



Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias

Informe al 31 de diciembre de 2003.

Glenda Henríquez Yépez (511) 442-7769 / ghenriquez@ratingspcr.com

Fecha del Comité: 28 de mayo de 2004.

<Clasificación

	Rating	Observación
Acciones Comunes ¹	Primera Clase, Nivel 2	No
Acciones de Inversión	Primera Clase, Nivel 2	No

<Racionalidad

La clasificación asignada toma en consideración la capacidad de generación de recursos de la empresa, producto del incremento de las reservas de minerales, así como la mejora en la eficiencia operativa asociada a una política de reducción de costos e incremento en la capacidad de tratamiento de mineral y elaboración de concentrados. Aspecto igualmente relevante es que Milpo es la cuarta productora de zinc en el Perú y la tercera de plomo.

Por otra parte, 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 mayores volúmenes de producción, operaciones de cobertura de precios, diversificación de la producción de minerales y una agresiva política de reducción de costos y optimización de recursos.

Adicionalmente, PCR ha tomado en consideración los siguientes aspectos: el cambio en la política de la empresa a fines de 1999, mediante la cual se establece una gerencia independiente de los accionistas, la incursión en el mercado chileno a través de la compra de Minera Rayrock Ltda. y la cartera de proyectos con los que cuenta el Grupo.

<Perspectivas de Corto Plazo

Las perspectivas de precios del zinc y del cobre para el ejercicio 2004 son alentadoras gracias a que los efectos de una creciente demanda de países como China y la recuperación económica de los Estados Unidos encuentran una respuesta más lenta por parte de la oferta, situación que mantendría los precios al alza por lo menos en un mediano plazo. Asimismo, la debilidad del dólar continuaría alentando las compras especulativas de los metales básicos como medida de reserva de valor. De acuerdo con las estimaciones realizadas por los principales Bancos de Inversión, el precio promedio anual del zinc para el 2004 podría estar en torno a los US\$1,019/TM, 23% más que el promedio del 2003; mientras que en el caso del cobre, se estima que podría llegar a los US\$0.99/libra, es decir, un incremento de 22%. También se prevé que la demanda mundial de zinc tendría un crecimiento de alrededor del 3% (impulsada principalmente por China y, en menor medida, por Estados Unidos); mientras que la producción de finos se reduciría en 1% debido al cierre de plantas (en Europa principalmente). De este modo, se revertiría la situación de superávit que hubo en el 2003. En el caso del cobre, se espera que el consumo mundial para el presente ejercicio crezca alrededor de 3.9% acentuando el déficit que se registró en el 2003 ya que se prevé que continuarán los recortes en la producción mundial.

En lo que se refiere a sus unidades mineras, la empresa espera llevar a cabo los estudios de confirmación de reservas en El Porvenir para continuar con la Fase III del proyecto de profundización de la mina. 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. Por otro lado, en lo que respecta a la unidad de Iván en Chile, la compañía planea tomar una serie de medidas (dentro de las que se incluye la compra de un chancador para ampliar la capacidad de la planta, la adquisición de un *scoop* para la mina e incrementar las compras de mineral de terceros) para que la producción de cátodos de cobre en el 2004 bordee las 11,000TM (33% más que en el año 2003).

<Desarrollos Recientes

¹ En septiembre de 2003 quedó inscrito en Registros Públicos la unificación de las dos clases de acciones comunes (A y B) para dar paso a una sola clase de acción común.

El 26 de marzo de 2004 se llevó a cabo la Junta Obligatoria Anual de Accionistas en la que se acordó, entre otros puntos, capitalizar S/.45.95 millones provenientes principalmente de las utilidades reinvertidas detraídas del ejercicio 2003. Asimismo, se decidió establecer un número de nueve directores y se procedió a la elección de los mismos para el periodo 2004-2006. Posteriormente, en sesión de Directorio celebrada en la misma fecha, se designó al señor Ivo Ucovich Drosner como Presidente del Directorio y al señor José Antonio Baertl Montori como Vicepresidente.

En cumplimiento a lo acordado en la JGA del 19 de abril de 2002 en relación con la venta de las acciones de propia emisión que la empresa mantenía en tesorería, el 20 de febrero de 2004 se culminó con el proceso de venta (el cual se dio en tres tramos). Cabe recordar que dichas acciones se obtuvieron como consecuencia del intercambio de acciones que se dio en el marco del acuerdo extrajudicial al que la empresa llegó con un grupo de sus accionistas y con la Compañía Minera Atacocha.

El 2 de septiembre de 2003, la compañía informó sobre la inscripción en registros públicos de la modificación al estatuto social de la empresa en lo referente a la unificación de las acciones comunes A y B en una sola clase de acción común de acuerdo con lo acordado por el Directorio de la sociedad el 13 de mayo del mismo año. Asimismo, el 27 de octubre de 2003, la Conasev aprobó el deslistado de las acciones comunes A y B y autorizó el listado de las nuevas acciones comunes de una sola clase.

<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 tales como: Cuyuma S.A., Gestión Minera S.A., Minera El Muki S.A., Sociedad Minera de Responsabilidad Limitada Rosita 62, Sociedad Minera de Responsabilidad Limitada Pepita 1, Compañía Minera Humanrauca S.A., Milpo Finance and Investments Ltd., Oderay Development Corp, Rayrock Atacama, Rayrock Antofagasta, Mnera Rayrock Ltda., Wickeburg Corp., Minera Doña Isabel Ltda. y Minera Pampa de Cobre². Los principales accionistas de la empresa son: Cia. Minera Milpo (que tiene acciones de propia cartera), Wickburg Corp. (Panamá), Cuyuma S.A. (Perú), Carvel Inc. (Panamá), Merrill Lynch Pierce Fenner (USA) los cuales concentran el 45.35% de las acciones con derecho a voto de la compañía. En el siguiente cuadro se puede observar la participación de los 5 principales accionistas con derecho a voto:

Cuadro I

	Accionista	%
1	Cia. Minera Milpo	12.84%
2	Wickeburg Corp.	10.50%
3	Cuyuma S.A.	9.33%
4	Carvel Inc.	6.91%
5	Merryl Lynch Pierce Fenner	5.77%
	Total	45.35%

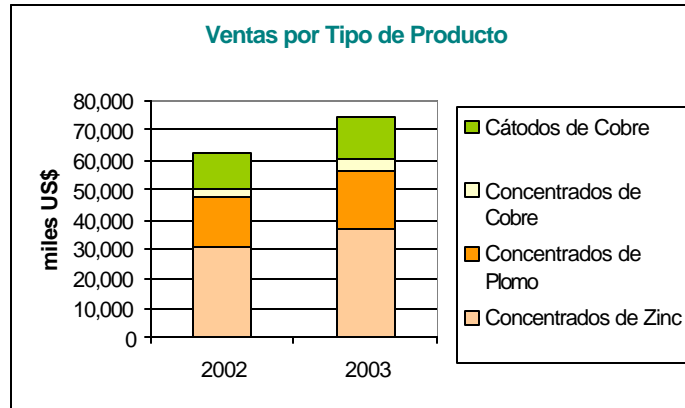
Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.
Elaboración: Propia.

<Estrategia 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 en los ejercicios 2002 y 2003:

Gráfico I

² Durante el tercer trimestre del 2002, se adquirió el control de Minera Pampa de Cobre (empresa en la cual Milpo ya tenía una participación del orden del 24%). Asimismo, se transfirió la participación que se tenía en Sindicato Minero Pacococha S.A.A. (cuyas operaciones estaban suspendidas desde 1992) y se extinguió la sociedad Industrial Saturno Minero S.A. en el marco de la reorganización de las subsidiarias del Grupo.



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

Milpo opera la unidad de El Porvenir en Cerro de Pasco y tiene el control de la empresa Minera Rayrock Ltda., la cual mantiene derechos mineros en la Mina Iván, Sierra Valenzuela y otras propiedades al norte de Chile.

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 y a finales de 2003 se culminó el proyecto de profundización del pique en 400 metros adicionales (desde el nivel -770 en donde se encontraba el anterior sistema de transporte hasta el nivel -1,170 donde se ubica el nuevo sistema de transporte) con una nueva estación de carguío en el nivel -1,205 (la anterior se encontraba en el nivel -820) con la posibilidad de ampliar hasta -1,650 si los estudios de reservas arrojan resultados positivos.

Durante el año 2003, se trataron 1,313,346 toneladas de mineral, lo que representó un incremento de 7.89% respecto del año anterior. Asimismo, la producción de concentrados (a excepción del cobre) también se incrementó: los concentrados de zinc ascendieron a 168,348 toneladas, 2.90% por encima de lo alcanzado el año pasado; mientras que la producción de concentrados de plomo fue de 41,992 toneladas (+3.83%) y la de concentrados de cobre de 3,869 toneladas (-2.12%). La mayor producción se debió a diversos cambios introducidos en el proceso operativo como la redistribución en los molinos secundarios, la instalación de un nuevo banco de celdas para el plomo, la repotenciación del circuito de chancado, la optimización de los circuitos de flotación y la ampliación de la presa de relaves. Cabe señalar que durante el 2003, la planta concentradora excedió su capacidad de tratamiento (3,600tpd) siendo el promedio del último trimestre del año 3,750tpd.

El nivel de reservas a diciembre de 2003 ascendió a 8'218,014 TM con leyes promedio de 9.00% Zn, 1.30% Pb, y 2.6 Oz. Ag/TM. Con el proyecto de profundización concluido, el nivel de reservas aumentó en 23% respecto del 2002 y se espera que con las ampliaciones que se planean hacer, las reservas y recursos sean suficientes hasta el año 2010 soportando un ritmo de extracción de 1.20 millones de toneladas anuales.

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. La 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 electrodeposición. 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 sulfuros. Asimismo, adicional a la explotación de recursos propios, la refinera también trata mineral comprado a terceros.

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. Durante el 2003, se trataron 1,073,853 toneladas de mineral (de las cuales el 35% provino de terceros) y se obtuvieron 8,568 toneladas de cátodos de cobre, lo que representó una disminución del 7.83% en comparación con el año anterior debido a que la cinética de recuperación de los sulfuros es más lenta que la de los óxidos. Las estrategias que ha adoptado Minera Rayrock para afrontar los cambios en la operación de la mina consisten en un plan de reestructuración para reducir los costos operativos, contratos de cobertura de precios, 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.

El nivel de reservas y recursos de mina Iván a diciembre de 2003 fue de 4'433,840 toneladas de sulfuros con una ley de 2.36% Cu y 1'768,698 toneladas de óxidos con ley de 1.46% Cu.

El Distrito de Sierra Valenzuela se encuentra ubicado en las rocas volcánoclasticas que corresponden al sector oriental de los depósitos de la franja de la Cordillera de la Costa. Cabe resaltar que 816 hectáreas de esta propiedad están comprendidas en un contrato de opción de compra que actualmente se encuentra en arbitraje con la finalidad de definir si se ejerció o no correctamente la opción.

Por otra parte, la empresa cuenta con el Proyecto Cerro Lindo, el mismo que 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 Chíncha, departamento de Ica. El proyecto es en su totalidad de propiedad de Milpo y entre los años 1984 y 1995 la compañía realizó labores de exploración que incluyeron galerías, perforaciones y trincheras. Luego, entre 1996 y 1997, Phelps Dodge realizó, bajo un contrato de opción, 6,725 metros de perforación diamantina, devolviendo el proyecto original a Milpo. A partir de 1999, Milpo emprendió un programa de exploración que reinterpretó el yacimiento y confirmó su naturaleza de prospecto de sulfuros volcánicos masivos. En el borrador del estudio de factibilidad, se señalaba que la inversión necesaria era de alrededor de US\$95 millones para una operación de 3,000tpd de mineral beneficiado durante los primeros cuatro años y de 5,000tpd a partir del quinto año de operaciones. Sin embargo, actualmente dicho estudio se encuentra en revisión para hacer compatible una inversión de aproximadamente US\$60 millones con una capacidad de tratamiento de 5,000tpd desde el primer momento. Asimismo, se está a la espera de la aprobación por parte del Ministerio de Energía y Minas del Estudio de Impacto Ambiental presentado así como de la extensión del plazo del Contrato de Garantías y Medidas de Promoción a la Inversión para la ejecución del proyecto.

De otro lado, durante el 2002, el Grupo logró consolidar la propiedad de Minera Pampa de Cobre, propietaria del proyecto Chapi en Moquegua (límite con Arequipa). 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). 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.

En la década de los 70 y los primeros años de los 80, la zona de mantos fue explotada mediante el método de cámaras y pilares para el minado y una planta de flotación de 800 tpd para la concentración de minerales. Luego, entre 1995 y 1997, Phelps Dodge realizó la perforación de 255 taladros con 46,300 metros y determinó recursos por 450 millones de toneladas con 0.45%CuT. En 1998, Phelps Dodge decide dejar el proyecto y, en el 2001, Milpo se concentró en la evaluación de los mantos de mayor ley con el propósito de desarrollar una operación con bio-lixivación de tamaño mediano. En el 2003, la compañía invirtió US\$600 mil en la primera fase de exploración del yacimiento en la que se efectuaron 7,612 metros de perforación aire-reversa y 1,017 metros de perforación diamantina con el objetivo de delimitar los recursos de sulfuros y ubicar los recursos de óxidos. Los resultados de estas perforaciones se encuentran en evaluación.

Cabe resaltar que la empresa mantiene contratos de cobertura de los minerales comercializados, manteniendo como mínimo el 50% de su producción de zinc y cobre cubierta con contratos tipo *put*, *call* y *range swaps*.

Las ventas de la empresa, se realizan principalmente en forma de concentrados, siendo el principal destino local para la venta de los concentrados de zinc la refinera de Cajamarquilla, 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.

<Inversiones

Durante el ejercicio 2003, el Grupo Milpo realizó inversiones por US\$17.26 millones, de los cuales US\$15.92 millones se destinaron a Milpo Perú y US\$1.34 millones a las operaciones del Grupo en Chile. Las inversiones estuvieron orientadas básicamente a los trabajos de profundización de la mina El Porvenir y a la compra de activo fijo para las minas Iván (Chile) y El Porvenir (Perú). Dentro de las principales inversiones de activo fijo en El Porvenir se tuvo la ampliación de la planta concentradora y la elevación de la presa de relaves. En el siguiente gráfico se puede apreciar las inversiones por destino.

Gráfico II

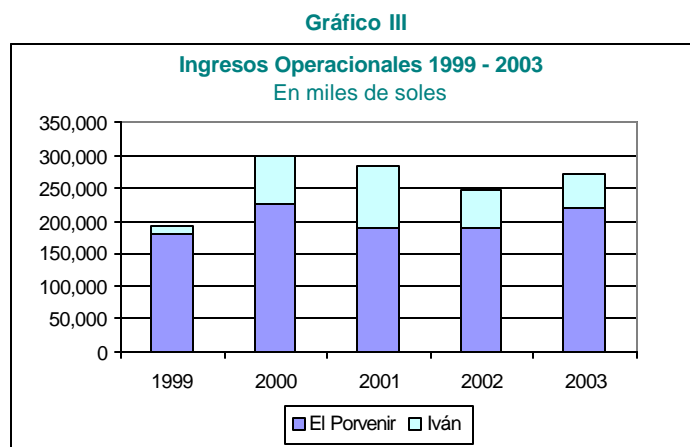


Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.
Elaboración: Propia.

<Análisis Financiero

La información utilizada para la elaboración de este informe corresponde a los Estados Financieros Auditados de Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias al 31 de diciembre del 2003.

Análisis de Resultados: En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de los ingresos anuales consolidados de la compañía desde el año 1999 los cuales provienen principalmente de sus dos unidades mineras: El Porvenir en Perú e Iván en Chile. Se pudo observar un crecimiento importante de los ingresos en el año 2000 gracias a que en octubre de 1999 se concretó la compra de Mina Iván por lo que el 2000 fue el primer año completo en que se contó con los ingresos de esta unidad minera. Sin embargo; la subsecuente crisis de precios de los metales en los años siguientes tuvo efectos significativos sobre los ingresos de la empresa a pesar de los esfuerzos realizados por ella a través de 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, especialmente a partir del último trimestre, se experimentó una recuperación importante en los niveles de 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 10.75% en los ingresos en comparación con el 2002, pero sin llegar a alcanzar aún el nivel mostrado en el 2000.



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

El costo de ventas consolidado correspondiente al ejercicio 2003 sumó S/.161.24 millones, 2.37% más en comparación con el año anterior, lo cual obedeció al incremento en las ventas. Cabe señalar que dentro de la estructura del costo de ventas, los principales componentes lo constituyen los gastos de personal, contratistas, compra de suministros y la depreciación.

Respecto de los gastos operativos, durante el 2003 los gastos de ventas no mostraron mayor variación respecto del año anterior ya que, a pesar de que el volumen comercializado fue mayor, la proporción de ventas locales fue superior a la del 2002. De otro lado, los gastos administrativos se redujeron en 18.76% gracias a los menores gastos por servicios brindados por terceros. En contrapartida, la amortización aumentó en S/.2.21 millones (+55%) por mayores gastos de exploración de áreas no operativas. Como consecuencia de los mayores ingresos por ventas y de la reducción de los gastos de administración, se obtuvo un resultado operativo (S/.73.75 millones) 50.21% superior al del 2002.

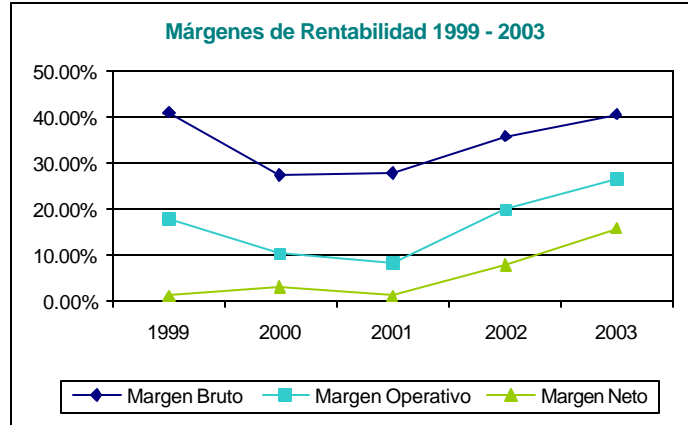
Por otro lado, la pérdida neta no operativa fue de S/.23.88 millones (S/.21.12 millones en el 2002). Cabe señalar que el 2003 entró en vigencia la aplicación de la NIC 39 que norma la contabilización y registro de los instrumentos financieros derivados. En el caso de Milpo, el efecto de esta norma fue el reconocimiento de una pérdida no realizada de S/.15.64 millones por instrumentos derivados. Dicho cargo a resultados fue compensado en parte por la disminución en los gastos financieros (en marzo de 2003 empezaron las amortizaciones del préstamo sindicado con el West LB), por menores cargos por provisiones en comparación con el año anterior y por ganancias en la venta de acciones de Aceros Arequipa y el reconocimiento de ganancias en la afiliada Atacocha por el método de participación patrimonial.

De este modo, la utilidad neta del ejercicio 2003 ascendió a S/.43.62 millones, más del doble de lo obtenido en el 2002 (S/.20.03 millones).

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 dos últimos ejercicios. 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 (en El Porvenir, básicamente), se tradujo en una reducción de gastos y costos operativos que mejoró la eficiencia y amortiguó la volatilidad en los ingresos. Ello permitió recobrar e incluso superar (en el caso del margen operativo y el margen neto) los niveles que se tenían en 1999. Cabe señalar que la plena inclusión de la unidad de Chile en el 2000 trajo consigo una disminución en el margen

bruto y operativo ya que dicha unidad posee menores márgenes; sin embargo, el buen desempeño de la unidad de El Porvenir ha compensado la menor rentabilidad de la unidad en Chile (que, adicionalmente, enfrenta un proceso de adaptación en sus operaciones desde finales de 2001 lo que le ha significado disminuir su producción afectando sus márgenes). En cuanto a la rentabilidad del activo y del patrimonio, en todos los ejercicios dentro del periodo de análisis (1999-2003) se obtuvieron indicadores positivos siendo el ejercicio 2003 el que presenta los mayores valores (aproximadamente el doble de lo obtenido en el ejercicio anterior) lo que va de la mano con el comportamiento de la utilidad.

Gráfico IV



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

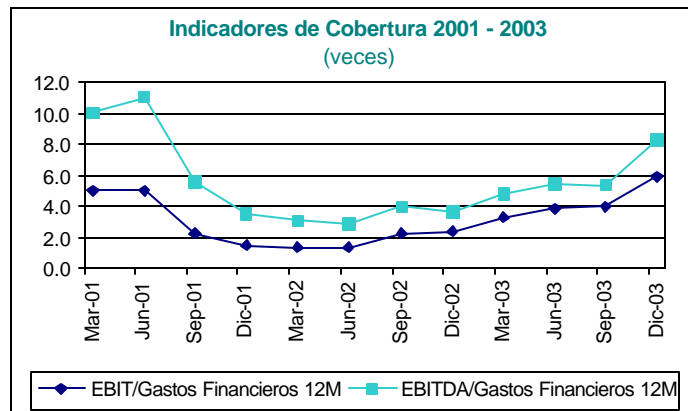
Cuadro II
Indicadores de Rentabilidad

Indicador	1999	2000	2001	2002	2003
ROA	0.46%	2.02%	0.62%	4.04%	8.00%
ROE	0.82%	3.39%	1.19%	9.43%	21.62%

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) y la disminución en los gastos financieros favorecidos por el menor nivel en las tasas de interés internacionales (el principal préstamo de la compañía está pactado a tasa variable con referencia a la tasa Libor). Además, desde marzo de 2003, se empezaron a efectuar las amortizaciones de dicho préstamo por lo que el saldo remanente del principal ha ido disminuyendo.

Gráfico V



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

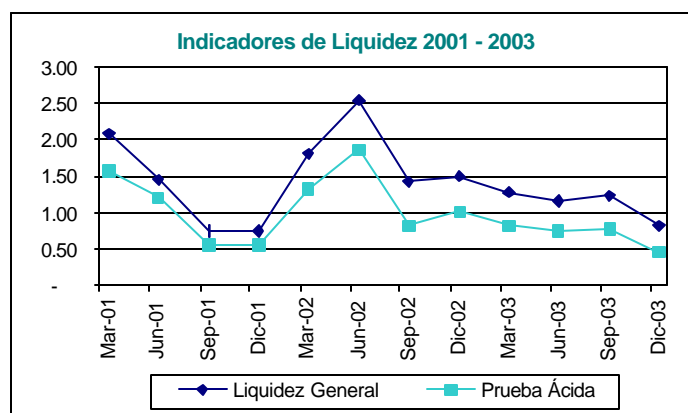
Estructura del Balance General: Al 31 de diciembre de 2003 la empresa poseía activos por S/.545.14 millones, enfrentaba pasivos por S/.343.41 millones (incluidos S/.8.39 millones de pasivos diferidos) y se encontraba respaldada por un patrimonio de S/.201.73 millones.

El activo de la empresa estaba compuesto en un 79% por activos no corrientes de los cuales el rubro más importante lo constituía el activo fijo neto de depreciación. Por su parte, dentro del activo corriente, las principales partidas la conformaban la caja y las existencias. Respecto del trimestre inmediato anterior, el activo corriente aumentó en S/.7.60 millones (+7.07%) gracias al mayor nivel de efectivo generado en el último trimestre por las actividades de operación del negocio. En lo que respecta al activo no corriente, los trabajos en la profundización del pique de la mina El Porvenir se dieron con más fuerza durante el último trimestre (en que se culminó el proyecto) por lo que el nivel de intangibles neto (costos de exploración, desarrollo y concesiones) aumentó en S/.15.72 millones (+17%).

Por otro lado, el pasivo total estaba compuesto en 59% por obligaciones de largo plazo, de las cuales el rubro más importante lo representa el préstamo sindicado con el West LB, siendo además la principal obligación dentro del total de pasivos (55% de las obligaciones totales). Dicho préstamo es el producto de la reestructuración financiera que llevó a cabo la compañía en el 2002 mediante la cual logró cancelar gran parte de su deuda corriente y obtener una mejor posición financiera englobando sus obligaciones en este préstamo por US\$60 millones (US\$54.37 millones al 31 de diciembre de 2003) con vencimiento en el 2008 y que incluye un año de gracia (que culminó en marzo de 2003). 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 comparación con el trimestre inmediato anterior, el total de pasivos aumentó en S/.65.87 millones (+23.74%) explicado por la adopción de la NIC 39 (Reconocimiento y Medición de Instrumentos Financieros) por la cual la compañía reconoció un pasivo de S/.64.19 millones (S/.43.92 millones corriente y S/.20.27 millones no corriente) en relación con el valor razonable de los instrumentos derivados que mantenía al 31 de diciembre de 2003 (contratos *range swaps*, *puts* y *calls* para cubrir las fluctuaciones en el precio de los metales y contratos de cobertura de tasas de interés). Es por ello que los pasivos aumentaron a pesar de que durante el año la empresa ha venido amortizando, a razón de US\$625 mil mensuales³, el principal del préstamo con el West LB.

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

Gráfico VI



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

Los indicadores de liquidez mostraron una tendencia decreciente a lo largo del ejercicio 2001 ya que en dicho año, la compañía lanzó una oferta pública de compra de acciones de Compañía Minera Atacocha en el marco de una estrategia que buscaba el crecimiento de la empresa (Atacocha comparte con Milpo la misma falla geológica por lo que se esperaban sinergias de la adquisición). Para ello, la empresa recurrió a financiamiento de corto plazo (pagarés bancarios) que elevó el nivel de pasivos corrientes. Luego, en el 2002, la empresa reestructuró su deuda global mediante un préstamo sindicado 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 con la consecuente mejora en los ratios de liquidez. La posterior caída de junio a septiembre de 2002 se explica por el aumento de la parte corriente del préstamo sindicado. A partir de diciembre de 2002 se observó una tendencia decreciente producto del incremento en las cuentas por pagar derivadas del proyecto de profundización de la mina El Porvenir. En el último trimestre de 2003, la caída se agudizó por el efecto de la NIC 39 que incrementó los pasivos corrientes en casi 60%.

³ El cronograma de amortizaciones del préstamo sindicado con el West LB es el siguiente: US\$625 mil mensuales de abril de 2003 a marzo de 2005 y US\$1.25 millones desde abril de 2005 hasta marzo de 2008.

Análisis de Endeudamiento: 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).

Gráficos VII

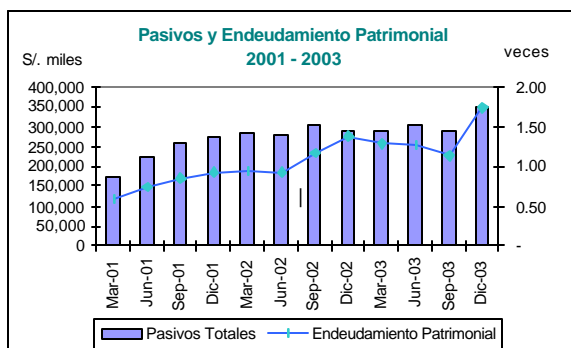
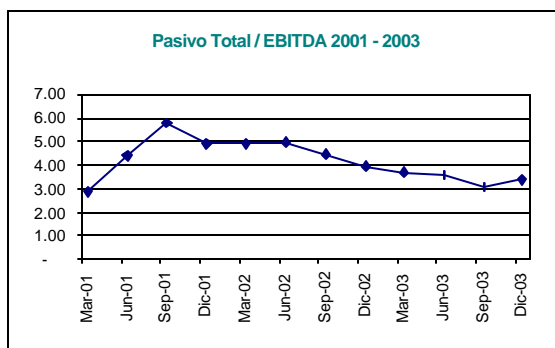


Gráfico VIII



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

El stock de pasivos totales muestra el incremento de deuda asumido a lo largo del 2001 impulsado por el financiamiento a corto plazo (comentado en el acápite anterior). Asimismo, se observa la relativa estabilidad en el nivel de pasivos durante el periodo septiembre 2002-septiembre 2003 que terminó con el aumento del stock de deuda en el último trimestre de 2003 por el reconocimiento de S/.64 millones como pasivos por derivados (NIC 39). El indicador de endeudamiento patrimonial siguió la tendencia del stock de deuda hasta la primera mitad del ejercicio 2002 mostrando un deterioro en la segunda mitad de ese año por la reducción en el patrimonio neto, la misma que se produjo como consecuencia del aumento de las acciones en tesorería. Dos factores explicaron este aumento en las acciones en tesorería: i) la compra de acciones de propia emisión por parte de una subsidiaria (Milpo Finance & Investment); y ii) el intercambio de acciones que Milpo poseía en Atacocha por acciones de propia emisión en manos de accionistas de Milpo (como parte del acuerdo extrajudicial que puso fin a las disputas entre Milpo y Atacocha y entre Milpo y un grupo de sus accionistas -la familia Montori-). Luego de ello, el indicador de endeudamiento patrimonial mejoró a pesar de que el stock de deuda se mantuvo. Ello fue gracias a los mejores resultados que fue obteniendo la compañía lo cual se reflejó en el aumento del patrimonio a través de utilidades acumuladas. Sin embargo, en el último trimestre de 2003, 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.

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 en el EBITDA que permitió volver a llevar este indicador hasta los niveles que tenía en marzo de 2001, aunque en el último trimestre se sintió el efecto de la NIC 39 en los pasivos y en este indicador. Así, en promedio, la generación de recursos permitiría cancelar las obligaciones en un período de 3 años y medio.

<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.

• 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.