



Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias

Informe con Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2005.

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

Fecha del Comité: 25 de julio de 2005.

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

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

Según un estudio del departamento de estudios económicos del Banco Wiese Sudameris, las perspectivas de precios del zinc, del plomo y del cobre para el ejercicio 2005 reflejarían comportamientos crecientes, especialmente en el caso del zinc. Los precios del zinc continuarían aumentando como resultado de la mayor demanda por parte de China y la menor oferta de refinados y concentrados. Se estima que China aumentaría su demanda por zinc en un 8% mientras que se seguirá experimentando una escasez de oferta ya que el crecimiento de la producción mundial de concentrados y refinados sería insuficiente. De este modo se mantendría el déficit estructural impulsando los precios al alza. Por su parte, las cotizaciones del cobre se verían afectadas por la desaceleración económica mundial sujeta a los efectos de los precios del crudo en la producción de los principales países demandantes de cobre; EE.UU. y China. Sin embargo, a pesar de las políticas llevadas a cabo por el gobierno chino para desacelerar la economía, ésta continúa creciendo a un ritmo superior al esperado (se estima que podría crecer un 9% en el 2005). Siendo China el principal demandante mundial de refinados de cobre, su consumo en el primer semestre de 2005 aumentó en más de 6% en comparación con los seis primeros meses del 2004. Por el lado de la oferta, si bien se espera un aumento de la misma de alrededor de 9%, aún permanecerá un déficit de aproximadamente 100,000TM el cual debería extinguirse hacia el 2006 con los aumentos esperados en la producción. La dinámica del plomo estaría enmarcada en un contexto de demanda estable principalmente por parte de la industria de baterías chinas. Este factor vendría acompañado de un incremento en la oferta por la mayor producción en mina

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.

(+10.8%) y de refinados (4%) con lo cual se espera que se alcance un equilibrio de oferta y demanda física hacia mediados del 2006. De otro lado, la debilidad del dólar continuaría alentando las compras especulativas de los metales preciosos como medida de reserva de valor. De acuerdo con las estimaciones realizadas, el precio promedio anual del zinc para el 2005 podría estar en torno a los US\$1.209/TM, 15% más que el promedio del 2004; mientras que en los casos del plomo y cobre, se estima que podrían llegar a los US\$925/TM y US\$3.107/TM, es decir, un aumento de 4% y 8%, respectivamente.

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 el 2005 se espera además lograr la certificación del Sistema de Gestión Integrado el cual es la unión del Sistema de Gestión de Riesgos y el de Gestión de Calidad (los cuales se encuentran en fase de implementación) con el de Gestión Ambiental ISO 14001 (el cual ya lo tiene certificado).

Los dos proyectos más importantes que el Grupo tiene en cartera son Cerro Lindo y Chapi. En lo que se refiere al primero de ellos, se ha establecido una inversión de US\$65 millones para una operación de 5,000tpd, inversión que se planea realizar entre los años 2005 y 2006 con el propósito de que el proyecto entre en operación en el 2007. El segundo considera una inversión de US\$15 millones y se espera que su puesta en marcha se dé durante el 2005. En lo que se refiere a otros proyectos, se espera continuar realizando diferentes estudios geológicos para el proyecto Hilarión y Pukaqaqa.

<Hechos de Importancia

En sesión de directorio del 20 de mayo de 2005 se decidió el reparto de un dividendo por US\$699 miles a cuenta de las utilidades del ejercicio 2005. La fecha de entrega fue fijada para el 6 de julio de 2005. Anteriormente, ya había sido aprobado y entregado un dividendo por monto similar a cuenta también de las utilidades que se obtengan en la gestión 2005. Dicho dividendo fue puesto a disposición de los accionistas el 12 de abril de 2005.

En mayo se produjeron las renunciaciones de los señores Juan Manuel de los Ríos y Ernesto Zelaya a los cargos de Gerente Corporativo de Recursos Humanos y Administración y Gerente Corporativo de Operaciones, respectivamente. Aún no se ha nombrado a sus reemplazos.

La Junta Obligatoria Anual de Accionistas aprobó el 21 de marzo de 2005 la capitalización de S/.42.13 millones de las utilidades del ejercicio 2004 y S/.17.37 millones de la cuenta de reexpresión facultativa. De este modo, el capital social pasó de S/.373.26 millones a S/.431.89 millones mientras que las acciones de inversión lo hicieron de S/.5.55 millones a S/.6.42 millones. Asimismo, se decidió modificar el valor nominal de las acciones comunes de S/.12.08 a S/.1 por acción al igual que las acciones de inversión de S/.1.20 a S/.1 por acción. Con esto, el número de acciones comunes se vio incrementado en 58.63 millones y las de inversión en 871 miles las mismas que serán entregadas a los accionistas como acciones liberadas. Otro de los puntos aprobados por la Junta fue el Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$70 millones.

En enero de 2005, se celebró un contrato de joint-venture con la empresa canadiense Tiomin Resource Inc. para la exploración conjunta del proyecto cobre-oro Pukaqaqa (Huancavelica), según el cual Milpo mantendrá 51% y Tiomin adquiere el 49% de la participación. Las actividades de exploración y explotación serían llevadas a cabo por Milpo, sin embargo Tiomin estaría comprometida a realizar una inversión inicial de US\$ 2 millones, luego de la cual las empresas compartirían las inversiones en proporción a su participación. Además, se ha integrado al proyecto en mención, el derecho minero Júpiter I-1981, el cual se ubica en la zona adyacente a las propiedades al proyecto Pukaqaqa y fue adquirido a la sociedad SMRL Júpiter I-1981 de Huancavelica.

El diciembre de 2004 se procedió a la venta del total de la participación accionaria que Milpo mantenía en la Compañía Minera Atacocha S.A. (16.58% del capital social de dicha empresa). El producto de dicha venta sería destinado a los proyectos mineros que la empresa viene desarrollando.

El 27 de octubre de 2004 culminó la OPA lanzada por Industrias Peñoles mediante la cual obtuvo el 0.45% de las acciones con derecho a voto de Milpo. Peñoles, el mayor productor de plata refinada en el mundo, forma parte de uno de los grupos económicos más importantes de México y es líder en la refinación de oro, plata y zinc en Latinoamérica. El precio ofrecido por Peñoles fue de US\$6.85 por acción con el objetivo de adquirir hasta el 51% de las acciones de Milpo. Al respecto, el Directorio de Milpo emitió un comunicado en el cual expresaba su desacuerdo con el precio ofrecido ya que lo consideraban por debajo del valor fundamental de la empresa.

En septiembre de 2004, el señor Luis Carranza Ugarte renunció al cargo de director de la sociedad al ser nombrado Vice-Ministro de Hacienda. Asimismo, el señor Ernesto Baertl Jourde renunció en agosto de 2004 al cargo de Gerente Corporativo de Comercialización; sin embargo, se mantendrá ligado a Milpo a través de un contrato de asesoría externa en materia comercial. Por otro lado, también en el mes de agosto, se concretó la compra de acciones de Compañía Minera La Nacional con lo cual Milpo obtuvo el control de esta sociedad mediante un desembolso de US\$1.48 millones. Cabe señalar que desde 1955 Milpo, en virtud de un contrato minero, viene explotando las concesiones mineras de las cuales es titular La Nacional.

En el marco de la estrategia para reestructurar la deuda financiera del Grupo, en julio de 2004 se procedió al prepagado voluntario de US\$10 millones al West LB quedando un saldo de US\$40 millones los cuales fueron posteriormente reemplazados con dos préstamos bancarios que otorgan mayor flexibilidad al perfil de amortizaciones.

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 de las actividades 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.

<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, Milpo Finance and Investments Ltd., Rayrock Atacama, Rayrock Antofagasta, Minera Rayrock Ltda., Minera Doña Isabel Ltda., Minera Pampa de Cobre² y Compañía Minera La Nacional³. Los principales accionistas de la empresa son: Milpo Finance and Investments (Panamá), Cuyuma S.A. (Perú), AFP Integra (Perú), AFP Horizonte (Perú) y AFP Union Vida (Perú) los cuales concentran el 46.25% de las acciones con derecho a voto de la compañía al 31 de marzo de 2005. En el siguiente cuadro se puede observar la participación de los 5 principales accionistas con derecho a voto:

Cuadro I

	Accionista	%
1	Milpo Finance and Investments	10.50%
2	Cuyuma S.A.	9.33%
3	IN-Cartadm (AFP Horizonte)	9.24%

² 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%). 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. Asimismo, en el 1T04 se extinguieron Compañía Minera Humanrauca (se decidió el abandono de las propiedades mineras de esta empresa) y las empresas Oderay Development Corp. y Wickeburg Corp. cuyos patrimonios fueron absorbidos por Milpo Finance and Investments.

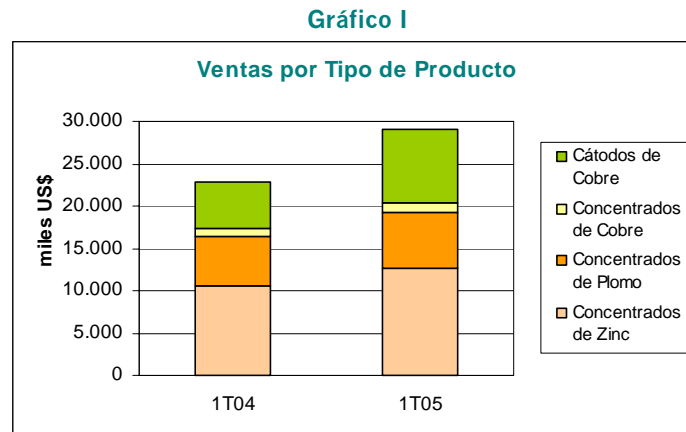
³ Durante el 3T04, se adquirió el control de esta empresa la cual es titular de diversas concesiones mineras en la zona de Cerro de Pasco, las cuales Milpo, a través de un contrato minero, ha venido explotando desde 1955.

4	HO-Cartadm (AFP Integra)	8.59%
5	NV-Cartadm (AFP Unión Vida)	8.59%
	Total	46.25%

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 durante los tres primeros meses de los ejercicios 2004 y 2005:



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. 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 siguiente cuadro muestra que el volumen de mineral tratado fue 15% superior al beneficiado durante el 1T04 lo cual estuvo asociado a la mayor capacidad de la planta concentradora que llegó a tratar un promedio de 4,020tpd. Asimismo, la producción de concentrados aumentó, en especial la de cobre cuyo crecimiento superó el 60%. En el caso del plomo, la producción ha venido recuperándose luego de que mostrar una tendencia negativa a causa de los cambios de ley ocurridos con posterioridad a la profundización de la mina.

Cuadro II

El Porvenir	1T04	1T05	Variación (%)
Mineral Tratado (TMS)	303.919	349.362	+15%
Concentrados Zn (TMS)	39.236	41.983	+7%
Concentrados Pb (TMS)	6.879	7.310	+6%
Concentrados Cu (TMS)	808	1.327	+64%

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

El nivel de reservas estimada por la empresa⁴ a diciembre de 2004 ascendió a 7'577,527 TM con leyes promedio de 8.58% Zn, 1.50% Pb, y 2.89 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 2004, las reservas fueron 17% superiores a las que existían en el 2000.

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 óxidos y sulfuros. Asimismo, adicional a la explotación de recursos propios, la refinería también trata mineral comprado a terceros. La capacidad de tratamiento de la refinería 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. Durante el 1T05, se chancaron 309.071 toneladas de mineral (+7% respecto del 1T04) y se obtuvieron 2,501 toneladas de cátodos de cobre, lo que representó un aumento del 4% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Se efectuaron ciertas mejoras en el proceso operativo como el incremento en la capacidad de chancado, un 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 y la optimización de la planta SX para aprovechar mejor los óxidos. La estrategia que ha adoptado Minera Rayrock consiste 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 de mina Iván a diciembre de 2004 fue de 802,863 toneladas de óxidos con una ley de 1.26% Cu y 498,506 toneladas de sulfuros con ley de 2.09% Cu.

El Distrito de Sierra Valenzuela se encuentra ubicado en las rocas volcanoclásticas 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, a partir de 1999, emprendió un programa de exploración que reinterpretó el yacimiento y confirmó su naturaleza de prospecto de sulfuros volcánicos masivos. Después de hacer una revisión al estudio de factibilidad inicial, se ha establecido una inversión de aproximadamente US\$65 millones para obtener una capacidad de tratamiento de 5,000tpd desde el inicio de operaciones. El 2 de julio de 2004 se produjo la aprobación por parte del Ministerio de Energía y Minas del Estudio de Impacto Ambiental (EIA). Con motivo del proceso de aprobación del EIA, se realizaron ciertos cambios al proyecto en lo referente a la ubicación de la presa de relaves a la quebrada Pahuaypite II, el abastecimiento de agua de mar desalinizada al proyecto y la reubicación y replanteamiento de la planta concentradora. Se estima que Cerro Lindo inicie operaciones en el 2007; sin embargo, el Grupo está a la espera de que se apruebe la extensión del plazo del Convenio de Garantías y Medidas de Promoción a la Inversión celebrado con el Estado Peruano 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.

El plan de producción que se tiene previsto para este proyecto consiste en la explotación de óxidos y sulfuros obteniendo cobre por lixiviación. La producción considera dos etapas consistiendo la primera de

⁴ No auditadas.

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 20TM de cobre fino por día y que el nivel de reservas minables con que cuenta actualmente el proyecto permita una vida útil de 14 años. Adicionalmente, el programa de exploraciones que se viene ejecutando ha dado como resultado un nivel de recursos medidos e indicados de 9.75 millones de toneladas de sulfuros y 0.58 millones de toneladas de óxidos con leyes de 1.68% Cu y 1.17% Cu, respectivamente. Se tiene planeado que sea la empresa Metso quien suministre, instale y opere la planta de chancado y aglomerado mientras que el suministro de energía será encargado a Electrosur quien construirá una subestación y una línea de transmisión secundaria de 3km. hasta la mina. A su vez, Gestión Minera S.A. está llevando a cabo la elaboración del plan de minado, la rehabilitación de las labores subterráneas y el levantamiento topográfico así como la ingeniería del suministro de agua y electricidad y de la carretera de acceso alterna. El diseño de la planta de relaves y la elaboración del Estudio Técnico-Económico viene siendo ejecutado por la empresa Vector.

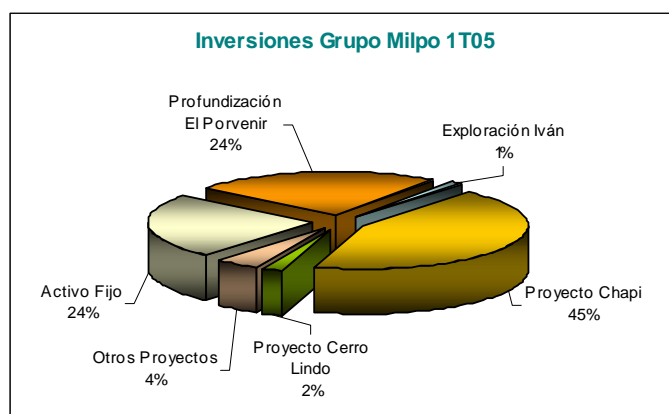
En lo que se refiere a la política de cobertura de sus productos, a finales de 2004 vencieron la mayoría de los contratos que la empresa mantenía (coberturas sobre zinc y plomo). Debido a la favorable coyuntura actual de los precios internacionales, la empresa decidió no renovarlos. De este modo, la producción de plomo ya no está cubierta y la del zinc sólo lo está en 6% (el cobre continúa cubierto en casi 50% ya que los contratos aún se encuentran vigentes).

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 1T05, el Grupo Milpo realizó inversiones por US\$3.70 millones, de los cuales el 87% (US\$3.22 millones) se destinaron a Milpo Perú y US\$0.48 millones a las operaciones del Grupo en Chile. Las inversiones estuvieron orientadas básicamente a los trabajos asociados al desarrollo del Proyecto Chapi, las labores complementarias en los niveles del proyecto de profundización de El Porvenir y compra de activos fijos para ambas unidades mineras. Es importante señalar que en septiembre de 2004, la Dirección General de Minería emitió una resolución⁵ 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 II



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

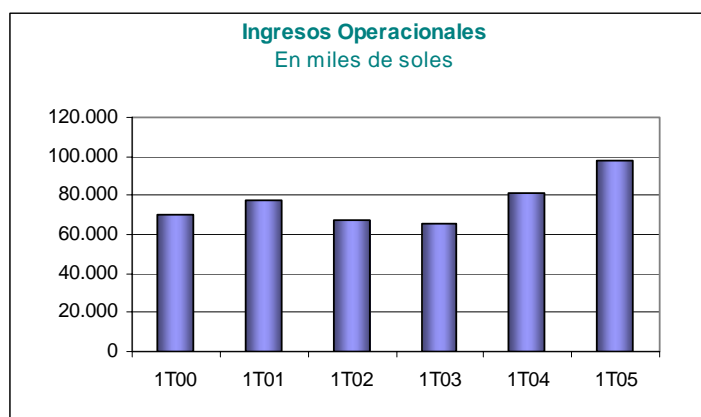
<Análisis Financiero

La información utilizada para la elaboración de este informe corresponde a los Estados Financieros No Auditados de Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias al 31 de marzo de 2005.

⁵ R.D. N° 480-2004-MEM/DGM.

Análisis de Resultados: El 1T05 arrojó ingresos brutos por S/.97.49 millones, 19% más que lo obtenido en similar periodo del 2004. En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de los ingresos consolidados de la compañía correspondientes a los tres primeros meses de cada ejercicio desde el 2000.

Gráfico III



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

Si bien se observó un crecimiento en los ingresos hacia el 1T01 en comparación con el 1T00, la subsecuente crisis de precios de los metales en los años siguientes tuvo efectos significativos sobre las ventas 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 1T04, 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 25% en los ingresos en comparación con los obtenidos en el 1T03. Ya en el 1T05, la recuperación de los ingresos fue más evidente gracias al impacto positivo que tuvo el mayor nivel de precios. Así, el zinc tuvo una cotización promedio de US\$1,316/TM versus US\$1,070/TM en el 1T04; mientras que el cobre aumentó su cotización en 20% pasando de un promedio de US\$2,731/TM a US\$3,268/TM y, en el caso del plomo, el incremento fue menos pronunciado (+16%) llegando a una cotización promedio de US\$978/TM en el 1T05; sin embargo, el plomo ya había experimentado un crecimiento bastante importante a lo largo del 2004.

El costo de ventas consolidado del 1T05 sumó S/.50.29 millones, 5% por encima de lo registrado en el 1T04, lo cual obedeció a los mayores gastos de producción en Iván por el mayor volumen de cátodos comercializados. Cabe señalar que dentro de la estructura del costo de ventas, los principales componentes lo constituyen los contratistas, gastos de personal, compra de suministros y la depreciación. La poca variación en el costo en relación con el incremento en los ingresos permitió que la utilidad bruta (S/.47.20 millones) fuera 40% superior a la del primer trimestre del año pasado.

En lo que respecta a los gastos operativos, éstos fueron 29% superiores en comparación con el 1T04 pues los gastos de ventas se vieron incrementados por las mayores tarifas de fletes terrestres y gastos de embarque, principalmente derivada de la producción comercializada por El Porvenir. Asimismo, los gastos de administración también aumentaron producto de los mayores gastos de personal. Cabe indicar que, producto de la aplicación de una estricta política de austeridad, los gastos operativos mostraron una reducción significativa en los años precedentes llegando a representar menos del 10% de las ventas luego de haber estado por encima del 15% en el 2001.

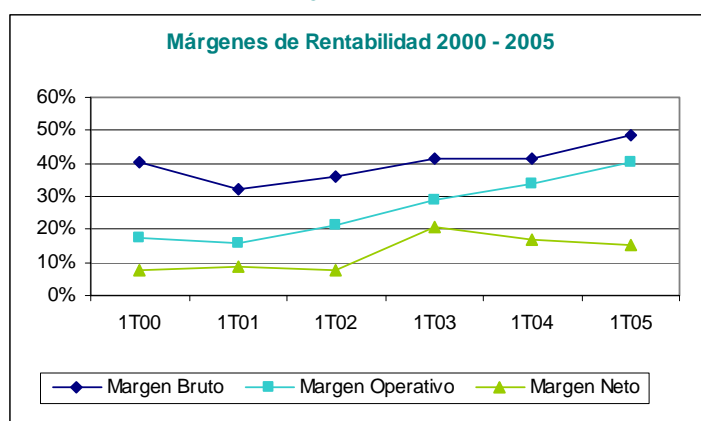
Por otro lado, la pérdida neta no operativa fue de S/.15.60 millones (S/.10.58 millones en el 1T04). Los mayores gastos estuvieron asociados a la exploración de áreas que no productivas. En lo que respecta a los gastos financieros, éstos se redujeron en 15% ya que a lo largo del 2004 se efectuaron amortizaciones que disminuyeron el stock de deuda y se reestructuró el remanente obteniéndose un costo financiero menor.

Luego de efectuar los cargos por impuesto a la renta y participaciones acordes al régimen tributario de la compañía⁶, la utilidad neta de los tres primeros meses del 2005 ascendió a S/.15 millones, 8% por encima de lo obtenido en el mismo periodo 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 periodos. 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. Ello permitió recobrar e incluso superar los niveles que se tenían en el 2000. Cabe señalar que la plena inclusión de la unidad de Chile (Iván) 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 Iván (que enfrenta un proceso de adaptación en sus operaciones desde finales de 2001 lo que le ha significado disminuir su producción afectando sus márgenes). 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 (el 2004 creció en 17%); sin embargo, aún no se recuperan los niveles previos. Así, esta unidad aportó cerca de US\$3 millones al EBITDA consolidado del 1T05.

El margen operativo ha mostrado una tendencia claramente creciente como resultado de los mayores ingresos y la constante disminución de gastos; sin embargo, a nivel de margen neto, el efecto del reconocimiento por pérdidas en operaciones con derivados y los mayores gastos no operativos han llevado a una contracción del mismo en los dos últimos periodos. En cuanto a la rentabilidad anual del activo y del patrimonio, en todos los ejercicios dentro del periodo de análisis (1999-2004) se obtuvieron indicadores positivos siendo el ejercicio 2003 el que presentó la mayor rentabilidad patrimonial mientras que el 2004 lo fue para la rentabilidad sobre activos. Cabe señalar que el 2004 cerró con un nivel de patrimonio mucho mayor al del 2003 producto de la mayor capitalización de utilidades y la utilidad obtenida por la venta de acciones de propia emisión.

Gráfico IV



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

Cuadro III

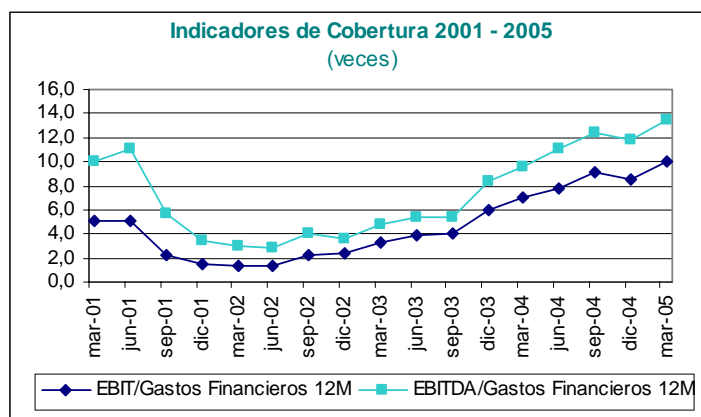
Indicador	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROA	0.46%	2.02%	0.62%	4.04%	8.00%	8.76%
ROE	0.82%	3.39%	1.19%	9.43%	21.62%	16.94%

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

⁶ 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.

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 afianzados por la reestructuración del saldo de la deuda con el West L.B. Cabe mencionar que la deuda de la compañía se redujo en los últimos 18 meses desde un nivel de US\$ 60 a US\$ 40 millones al 2004, proceso que estuvo enmarcado en un contexto de mejores condiciones de financiamiento. Dada la reestructuración, se han originado importantes descensos en el costo financiero, lo que contribuiría a la reducción de los gastos financieros.

Gráfico V



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

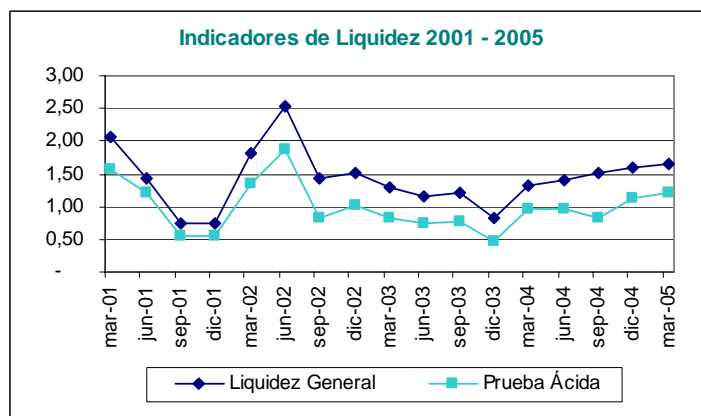
Estructura del Balance General: Al 31 de marzo de 2005, la empresa poseía activos por S/.652.96 millones, enfrentaba pasivos por S/.305.92 millones (incluidos S/.13.22 millones de pasivos diferidos) y se encontraba respaldada por un patrimonio de S/.347.04 millones.

El activo de la empresa estaba compuesto en casi un 70% por activos no corrientes de los cuales el rubro más importante lo constituía el activo fijo neto de depreciación (40% del total de activos). Por su parte, el activo corriente estaba conformado principalmente por el efectivo (56% de los activos de realización corriente) que a marzo tenía un saldo de S/.108 millones y, en menor medida, por las existencias y las cuentas por cobrar a clientes. Respecto del cierre con el 2004, el activo corriente no mostró mayor variación, creciendo en 3% básicamente por el mayor saldo en caja.

Por otro lado, el pasivo total estaba compuesto en 62% por obligaciones de largo plazo, de las cuales el rubro más importante lo representa el préstamo con Citibank N.A., siendo además la principal obligación dentro del total de pasivos (44% del total de obligaciones de la empresa). Dicho préstamo es el producto de la reestructuración financiera que llevó a cabo la compañía en julio de 2004. A dicha fecha, la compañía mantenía un saldo S\$50 millones de deuda con el West LB; de los cuales US\$10 millones fueron cancelados con fondos propios, US\$30 millones fueron reemplazados con el préstamo otorgado por Citibank y US\$10 millones fueron refinanciados con el mismo West LB. 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 diciembre de 2004, los pasivos se mantuvieron en niveles similares mientras que el patrimonio neto creció en 9% gracias a las utilidades generadas en el periodo y a la reducción de la pérdida no realizada por operaciones con derivados.

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 debido al financiamiento de inversiones con pagarés bancarios de corto plazo. Luego, en el 2002, la empresa reestructuró su deuda global mediante un préstamo sindicado 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 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, caída que se agudizó en el 4T03 por el efecto de la NIC 39 que incrementó los pasivos corrientes en casi 60%. Con 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), la reducción de la parte corriente de la deuda y los mayores niveles de efectivo generados en el 2004, los indicadores de liquidez se recuperaron.

Análisis de Endeudamiento: 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 a partir del último trimestre de 2003 por el reconocimiento de S/.66 millones como pasivos por derivados (NIC 39). Cabe señalar que, en julio de 2004, Milpo efectuó un prepago de US\$10 millones y, posteriormente, efectuó la reestructuración del saldo (US\$40 millones) mediante un préstamo con Citibank del Perú por US\$30 millones y con el propio West LB por US\$10 millones. Con esta operación, el Grupo consiguió liberar recursos (ya que los dos nuevos préstamos contemplan 2 años de gracia para el repago del principal y menores tasas de interés) que le permitirán desarrollar los proyectos mineros que tiene en cartera. En los dos últimos trimestres se observó un incremento en el stock de pasivos lo cual estuvo vinculado al aumento en los pasivos corrientes derivados de las operaciones de cobertura.

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). 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 inclusive a niveles inferiores de los que tenía en marzo de

2001. Así, en promedio, la generación de recursos permitiría cancelar las obligaciones en un período de 2 años, considerando la importante reducción de la deuda y el mayor nivel de ingresos de la empresa.

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

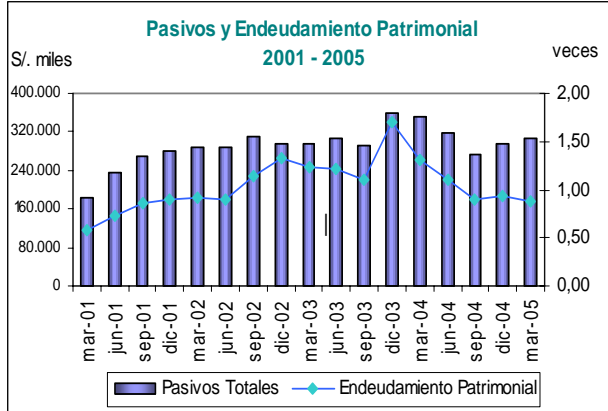
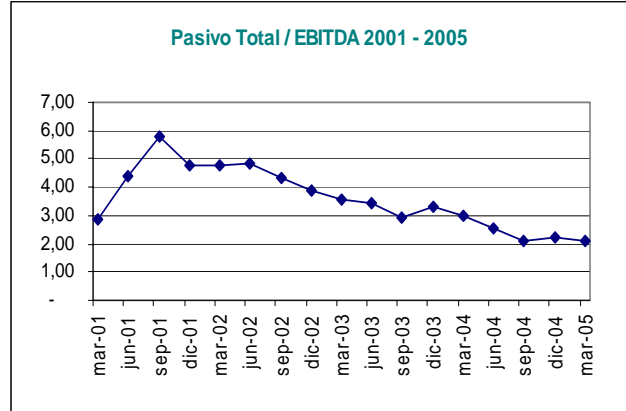


Gráfico VIII



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

<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.