad de aumentar el capital social de la empresa.
- Con fecha 13 de marzo de 2006 se informó de la invitación por parte de la compañía BHP Billiton Tintaya a Compañía Minera Milpo en la oferta para la adquisición de las acciones representativas de capital social de dicha empresa, por lo que la Compañía Minera Milpo inició el due diligence de BHP Billiton Tintaya.
- El 25 de enero de 2006 se anunció el inicio de operaciones en la Mina Chapi por parte de Minera Pampa de Cobre S.A., subsidiaria de Compañía Minera Milpo S.A.A.. En la misma fecha se anunció también la obtención de la certificación del Sistema de Gestión Integrado, el cual comprende: Sistema de Gestión Ambiental (ISO 14001), Sistema de Seguridad y Salud Ocupacional (OHSAS 18001), y Sistema de Calidad (ISO 9001) para la Unidad Minera El Porvenir y las oficinas en Lima.
- En noviembre de 2005 la empresa "Sociedad Minera Refinería de Zinc de Cajamarquilla S.A." adquirió 19.93% del total de acciones comunes de la compañía minera Milpo S.A.A.

## <Accionistas, Directores y Gerentes

Como se señaló anteriormente, la Sociedad Minera Refinería de Zinc Cajamarquilla (Perú) ingresó al accionariado de Milpo en noviembre de 2005 obteniendo la mayor participación directa en la empresa. El siguiente cuadro muestra la estructura accionarial al 31 de marzo de 2006, considerando los 5 principales accionistas con derecho a voto:

**Cuadro I**

	<b>Accionista</b>	<b>%</b>
1	Sociedad Minera Refinería de Zinc Cajamarquilla	19.93%
2	Milpo Finance and Investments	10.50%
3	Cuyuma S.A.	9.33%
4	IN-Cartadm (AFP Integra)	8.41%
5	Carvel Inc.	6.91%
	<b>Total</b>	<b>55.08%</b>

**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

En sesión de Directorio con fecha 24 de marzo de 2006 se aceptó la renuncia de la Sra. Beatriz Picasso Rubio al cargo de Directora de la sociedad. A continuación se presenta la composición del directorio de la compañía:

**Cuadro II**

<b>Directores</b>	<b>Cargo</b>
Ivo Ucovich Dorsner	Presidente
Agustín de Aliaga Fernandini	Vicepresidente
Norbert Lind Petrovic	Director
Jesús Zamora León	Director
João Bosco Silva	Director
Paulo Oliveira Motta Junior	Director
Elmer Cuba Bustinza	Director
José Chueca Romero	Director

**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

A continuación se presenta la composición actual de la plana gerencial:

**Cuadro III**

Gerentes	Cargo
Abraham Chahuán Abedrrabo	Gerente General
Adalberto Rivadeneira Gámez	Gerente de Operaciones
Francisco Ísmodes Mezzano	Gerente de Asuntos Corporativos
Graham Speirs Drummond	Gerente Corporativo de Desarrollo e Ingeniería
Julio La Rosa Salvador	Gerente Comercial
Carlos Domínguez Vélez de Villa	Gerente de Recursos Humanos
Rafael Amaya Córdova	Gerente de Sistema de Gestión Integrado
Manuel Doria Rojas	Gerente de Responsabilidad Social
Dionisio Povis Portal	Gerente de Planeamiento
Claudia Torres Beltrán	Gerente de Finanzas
Ivonne Seminario de Méndez	Gerente de Logística
Francisco Yana Jahuirá	Gerente de Seguridad y Salud Ocupacional
Ana María Pereyra	Contador General
Celso Cámac Córdor	Gerente General de la Unidad Minera El Porvenir
Teódulo Quispe Huertas	Gerente General de la Minera Pampa de Cobre S.A.
Germán Arce Sipán	Gerente General del Proyecto Cerro Lindo
Dante Navarro García	Auditor Interno

**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

## <Reseña

Compañía Minera Milpo S.A.A. fue constituida el 6 de abril de 1949 y surgió como una empresa familiar. Durante 1999 se produjo un cambio en la política de la empresa, mediante el cual se estableció una gerencia independiente del grupo de los accionistas. Continuando con los planes de expansión que se tenían, a fines de octubre de 1999, Compañía Minera Milpo S.A. adquirió el 100% de las propiedades mineras que Glamis Gold Ltd. poseía en Antofagasta-Chile, dentro de las cuales se encontraba Minera Rayrock Ltda., propietaria de la mina de cobre Iván y de los derechos mineros de Sierra Valenzuela y otras propiedades a lo largo de las fajas de los yacimientos tipo cuprífero en el norte de Chile.

Mediante escritura pública del 7 de Marzo del 2001, se modificó la razón social de Compañía Minera Milpo S.A. a Compañía Minera Milpo S.A.A. la cual pertenece al Grupo Económico Milpo, conformado por empresas mineras e industriales, principalmente por aquellas tales como: Cuyuma S.A., Gestión Minera S.A., Minera Rayrock Ltda., Minera Pampa de Cobre<sup>1</sup> y Compañía Minera La Nacional<sup>2</sup>.

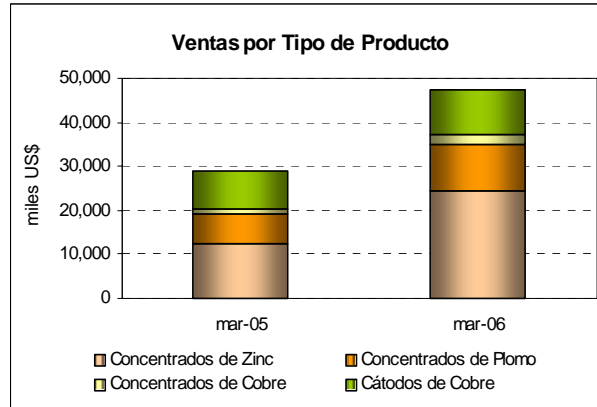
## <Comercialización y Operaciones

Compañía Minera Milpo S.A.A. se dedica a la extracción, concentración y comercialización de minerales polimetálicos, principalmente zinc, plomo, cobre y cátodos de cobre, estos últimos a través de su subsidiaria chilena Minera Rayrock. En el siguiente cuadro se puede apreciar la contribución de cada tipo de producto a los ingresos por ventas del Grupo:

<sup>1</sup> Durante el 3T02, se adquirió el control de Minera Pampa de Cobre (empresa en la cual Milpo ya tenía una participación del orden del 24%).

<sup>2</sup> Durante el 3T04, se adquirió el control de esta empresa la cual es titular de diversas concesiones mineras en la zona de Cerro de Pasco, las cuales Milpo, a través de un contrato minero, ha venido explotando desde 1955.

**Gráfico 1**



**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

### Comercialización

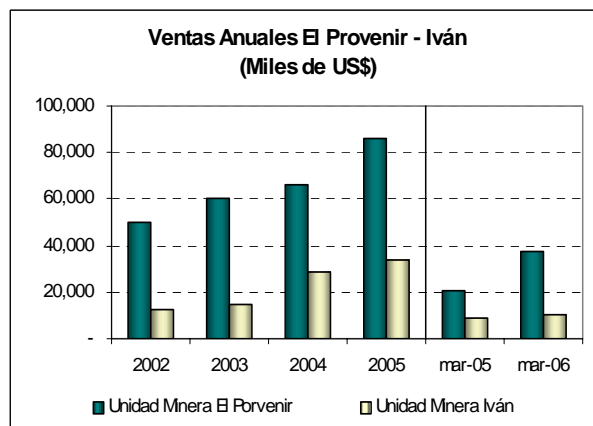
A marzo de 2006, la producción cubierta de los principales metales que comercializa la Compañía fue de 6% en el caso del zinc y del 9% en el caso del cobre.

Las ventas de la empresa se realizan principalmente en forma de concentrados, siendo la refinería de Cajamarquilla el principal destino local para la venta de los concentrados de zinc, mientras que en el mercado internacional se tiene a Glencore International, Trafigura, Metalgesellschaft, Paraibuna de Metais, Euromin, Transamine, y Pechiney World Trade. Con respecto de los concentrados de plomo y los cátodos de cobre, el principal cliente en el mercado internacional es Glencore; mientras que los concentrados de cobre se comercializan en el mercado local, principalmente a Consorcio Minero.

### Operaciones

Milpo opera la unidad de El Provenir en Cerro de Pasco y tiene el control de la empresa Minera Rayrock Ltda., la cual mantiene propiedades al norte de Chile. Asimismo, concluyó la construcción del Proyecto Chapi e inició el Proyecto Cerro Lindo, también se realizaron campañas de exploración en los Proyectos Hilarión y Pukaqaqa. Actualmente, la unidad minera El Provenir es la mina más importante de la empresa, la cual trata en promedio 4,000 tpd y a marzo de 2006 alcanzó ventas por US\$37.16 millones; la Unidad Minera Iván, localizada en Chile, cuenta con una capacidad de producción de 40 tpd de cátodos de cobre, sus ventas a marzo de 2006 alcanzaron los US\$ 10.11 millones. Se debe resaltar el importante crecimiento de las ventas de Iván en los dos últimos años, obteniendo un mayor peso relativo en los ingresos de la compañía.

**Gráfico 2**



**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

## Unidades Operativas

### 1. El Porvenir

Es una mina subterránea situada en el distrito de Yanacancha, Cerro de Pasco, a 190 Km. al noreste de Lima. La mina inició sus operaciones en 1949.

El nivel de reservas estimada por la empresa a diciembre de 2005 ascendió a 7,569,598 TM con leyes promedio de 8.31% Zn, 1.57% Pb, y 2.71 Oz. Ag/TM. Cabe señalar que con la Fase II del proyecto de profundización concluida en el 2003, el nivel de reservas al final de dicho año aumentó en 27% respecto del 2000. Al cierre del 2005, las reservas fueron 17.22% superiores a las que existían en el 2000.

A finales de 2003 se culminó el proyecto de profundización del pique en 400 metros adicionales con una nueva estación de carguío en el nivel -1,205 con la posibilidad de ampliar hasta -1,650 y en el 2005 se concluyó el proyecto que incrementó a velocidad del sistema de izaje a 2200 pies por minuto, asimismo se concluyó la construcción de dos ventanas para descarga en la presa de relaves. Cabe mencionar que ya se tiene aprobado el planeamiento de la Fase III del proyecto de profundización y el inicio de la misma con la excavación de la galería en el nivel -770 priorizando la expansión horizontal de la mina sobre la profundización en sí.

El mineral tratado se incrementó de manera importante en el año 2002 (+14.01%) y continuó creciendo, aunque a un menor ritmo, en los siguientes años. Debido al incremento en la capacidad de la planta concentradora en 11.11%, pasando de 3,600tdp a 4,000tdp, el mineral tratado en el 2005 fue 3.99% superior al beneficiado en el 2004; al primer trimestre de 2006, este incremento fue de 2.65%.

**Cuadro IV - Mineral Tratado**

El Porvenir	2001	2002	2003	2004	2005	Mar-05	Mar-06
<b>Mineral Tratado (TMS)</b>	<b>1,067,744</b>	<b>1,217,291</b>	<b>1,313,346</b>	<b>1,342,451</b>	<b>1,395,990</b>	<b>349,362</b>	<b>358,608</b>
Ley Cabeza Zn	7.7	8.0	7.7	7.6	6.9	7.1	6.1
Ley Cabeza Pb	2.3	2.6	2.5	1.4	1.6	1.6	1.7
Ley Cabeza Cu	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

A marzo de 2006, la producción de concentrados de zinc presentó una disminución de 11.98%, explicada por la menor ley de cabeza del zinc presente en los cuerpos de mineral extraído (7.12% en marzo de 2005 y 6.05% en el marzo de 2006). Asimismo, los concentrados de cobre tuvieron una caída de 14.54% mientras que los de plomo se vieron incrementados en 9.66% luego de mostrar una tendencia negativa a causa de cambios en la ley del mineral, ocurridos después de la profundización de la mina.

**Cuadro V - Producción de Concentrados**

El Porvenir	Mar-2005			Mar-2006			Var. Producción
	Producción (TMS)	Contenido de mineral	Recuperación Ley	Producción (TMS)	Contenido de mineral	Recuperación Ley	
Concentrados Zn	41,983	54.38%	91.83%	36,952	54.03%	92.07%	-11.98%
Concentrados Pb	7,310	67.05%	87.57%	8,016	65.92%	87.99%	+9.66%
Concentrados Cu	1,327	25.49%	38.67%	1,134	25.69%	31.56%	-14.54%

Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

### 2. Minera Rayrock Ltda.

Mantiene derechos mineros en los sectores de Mina Iván, Sierra Valenzuela y otras propiedades en el norte de Chile por un total de 42,139 has dedicadas a la explotación y 102,600 hectáreas dedicadas a la exploración de mineral.

**2.1 Mina Iván:** se encuentra aproximadamente a 40 Km al noroeste de Antofagasta, Chile a 750 m.s.n.m. y hasta finales del 2001 producía cobre por lixiviación de óxidos extraídos a tajo abierto, elaborando cátodos de 99.99999% de pureza mediante la extracción por solventes y electro deposición. A partir de esta fecha se inició un proceso de adaptación a dos cambios en su operación. El primero de ellos fue pasar de ser una mina de tajo abierto a una mina subterránea y el segundo, la transición de una operación de explotación de óxidos a explotación de óxidos y sulfuros. Asimismo, adicional a la explotación de recursos propios, la refinera también trata mineral comprado a terceros. La capacidad de tratamiento de la refinera es de 40tpd de cátodos de cobre.

La explotación del depósito empezó en 1928 y en 1986 Rayrock Inc. adquirió la propiedad e inició un

programa de exploración por cuatro años. Las pruebas metalúrgicas y el estudio de factibilidad fueron terminados en 1993. La construcción de la planta duró desde 1993 a 1994 y en septiembre de 1994 se produjo el primer cátodo. La inversión total realizada por Minera Rayrock Inc. tanto en la mina como en exploración en general ascendió a US\$65 millones.

El nivel de reservas de mina Iván a diciembre de 2005 fue de 1,224,942 TM de óxidos (802,863 TM en 2004) con una ley de 0.53% Cu y 471,742 TM de sulfuros (498,506 TM en 2004) con ley de 2.09% Cu. En ambos casos se vieron incrementadas las reservas debido a la perforación de 2,421 metros por el sistema de aire reverso, 8,718 metros de perforación con DTH y, 1,803 metros con diamantina; con la finalidad de confirmar reservas y explorar nuevas áreas. El mineral chancado fue de 1,072,206 TM (-16.22% respecto al 2004) y se obtuvieron 9,166 TM de cátodos de cobre (-8.81% en comparación con el 2004). La disminución se sustenta en que a partir de la segunda mitad de 2005 se dejaron de procesar los sulfuros primarios debido a su mineralogía.

A marzo de 2006, se chancaron 236,554 TM de mineral (-23.46% respecto al mismo periodo de 2005) y se obtuvieron 2,047 TM de cátodos de cobre, lo que representó una disminución del 18.15% en comparación con lo obtenido a marzo de 2005. El menor volumen chancado responde al envío de mineral proveniente de Chapi a la minera Rayrock a partir del 2006, para ser usado directamente en el proceso de electroobtención.

Durante el 2005, se realizaron mejoras en el proceso operativo como el replanteo del proceso de lixiviación de óxidos por el cual las pilas pasaron a ser dinámicas, de baja altura y con menores periodos de riego, logrando una mejora en la recuperación de cobre respecto del sistema estático y una baja en el consumo unitario de ácido sulfúrico. Asimismo, se optimizó la planta SX para aprovechar mejor los óxidos. La estrategia que ha adoptado Minera Rayrock consiste en un plan constante de reestructuración para reducir los costos operativos, arrendamiento de minas de la compañía a terceros para la explotación de óxidos con la finalidad de que se los vendan exclusivamente a Rayrock y contratos de compra de mineral oxidado a pequeños productores.

### **3. Unidad Minera Chapi**

Es propiedad de la Minera Pampa de Cobre, geográficamente, el proyecto se ubica en el distrito de Polobaya, 40 Km. al sudeste de la ciudad de Arequipa y 100 Km. al norte del puerto de Ilo a una altitud que fluctúa entre los 2,400 y los 2,800 metros sobre el nivel del mar. Dicho proyecto se define como un pórfido de cobre con sistema de mantos perteneciente a la franja de pórfidos de cobre del sur del Perú (Cerro Verde, Cuajone y Toquepala).

El Estudio de Impacto Ambiental de este proyecto fue aprobado el 9 de septiembre de 2005 por la Dirección General de Asuntos Ambientales del MEM y se inició la producción de sulfato de cobre en enero de 2006. El plan de producción que se tiene previsto consiste en la explotación de óxidos y sulfuros obteniendo cobre por lixiviación.

La producción considera dos etapas consistiendo la primera de ellas en la explotación de óxidos a tajo abierto utilizando equipo alquilado y contratistas (los primeros dos años) obteniendo cristales de sulfato de cobre como producto final. En una segunda etapa, se explotarán sulfuros en mina subterránea y entrará en operación una planta de electrodeposición (EW) de la cual se obtendrán cátodos de cobre como producto final. Se estima que el nivel de producción sea de 20 TM por día de cobre fino y que el nivel de reservas minables con que cuenta actualmente el proyecto permita una vida útil de 14 años.

El nivel de reservas de mina Chapi a diciembre de 2005 fue de 946,882 TM de óxidos con una ley de 1.11% Cu y de 6,909,016 TM de sulfuros con ley de 1.06% Cu.

## **Proyectos**

### **1. Proyecto Cerro Lindo**

Consta de 20,640 hectáreas y se encuentra situado a 175 Km. al sudeste de Lima y a 35 Km. de la costa, en la provincia de Chincha, departamento de Ica. El proyecto es en su totalidad de propiedad de Milpo y, a partir de 1999, emprendió un programa de exploración que reinterpreto el yacimiento y confirmo su naturaleza de prospecto de sulfuros volcánicos masivos. Después de hacer una revisión al estudio de factibilidad inicial, se ha establecido la viabilidad de una operación con una capacidad de tratamiento de 5,000 tpd desde el inicio de operaciones.

El 2 de julio de 2004, el Ministerio de Energía y Minas (MEM) aprobó el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) en el cual se hicieron ciertos cambios durante el proceso de revisión por parte del MEM en lo referente a la ubicación de la presa de relaves en la quebrada Pahuaypite II, el abastecimiento de agua de mar desalinizada al proyecto y la reubicación y replanteamiento de la planta concentradora. La construcción inició hacia finales del 2005 y se estima que inicie operaciones en el 2007.

Actualmente, se está licitando la ingeniería de detalle de la Planta Concentradora, la ingeniería de la presa de relaves, el manejo de relaves en pasta para la presa y para el relleno de mina, la planta de tratamiento de aguas, las obras mineras en primera etapa de desarrollo y la construcción de campamentos. En el 2005 se completó el estudio de factibilidad y se determinó que el abastecimiento hídrico se realizaría con agua de mar desalinizada de la zona de Jaguay.

## 2. Otros proyectos

**3.1 Proyecto Hilarión:** Yacimiento polimetálico tipo skarn que se localiza en el departamento de Ancash a 50 Km. al sur del yacimiento de Antamina. En 1980 se realizaron perforaciones con las que se estimaron unos recursos de 11.3 millones de TM con leyes de 7.44% Zn, 2.23% Pb y 2.2 oz./t Ag. En diciembre de 2005, se inició la perforación diamantina de 3,500 metros para verificar e incrementar los recursos obtenidos anteriormente. Los tres primeros taladros perforados hasta el final del 2005 corroboraron la continuidad de la mineralización.

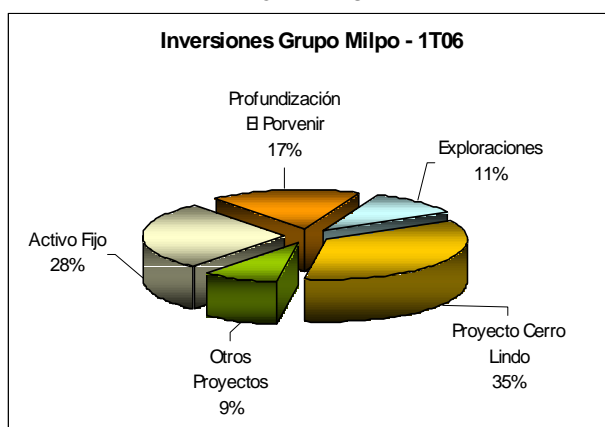
**3.2 Proyecto Pukaqaqa:** Yacimiento de cobre tipo skarn, ubicado a 10 Km. al noroeste de la ciudad de Huancavelica. En el 2005 se realizaron dos campañas de exploración, de las cuales se delineó con mayor precisión la geometría de la Brecha Gaby y de los Blankets Norte y Sur. Luego la empresa Americas Limited (AMEC) fue contratada para realizar un “scoping study” del Proyecto para completar la estimación de los recursos del proyecto.

## <Inversiones

En el primer trimestre el Grupo Milpo realizó inversiones por US\$4.20 millones, 13.34% más que en mismo periodo de 2005 (US\$3.70 millones).

Del total invertido en 2005, el 85.56% (US\$3.59 millones) se destinaron a Milpo Perú y US\$0.61 millones a las operaciones del Grupo en Chile. Las inversiones estuvieron orientadas básicamente a los trabajos asociados al desarrollo del Proyecto Cerro Lindo, la compra de activos fijos y las labores complementarias en los niveles del proyecto de profundización de El Porvenir. Es importante señalar que en septiembre de 2004, la Dirección General de Minería emitió una resolución<sup>3</sup> en la cual se da por cumplida la ejecución del Programa de Inversión de la Unidad de El Porvenir. En el siguiente gráfico se puede apreciar las inversiones por destino.

Gráfico 3



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

## <Mercado y cotizaciones internacionales

### Plomo

En los primeros meses de 2006 se observó un superavit en la oferta de refinados de plomo, que alcanzó 47,000 TM, debido a que el consumo global de refinados solamente se incrementó en 5.46% respecto a los primeros meses de 2005, alcanzando 2.61 millones de TM a abril de 2006; mientras que la producción de plomo refinado se incrementó en 9.13%, alcanzando 2.65 millones de TM a abril de 2006. El crecimiento de la demanda se sustenta en el mayor consumo de refinados de plomo por parte de China estimulado por el rápido desarrollo del sector automotriz. Por su parte, la oferta de refinados se viene incrementando tanto por la mayor producción de concentrados (+8.37% con respecto a los primeros meses de 2005) como por el incremento de la demanda mundial. El precio promedio de refinados de

<sup>3</sup> R.D. N° 480-2004-MEM/DGM.

plomo durante el primer trimestre de 2006 fue de US\$ 1,242 por TM, mayor en 26.93% que el promedio del mismo periodo de 2005.

Se espera terminar el 2006 con un déficit de 6,000 TM de refinados de plomo, ya que el consumo de plomo continuaría en crecimiento, pero en menor medida que durante el 2005. Con respecto al destino de los refinados, se proyecta un crecimiento del consumo por parte de la industria de baterías, mientras que el resto de sectores consumidores presentaría una tendencia decreciente. Adicionalmente se espera que China mantenga su posición dominante en el mercado del plomo, tanto como consumidor como productor.<sup>4</sup>

### Zinc

En los primeros meses de 2006, el mercado de refinados de zinc presentó un déficit de oferta de 93,000 TM. La demanda de refinados de zinc alcanzó a abril de 2006 los 3.59 millones de TM aumentando en 3.07% con respecto a abril de 2005 producto del fuerte crecimiento de China, principal consumidor de zinc en el mundo, especialmente por la demanda de productos galvanizados proveniente del sector construcción. Por su parte, la oferta presentó un crecimiento de 3.00% con respecto a abril de 2005 por el aumento en la producción de Canadá, Estados Unidos, China e India. El precio promedio de refinados de zinc aumentó en 70.39% con respecto al primer trimestre de 2005, pasando de US\$1,316 por TM a US\$2,242 por TM, por compras especulativas de fondos de inversión y de cobertura bajo una estrategia de diversificación de portafolio.

El déficit en la oferta se mantendría durante el 2006 y bordearía los 229 mil TM, durante el 2007 se alcanzaría un balance entre oferta y demanda con un déficit marginal de 68 mil TM. Basándose en los anuncios de aumento de producción tanto de concentrados como de refinados; en el caso de China, por ejemplo, nuevos proyectos de la empresa Hongda Chemical Industry permitirían elevar su producción de refinados en 250 mil TM/año.

### Cobre

Se espera que el precio del cobre se mantenga alto en el 2006. Los factores que explicarían este comportamiento son: (i) El incremento de la demanda mundial por refinados de cobre, como resultado del mayor consumo de China y de las perspectivas favorables de los países industrializados y, (ii) el leve aumento de la oferta debido a la puesta en marcha de limitados proyectos mineros. El precio promedio observado durante el primer trimestre de 2006 fue de US\$2.24/libra y en el segundo trimestre de 2006 fue de US\$3.27/libra. El déficit físico esperado para el 2006 de 18,000 TM, mientras que en el 2005 se registró uno de 166,000 TM.<sup>5</sup>

## <Análisis Financiero

El análisis financiero ha sido realizado sobre la base de los Estados Financieros auditados del 2001 al 2005 y no auditados al 31 de marzo de 2006 correspondientes a la Compañía Minera Milpo S.A.A. y subsidiarias.

### Análisis de Resultados

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los ingresos de la empresa desde el ejercicio 2000.



**Fuente:** Compañía Minera Milpo S.A.A.

**Elaboración:** Propia.

<sup>4</sup> Annual Report 2005 (Xstrata).

<sup>5</sup> Reporte de Commodities – Banco Wiese Sudameris

Como se puede observar, los ingresos de la compañía se vieron fuertemente afectados en los años 2001 y 2002 por la crisis internacional de precios de los minerales a pesar de los esfuerzos realizados por la empresa mediante incrementos en la producción, reducción de costos y políticas de cobertura. Aunado a la crisis de precios, a partir del 2002 se produjo el cambio en el tipo de operaciones mineras en la unidad de Chile lo que conllevó a una reducción de su producción y de sus ingresos. Durante el año 2003, se experimentó una recuperación importante en los precios de los metales sustentada en gran parte por la debilidad del dólar norteamericano y una mayor demanda de la economía china. Este factor, sumado a la mayor producción de El Porvenir, motivó un crecimiento de 11% en los ingresos en comparación con los obtenidos en el 2002. Ya en el 2004, la recuperación de los ingresos fue más evidente gracias al impacto positivo que tuvo el mayor nivel de precios durante ese año. Mucho mejor situación se presentó en el 2005, año en el que los ingresos sumaron S/.406.64 millones, 24.51% más respecto al 2004; y en el primer trimestre de 2006, periodo en el que los ingresos operacionales se incrementaron en 63.98% con respecto al primer trimestre de 2005, alcanzando los S/.159.85 millones.

Cabe señalar que la empresa realiza sus ventas en dólares y, en esta denominación, el incremento fue de 63.16% (por un efecto de apreciación de la moneda local, al expresar las ventas en soles éstas muestran un crecimiento mayor). Los mayores ingresos obedecieron principalmente a un efecto precio y, en menor medida, al mayor volumen comercializado cuyo crecimiento fue atenuado principalmente por la menor producción de concentrados de zinc y de cobre.

En cuanto a las ventas físicas, los concentrados de plomo mostraron un crecimiento de 4.96% y los cátodos de cobre en 297.72%, ambos incrementos durante el primer trimestre de 2006, en comparación con el mismo periodo del 2005; mientras que los concentrados de zinc presentaron una caída en las ventas de 13.20% y los concentrados de cobre en 10.87%, ambos con respecto a lo observado en el primer trimestre de 2005.

El costo de ventas consolidado a marzo de 2006 fue de S/.54.36 millones, mayor en 8.08% con respecto a marzo de 2005 (S/.50.29 millones). Cabe señalar que El Porvenir registró al primer trimestre de 2006 un cash cost unitario de US\$19.14/TMS, similar al presentado en el mismo periodo del año anterior. Dentro de la estructura del costo de ventas, los principales componentes lo constituyen los gastos de producción, los servicios de terceros y los gastos de personal. El incremento de los ingresos en mayor proporción a los costos permitió que la utilidad bruta (S/.105.50 millones) fuera 123.54% superior a lo del primer trimestre del año pasado.

En lo que respecta a los gastos operativos, éstos fueron 19.84% superiores respecto al primer trimestre de 2005 pues los gastos de ventas se vieron incrementados por las mayores tarifas de fletes terrestres y gastos de embarque. En cuanto a los gastos administrativos, el incremento se explica por la mayor carga de personal y por la reorganización de la compañía.

Los gastos no operativos netos sumaron S/.24.56 millones (S/.15.60 millones en el primer trimestre de 2005). Los gastos financieros aumentaron en 16.77% debido al incremento del stock de deuda de largo plazo.

Los gastos por impuesto a la renta y participaciones, acordes al régimen tributario de la compañía<sup>6</sup>, fueron considerablemente mayores a los del primer trimestre de 2005 debido a la mayor renta imponible. La utilidad neta al primer trimestre de 2006 ascendió a S/.43.21 millones, 188.05% por encima de lo obtenido en el primer trimestre del ejercicio anterior.

### **Análisis de Rentabilidad y Cobertura**

Tal como se aprecia en el gráfico y el cuadro a continuación, los indicadores de rentabilidad han mostrando una recuperación importante en los últimos períodos. En lo que respecta a los márgenes de rentabilidad, la política de austeridad implementada por la compañía, aunada a una estrategia de aumento en la producción, se tradujo en una reducción de gastos y costos operativos que mejoró la eficiencia y amortiguó la volatilidad en los ingresos. Cabe señalar que la plena inclusión de la unidad minera Iván en el 2000 trajo consigo una disminución en el margen bruto y operativo por los menores márgenes que posee dicha unidad; sin embargo, el buen desempeño de la unidad de El Porvenir ha compensado la menor rentabilidad de Iván (que enfrenta un proceso de adaptación en sus operaciones desde finales de 2001). Cabe señalar que las medidas adoptadas en Iván para hacer frente al cambio en el proceso productivo han redundado en una recuperación paulatina de la producción.

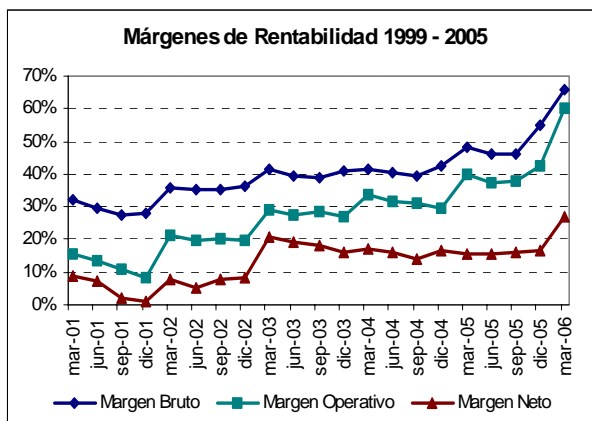
A fines de 2005, el margen bruto y el operativo registraron incrementos como resultado de los mayores ingresos; sin embargo, a nivel de margen neto, el efecto de los mayores gastos no operativos del impuesto a la renta y de las participaciones y deducciones llevaron a mantener tasas similares en los últimos trimestres.

---

<sup>6</sup> Mediante R.D. N° 480-2004-MEM/DGM se confirmó la vigencia del Convenio de Garantías y Medidas de Promoción a la inversión en la actividad minera, suscrito por Milpo y el Estado Peruano. Dentro del marco de este convenio, las operaciones de Milpo en Perú gozan de estabilidad jurídica hasta el año 2012. A su vez, la tasa de impuesto a la renta aplicable es del 20% y El Porvenir estaría exento del pago de Regalías Mineras durante dicho periodo.

Al primer trimestre de 2006, los márgenes bruto, operativo y neto registraron importantes incrementos como resultado de los mayores ingresos.

**Gráfico 5**



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

En cuanto a la rentabilidad anual del activo y del patrimonio, en todos los ejercicios dentro del periodo de análisis (2001-2005) se obtuvieron indicadores positivos siendo el ejercicio 2003 el que presentó la mayor rentabilidad patrimonial mientras que el 2005 lo fue para la rentabilidad sobre activos. Cabe señalar que a marzo de 2006, se alcanzaron niveles superiores tanto en la rentabilidad sobre el patrimonio como en la rentabilidad sobre los activos. A marzo de 2006, el patrimonio se incrementó en 15.10% con respecto al cierre de 2005, mientras que el 2005 cerró con un nivel de patrimonio mayor al del 2004 (+20.09%) producto de las mayores reservas y de los mejores resultados acumulados

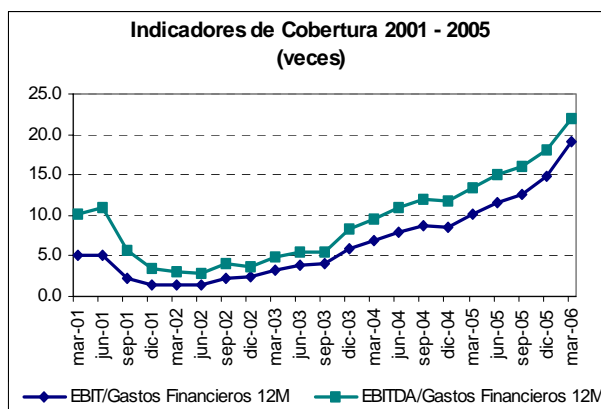
**Cuadro VI - Indicadores de Rentabilidad**

Indicador	2001	2002	2003	2004	2005	Mar05	Mar06
ROA	0.62%	4.04%	8.00%	8.76%	9.60%	8.40%	12.35%
ROE	1.19%	9.43%	21.62%	16.94%	17.85%	15.81%	21.94%

Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A. / Elaboración: Propia.

Los indicadores de cobertura (calculados como EBITDA a Gastos Financieros sobre la base de períodos de 12 meses) han presentado un comportamiento creciente desde finales del ejercicio 2002 debido al continuo incremento de la utilidad operativa (que a su vez fue resultado de mayores eficiencias operativas). En 2004, el ratio de cobertura se vio beneficiada por la disminución en los gastos financieros afianzados por la reestructuración del saldo de la deuda con el West L.B. La deuda financiera del Grupo se redujo en junio de 2004 pasando de un nivel de US\$52.85 a US\$43.06 millones en diciembre de 2004. Al cierre de 2005, si bien se dio un aumento de la deuda financiera alcanzando US\$47.04 millones, el importante crecimiento del EBITDA impulsó el ratio de cobertura hasta 18.03 veces. Al primer trimestre de 2006 el ratio e cobertura ascendió hasta 22.01 veces, debido principalmente al mayor EBITDA presentado en este periodo.

**Gráfico 6**



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

## Análisis del Balance

Al 31 de marzo de 2006, la empresa poseía activos por S/.778.74 millones, enfrentaba pasivos por S/.340.36 millones (incluidos S/.14.05 millones de pasivos diferidos) y se encontraba respaldada por un patrimonio de S/. 438.38 millones.

**Calidad de Activos:** El activo corriente estaba compuesto principalmente por el efectivo (50.85% de los activos de realización corriente y 18.37% del total de activos) que al primer trimestre de 2006 tenía un saldo de S/.149.07 millones y; en menor medida, por las cuentas por cobrar a clientes y las existencias. Respecto al cierre del 2005, el activo corriente creció en 30.61% básicamente por las mayores cuentas por cobrar y por el mayor saldo en efectivo.

El activo no corriente representa el 63.87% del total de activos de la empresa, de los cuales el rubro más importante lo constituyó el activo fijo neto de depreciación (36.73% del total de activos), el activo no corriente se vio incrementado en 0.99% gracias al aumento de las inversiones intangibles por las inversiones realizadas en exploración y desarrollo y al mayor monto en la cuenta activo fijo neto.

**Análisis de Liquidez:** En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de la liquidez general y la prueba ácida desde la gestión 2001.

Gráfico 7

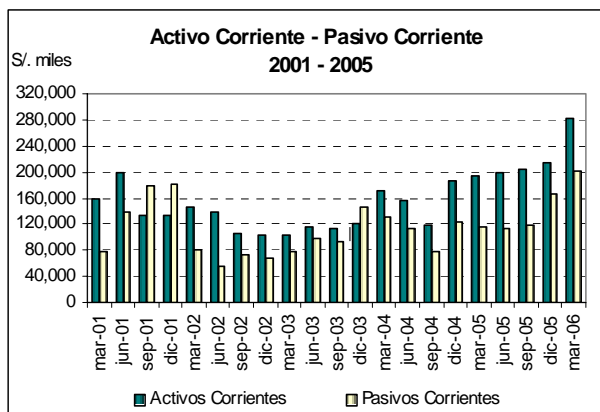
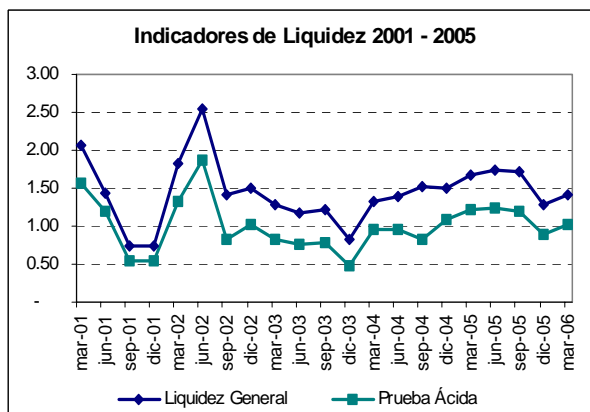


Gráfico 8



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

Los indicadores de liquidez mostraron una tendencia cambiante en el 2001 y 2002, debido a que en el 2001 se financiaron inversiones con pagarés bancarios de corto plazo y en el 2002 se reestructuró la deuda global mediante un préstamo por US\$60 millones que se desembolsó en dos tramos (durante el primer y segundo trimestre de 2002) con lo cual consiguió cambiar el vencimiento de su deuda de corto a largo plazo. La caída en el tercer trimestre de 2002 se explica por el aumento de la parte corriente del préstamo. Durante el 2003 se observó una tendencia decreciente del ratio de liquidez, explicada por el incremento de las cuentas por pagar derivadas del proyecto de profundización de la mina El Porvenir caída que se agudizó al cierre de 2003 por el efecto de la NIC 39 que incrementó los pasivos corrientes en casi 60%. Durante el 2004 los indicadores de liquidez se incrementaron debido a la culminación de la Fase II del proyecto de profundización de El Porvenir durante el 2003 (con lo cual disminuyó el saldo de cuentas por pagar a proveedores), a la reducción de la parte corriente de la deuda y a los mayores niveles de efectivo generados en ese ejercicio. Dicha tendencia creciente se mantuvo en el 2005, a excepción del último trimestre de ese año, el que presentó un menor ratio de liquidez sustentado en el incremento de los tributos por pagar (+S/.23.08 millones) y las remuneraciones y participaciones por pagar (+S/.11.22 millones).

En el primer trimestre de 2006 el ratio de liquidez general fue de 1.40 veces, mayor a lo observado al cierre de 2005 (1.29 veces), esta situación se dio por la mayor tasa de crecimiento de los activos corrientes (30.61%), con respecto a la de los pasivos corrientes (20.24%).

**Análisis de Endeudamiento:** Al 31 de marzo de 2006, el pasivo total estaba compuesto en 41.05% por obligaciones de largo plazo, de las cuales el rubro más importante lo representa el préstamo con Citibank del Perú S.A., siendo además la principal obligación dentro del total de pasivos (29.60% del total de obligaciones de la empresa). Dicho préstamo es el producto de la reestructuración financiera que llevó a cabo la compañía en septiembre de 2004. Casi la totalidad de las obligaciones de la empresa se encuentran en moneda extranjera (dólares americanos) lo cual es consistente con la denominación en dólares de los ingresos que percibe por la venta de sus productos.

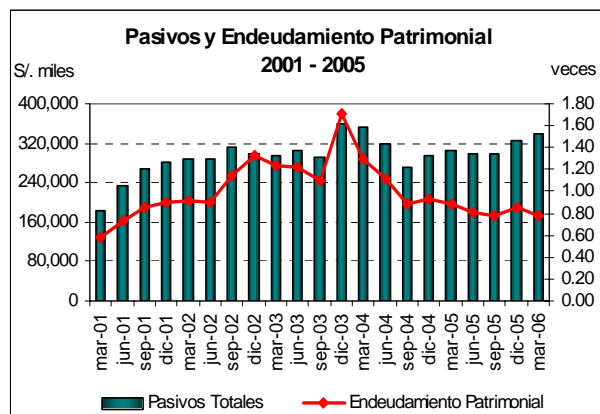
En los primeros trimestre de 2003 el indicador mejoró gracias al aumento del patrimonio a través de utilidades acumuladas; sin embargo, en el último trimestre de ese año, los ajustes en el patrimonio por el reconocimiento de los instrumentos derivados llevaron a una reducción del mismo lo que, aunado al

aumento de los pasivos por el mismo motivo, produjeron un deterioro del indicador de endeudamiento. A partir de entonces, el comportamiento de este indicador ha venido mejorando por el fortalecimiento patrimonial vía incremento de utilidades acumuladas, a pesar de la tendencia creciente del stock de pasivos observada desde el tercer trimestre de 2004. Así, a marzo de 2006 el endeudamiento patrimonial fue de 0.78 veces.

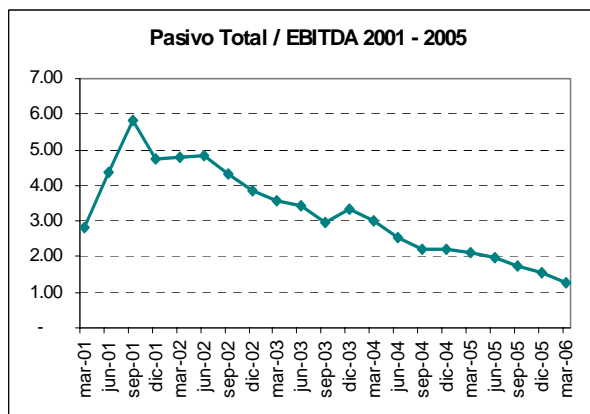
La evolución del indicador que relaciona los pasivos totales con el EBITDA muestra una clara tendencia decreciente a partir de la segunda mitad del 2002 lo cual obedeció al continuo incremento del EBITDA que permitió volver a llevar este indicador inclusive a niveles inferiores de los que tenía en marzo de 2001. Así, a marzo de 2006, la generación de recursos permitiría cancelar las obligaciones en un período menor a 1 año y medio.

En los siguientes gráficos se aprecia la evolución del pasivo total, del endeudamiento patrimonial y de la relación pasivo total a EBITDA (calculado para un período de 12 meses).

**Gráfico 9**



**Gráfico 10**



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

**<Política de dividendos y reseña**

**Política de Dividendos**

En marzo de 1997 se aprobó en Junta General de Accionistas la política de dividendos de la compañía, cuyos criterios de distribución de utilidades consignan lo siguiente: la empresa aplicará las utilidades a dividendos en acciones liberadas por capitalización y a dividendos en efectivo, luego de efectuadas las reservas de ley y aquéllas que pudieran, a propuesta del Directorio, resultar necesarias para las operaciones de la Compañía. Asimismo, la proporción de utilidades a distribuirse en efectivo dependerá de la liquidez, endeudamiento y flujo de caja de la empresa.

**Reseña de distribución de dividendos**

Los dividendos entregados por la compañía desde el 2005 se resumen en el siguiente cuadro:

**Cuadro VII**

Fecha de Entrega	Monto por acción	En acciones liberadas
<b>Acciones Comunes</b>		
<b>2005</b>		15.71%
Marzo	0.0223	
Junio	0.0223	
Noviembre	0.00249	
<b>2006</b>		
Abril	0.00342	
<b>Acciones de Inversión</b>		
<b>2005</b>		15.71%
Marzo	0.0022	
Junio	0.0022	
Noviembre	0.00249	
<b>2006</b>		
Abril	0.00342	

Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

Se debe tener en consideración la ampliación del capital social efectuada en octubre de 2005. En el 2004 se repartieron dividendos por US\$1.88 millones mientras que en el 2005 US\$ 2.49

## <Características de los Instrumentos

### Acciones Comunes

A marzo de 2006, el capital social de la empresa se encuentra representado por 431,893,560 acciones comunes de valor nominal S/.1.00 por acción.

Las acciones comunes están inscritas en la Bolsa de Valores de Lima. En el gráfico adjunto se observa la reducción en la cotización en el último trimestre de 2005 (promedio S/.3.50 por acción), debido a la reducción del valor nominal de las acciones realizada en octubre de 2005.

En el primer trimestre de 2006 la cotización promedio de las acciones comunes fue de S/.4.28 por acción. El monto negociado durante el primer trimestre de 2006 alcanzó los S/.41,153,266 (en similar periodo de 2005 fue de S/.33,361,081), mientras que el monto promedio diario fue de S/.653.23 mil en el primer trimestre de 2006 y de S/.565.44 mil en similar periodo de 2005. En tanto, la capitalización bursátil en marzo de 2006 fue de S/.2,034.22 millones mientras que en el mismo periodo del 2005 fue de S/.1,050.56 millones. La frecuencia de negociación<sup>7</sup> es elevada, en marzo de 2006 disminuyó a 91.30% frente a 100.00% en marzo de 2005.

### Acciones de Inversión

A marzo de 2006, las acciones de inversión están representadas por 6,419,730 acciones de inversión de valor nominal S/.1.00 por acción.

Las acciones de Inversión están inscritas en la Bolsa de Valores de Lima. Durante el primer trimestre de 2006 el monto negociado alcanzó los S/. 890,589 (en similar periodo de 2005 fue de S/.114,421), siendo el monto promedio diario de S/.28.73 mil, mientras que a marzo de 2005 fue de S/.11.44 mil. La cotización de la acción fue en promedio S/.2.08 por acción. En tanto, la capitalización bursátil en marzo de 2006 fue de S/.13.10 millones (en marzo de 2005 fue de S/.8.78 millones). La frecuencia de negociación en marzo 2005 fue baja (14.29%) pero se incrementó en marzo de 2006 (73.91%).

Gráfico 11

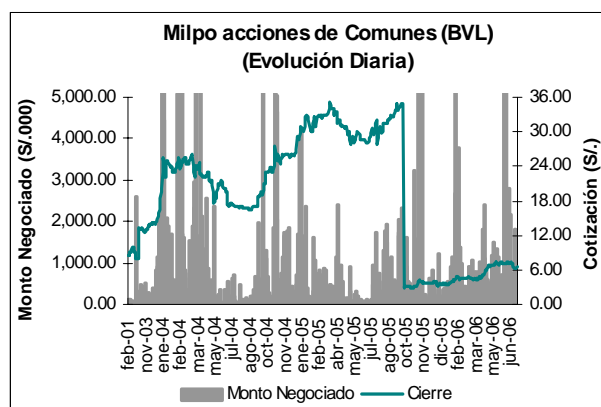
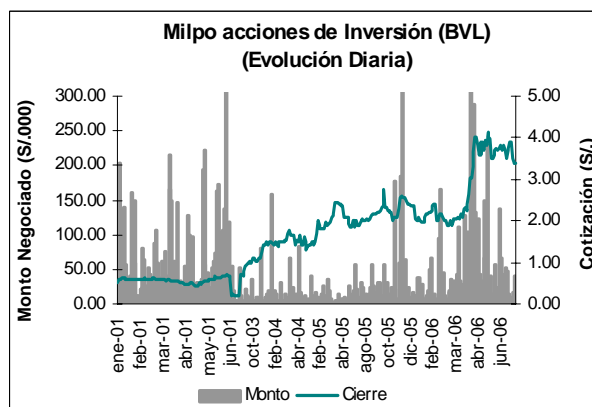


Gráfico 12



Fuente: CONASEV

Elaboración: Propia.

## <Significado del Rating

**Primera Clase, Nivel 2:** Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente más seguras y menos riesgosas que la mayoría de acciones del mercado. Muestran una buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.

i La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos.

<sup>7</sup> Frecuencia de negociación: N° de sesiones de Rueda de Bolsa en las que la acción estableció cotización / Últimas 20 sesiones de negociación de Rueda de Bolsa.

**Compañía Minera Milpo S.A.A. Y Subsidiarias**  
(en miles de nuevos soles)

<b>Principales Cuentas</b>	<b>mar-06</b>	<b>mar-05</b>	<b>dic-05</b>	<b>dic-04</b>	<b>dic-03</b>	<b>dic-02</b>
Activos Corrientes	281,366	193,069	215,421	187,102	120,823	102,850
Activos Corrientes para la Prueba Ácida	206,477	140,526	148,512	134,254	68,848	69,369
Total Activos	778,742	652,962	707,901	613,082	571,778	520,173
Pasivos Corrientes	200,657	115,975	166,879	124,158	146,600	68,192
Deuda de Largo Plazo*	139,703	166,111	160,144	171,775	209,312	225,347
Total Pasivos*	340,360	305,918	327,023	295,933	360,191	296,727
Patrimonio	438,382	347,044	380,878	317,149	211,586	222,692
Ingresos Totales	159,854	97,486	406,639	326,600	286,596	258,784
Costo de Ventas	54,355	50,291	183,093	188,566	169,121	165,204
Gastos Financieros	3,265	2,796	11,602	11,238	13,045	21,183
Gastos Totales	12,971	10,895	62,261	52,748	53,164	63,266
Utilidad Neta	43,213	15,002	67,974	53,727	45,751	21,004

<b>Liquidez</b>						
Liquidez General	1.40	1.66	1.29	1.51	0.82	1.51
Prueba Ácida	1.03	1.21	0.89	1.08	0.47	1.02

<b>Solvencia</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.78	0.88	0.86	0.93	1.70	1.33
Deuda de Largo Plazo a Patrimonio	0.32	0.48	0.42	0.54	0.99	1.01
Pasivos Totales / EBITDA 12M	1.28	2.11	1.56	2.22	3.32	3.85
Pasivos Totales / Activos Totales	0.44	0.47	0.46	0.48	0.63	0.57

<b>Eficiencia</b>						
Gastos Totales como % de las Ventas	8%	11%	15%	16%	19%	24%
Gastos Financieros como % de las Ventas	2%	3%	3%	3%	5%	8%
Rotación de Cobranzas	2	2	2	2	1	2
Inmovilización de Existencias	90	71	93	71	69	47

<b>Cobertura</b>						
EBIT / Gastos Financieros 12 meses	19.02	10.08	14.90	8.59	5.93	2.43
EBITDA / Gastos Financieros 12 meses	22.01	13.51	18.03	11.87	8.32	3.63

<b>Rentabilidad</b>						
ROE**	22%	16%	18%	17%	22%	9%
ROA**	12%	8%	10%	9%	8%	4%
Margen Bruto	66%	48%	55%	42%	41%	36%
Margen Operativo	60%	40%	43%	30%	27%	20%
Margen Neto	27%	15%	17%	16%	16%	8%

\* Incluye pasivos diferidos.

\*\* valores anualizados