



Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias

Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2005.

Patricia Paredes Gutiérrez (511) 442-7769 / pparedes@ratingspcr.com

Rocío Gómez Robles (511) 442-7769 / rgomez@ratingspcr.com

Fecha del Comité: 17 de mayo de 2006.

<Clasificación ¹	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. Aspecto igualmente relevante es que Milpo es la cuarta productora de zinc en el Perú y la sexta de plomo.
- Los adecuados niveles de producción de la Unidad El Porvenir, principal unidad minera de la compañía, la cual produce concentrados de zinc, plomo y cobre.
- 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.
- 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.
- 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

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 diciembre de 2005, considerando los 5 principales accionistas con derecho a voto:

Cuadro I

	Accionista (con derecho a voto)	%
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)	8.21%
5	Carvel Inc.	6.91%
	Total	54.78%

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

Directores	Cargo
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 Corporativo de Operaciones
Francisco Ismodes 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
Jaime de Rivero Bramosio	Gerente Legal
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 SA
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 Cobre¹ y Compañía Minera La Nacional².

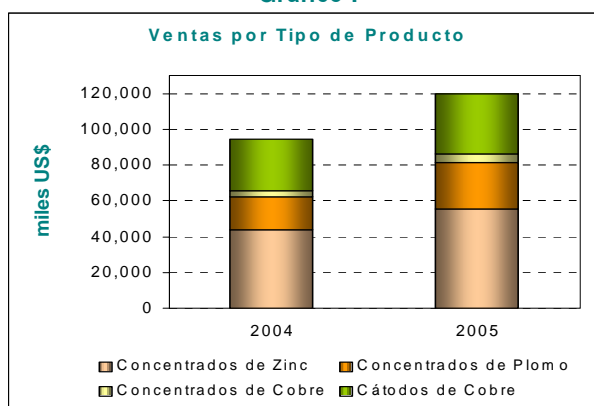
<Comercialización y Operaciones

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 durante los ejercicios 2004 y 2005:

¹ 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%).

² 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 I



Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

Comercialización

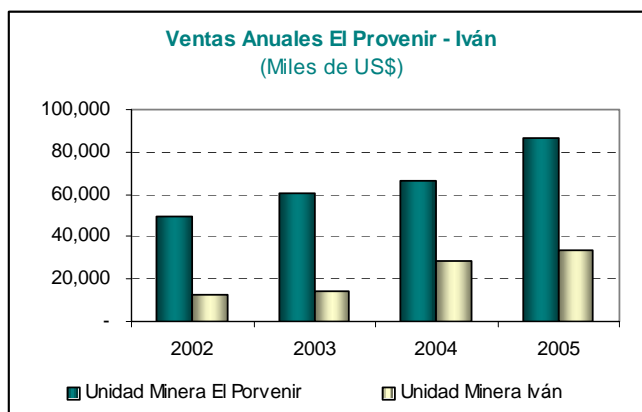
En lo que se refiere a la política de cobertura de sus productos, a finales de 2004 vencieron la mayoría de los contratos que la empresa mantenía (coberturas sobre zinc y plomo). Debido a la favorable coyuntura actual de los precios internacionales, la empresa decidió no renovarlos. De este modo, la 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 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 4,008 tpd y en el 2005 alcanzó ventas por US\$86.17 millones; la Unidad Minera Iván, localizada en Chile, cuenta con una capacidad de producción de 40 tpd de cátodos de cobre, sus ventas en el 2005 alcanzaron los US\$ 33.63 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 II



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. En 2005, el mineral tratado fue 3.99% superior al beneficiado en el 2004, lo cual estuvo asociado a la mayor capacidad de la planta concentradora, la que se incrementó en 11.11% pasando de 3,600tpd a 4,000tpd.

Cuadro IV
Mineral Tratado

El Porvenir	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mineral Tratado (TMS)	1,049,857	1,067,744	1,217,291	1,313,346	1,342,451	1,395,990
Ley Cabeza Zn	7.3	7.7	8.0	7.7	7.6	6.9
Ley Cabeza Pb	2.1	2.3	2.6	2.5	1.4	1.6
Ley Cabeza Cu	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3

Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.

Elaboración: Propia.

En el 2005, la producción de concentrados de zinc presentó una disminución de 6.67%, explicada por la menor ley de cabeza del zinc presente en los cuerpos de mineral extraído (7.61% en el 2004 y 6.87% en el 2005) así como por la menor recuperación de la misma. Por su parte los concentrados de cobre tuvieron un incremento de 22.17%, y en el caso del plomo, la producción ha venido recuperándose luego de mostrar una tendencia negativa a causa de los cambios de ley ocurridos después de la profundización de la mina. Dichos incrementos en la producción se deben a la mayor productividad de la capacidad instalada de la planta concentradora, a las mejoras en la calidad y recuperación del plomo y cobre en sus concentrados con relación a los obtenidos en el 2004 y por los incrementos en las leyes de cabeza de estos elementos con respecto al año anterior.

Cuadro V
Producción de Concentrados

El Porvenir	2004			2005			Var. Producción 2005/2004
	Producción (TMS)	Contenido de mineral	Recuperación Ley	Producción (TMS)	Contenido de mineral	Recuperación Ley	
Concentrados Zn	173,560	54.5%	92.5%	161,980	54.3%	91.7%	-6.67%
Concentrados Pb	24,293	65.7%	84.7%	30,093	66.5%	87.4%	+23.88%
Concentrados Cu	3,911	25.9%	31.8%	4,768	26.2%	34.3%	+22.17%

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 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.

El nivel de reservas de mina Iván a diciembre de 2005 fue de 1,224,942 toneladas de óxidos (802,863 toneladas en 2004) con una ley de 0.53% Cu y 471,742 toneladas de sulfuros (498,506 toneladas 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.

En el 2005, se chancaron 1,072,206 toneladas de mineral (-16.22% respecto al 2004) y se obtuvieron 9,166 toneladas de cátodos de cobre, lo que representó una disminución del 8.81% en comparación con el año anterior. 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.

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.

Proyectos

1. Proyecto 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 toneladas 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 toneladas de óxidos con una ley de 1.11% Cu y de 6,909,016 toneladas de sulfuros con ley de 1.06% Cu.

2. 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 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 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.

3. 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.

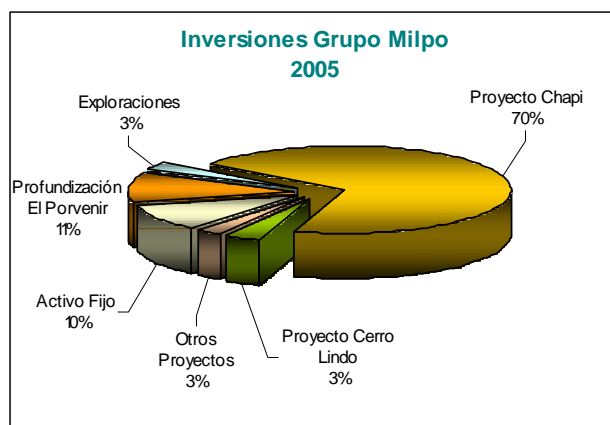
3.2 Proyecto Pukaqaqa: Yacimiento de cobre tipo skarn, ubicado a 10 Km. al noroeste de la ciudad de Huancavelica. En el 2005 se realizaron dos campañas de exploración, de las cuales se delineó con mayor precisión la geometría de la Brecha Gaby y de los Blankets Norte y Sur. Luego la empresa Americas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

<Inversiones

En el 2005 el Grupo Milpo realizó inversiones por US\$27.23 millones, 101.38% más que en 2004 (US\$13.52 millones).

Del total invertido en 2005, el 96.57% (US\$26.29 millones) se destinaron a Milpo Perú y US\$0.93 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 resolución³ 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 III



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

³ R.D. N° 480-2004-MEM/DGM.

<Mercado y cotizaciones internacionales

Plomo

En el 2005 el déficit de oferta alcanzó las 85 mil TM, lo cual fue 38.41% menor a lo presentado en el 2004. El consumo global de refinados de plomo aumentó en 9.79% con respecto al año anterior, alcanzando 7.65 millones de TM en el 2005, dicho crecimiento se sustenta en la creciente demanda de China por refinados de plomo estimulada por el rápido desarrollo del sector automotor. Asimismo, la oferta de refinados presentó un crecimiento 10.76% alcanzando 7.56 millones de TM, aproximadamente la mitad de la producción de refinados proviene del reciclaje de baterías, industria cuya producción creció en 9% en China, mientras que la producción primaria de plomo creció alrededor del 16%.

A finales de 2005, los niveles de stock en el LME alcanzaron las 43.60 miles de TM, nivel levemente superior al observado a finales del 2004 (40.50 miles de TM) pero que todavía se mantiene muy por debajo de los niveles de años anteriores (107.50 en el 2003). Con lo que el precio promedio de refinados de plomo durante el 2005 fue de US\$976 por TM, mayor en 10.14% que el promedio del 2004.

En el 2006 se espera que el consumo de plomo continúe 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. Los stocks de plomo se mantendrían en niveles bajos durante el 2006, en consecuencia se espera que el mercado se mantenga rígido por lo que conservarían los niveles de precios del 2005.⁴

Zinc

En el 2005 el mercado de refinados de zinc presentó un déficit de oferta de aproximadamente 500 mil TM. La demanda de refinados de zinc alcanzó los 10.69 millones de TM aumentando en 2.82% con respecto al 2004 producto del fuerte crecimiento de China, principal consumidor de zinc en el mundo que elevó su consumo a 2.9 millones de TM durante el 2005, 18% más respecto al 2004, especialmente por la demanda de productos galvanizados proveniente del sector construcción. Por su parte, la oferta se mantiene relativamente estable, presentando un crecimiento de 0.72% con respecto al 2004 por la baja producción presentada en Canadá, Perú, Bélgica, Noruega y Rusia.

En el LME, el stock de zinc a finales del 2005 alcanzó las 394.13 mil TM, nivel más bajo presentado desde el 2001, significó una caída de 60.15% con respecto al nivel de finales de 2004 (631.00 miles de TM). Mientras que el precio promedio del LME aumentó en 31.83% con respecto al 2004, pasando de US\$1,048 por TM a US\$1,381 por TM.

A finales de 2005, los niveles de stock en el LME alcanzaron las 43.60 miles de TM, nivel levemente superior al observado a finales del 2004 (40.50 miles de TM) pero que todavía se mantiene muy por debajo de los niveles de años anteriores (107.50 en el 2003).

Al no presentarse nuevas minas para explotar hasta el 2008, el déficit en la oferta se mantendría durante el 2006 y posiblemente durante el 2007. Se espera que la producción de galvanizados en China continúe expandiendo la demanda de zinc, mientras que la producción de refinados de zinc se mantendría en los niveles actuales, ello debido a: (i) la expectativa del cierre de la refinería de zinc de Minera México S.A., que ampliaría el déficit físico esperado para el presente año (500 mil TM), (ii) el cierre de la empresa Zhongzhou Smelter Group por parte del gobierno por la contaminación con cadmio de un río de la zona, esta empresa cuenta con la tercera planta de refinación de zinc más grande de China, con una capacidad de producción de 170 mil TM/año.

Como resultado, los stocks de zinc se mantendrían a la baja, sustentando el aumento en las cotizaciones para 2006⁵. Así, durante los primeros meses del 2006 se mantuvo la tendencia alcista de los precios del zinc que fue acompañado por compras especulativas de fondos de inversión y de cobertura bajo una estrategia de diversificación de portafolio. Desde un punto de vista técnico, se espera que la cotización de este mineral registre una corrección de corto plazo por toma de ganancias luego de que supere la resistencia de US\$2,148 TM.⁶

Cobre

Se espera que el precio del cobre se mantenga alto e incluso presente un crecimiento mayor para mediados del año. Los factores que explicarían este comportamiento son: (i) El aumento estacional del consumo de cobre en el primer semestre del año, sumado a las perspectivas favorables de los países

⁴ Annual Report 2005 (Xstrata).

⁵ Annual Report 2005 (Xstrata).

⁶ Informe Banco Wiese Sudameris.

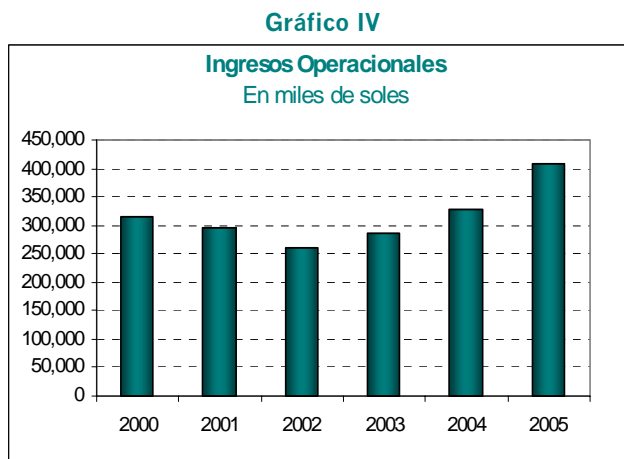
industrializados y (ii) el leve aumento de la oferta debido a la puesta en marcha de diversos proyectos mineros, se considera que dicho aumento es todavía limitado. El precio promedio observado durante el 2005 fue de US\$1.70/libra y en el primer trimestre de 2006 fue de US\$2.24/libra.

<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 de 2005.

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.

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.

Cabe señalar que la empresa realiza sus ventas en dólares y, en esta denominación, el incremento fue de 25.74% (por un efecto de apreciación de la moneda local, al expresar las ventas en soles éstas muestran un crecimiento inferior). 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 zinc.

En primer lugar, la cotización promedio del zinc durante el 2005 alcanzó los US\$1,381/TM, un 31.83% más que en el 2004, mientras que el plomo pasó de US\$887/TM a US\$976/TM (+10.14%) y el cobre lo hizo de US\$1.30/lb a US\$1.67/lb (+28.38%). En cuanto a las ventas físicas, los concentrados de plomo mostraron un crecimiento de 21.42% y los de cobre lo hicieron en 23.18%, ambos incrementos durante el 2005, en comparación con el mismo periodo del 2004, mientras que los concentrados de zinc presentaron una caída en las ventas de 8.44% con respecto a lo observado en el 2004.

El costo de ventas consolidado a diciembre de 2005 fue de S/.183.09 millones, menor en 2.90% con respecto a diciembre de 2004 (S/.188.57 millones). Cabe señalar que El Porvenir registró al cierre del 2005 un cash cost unitario de US\$19.61/TMS, 1.61% inferior al cierre del año anterior. Dentro de la estructura del costo de ventas, los principales componentes lo constituyen los gastos de producción, compra de suministros y los gastos de personal. La disminución de los costos y el incremento de los ingresos permitieron que la utilidad bruta (S/.223.55 millones) fuera 61.95% superior a la del año pasado.

En lo que respecta a los gastos operativos, éstos fueron 22.04% superiores respecto al cierre del 2004 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 reorganización de la compañía y por el mayor monto de amortización de proyectos. Cabe indicar que, producto de la aplicación de una estricta política de austeridad, los gastos operativos mostraron una reducción significativa en los años precedentes.

Los gastos no operativos netos sumaron S/.65.78 millones (S/.35.25 millones en el 2004). Los gastos financieros aumentaron en 3.24% ya que en el segundo semestre del 2004 se efectuaron amortizaciones que disminuyeron el stock de deuda y se reestructuró el remanente obteniéndose un costo financiero menor, mientras que en el 2005 se incrementó el stock de deuda por nuevos contratos de arrendamiento financiero.

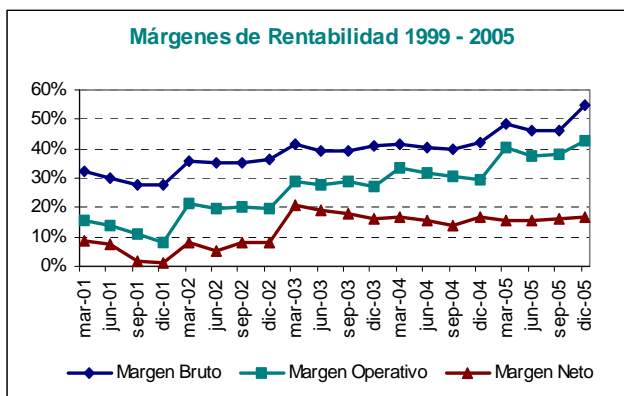
Los gastos por impuesto a la renta y participaciones, acordes al régimen tributario de la compañía⁷, fueron considerablemente mayores a los del cierre del 2004 debido a la mayor renta imponible. La utilidad neta del 2005 ascendió a S/.67.97 millones, 26.52% por encima de lo obtenido en el ejercicio anterior.

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. 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 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; sin embargo, aún no se recuperan los niveles previos.

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.

Gráfico V



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 (1999-2005) 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 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.

⁷ 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.

Cuadro VI - Indicadores de Rentabilidad

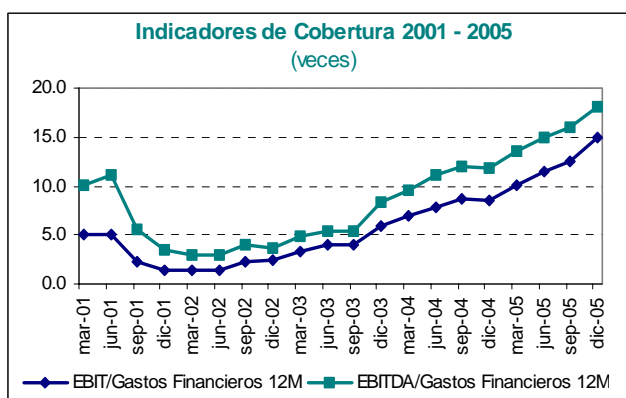
Indicador	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ROA	0.46%	2.02%	0.62%	4.04%	8.00%	8.76%	9.60%
ROE	0.82%	3.39%	1.19%	9.43%	21.62%	16.94%	17.85%

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

Gráfico VI



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

Análisis del Balance

Al 31 de diciembre de 2005, la empresa poseía activos por S/.707.90 millones, enfrentaba pasivos por S/.327.02 millones (incluidos S/.13.34 millones de pasivos diferidos) y se encontraba respaldada por un patrimonio de S/. 380.88 millones.

Calidad de Activos: El activo corriente estaba compuesto principalmente por el efectivo (53.80% de los activos de realización corriente y 16.37% del total de activos) que al cierre de 2005 tenía un saldo de S/.115.90 millones y, en menor medida, por las existencias y las cuentas por cobrar a clientes. Respecto al cierre del 2004, el activo corriente creció en 15.14% básicamente por el mayor stock de existencias y por el mayor saldo en efectivo.

El activo no corriente representa el 69.57% del total de activos de la empresa, de los cuales el rubro más importante lo constituía el activo fijo neto de depreciación (40.18% del total de activos), el activo no corriente se vio incrementado en 15.61% 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.

Gráficos VII

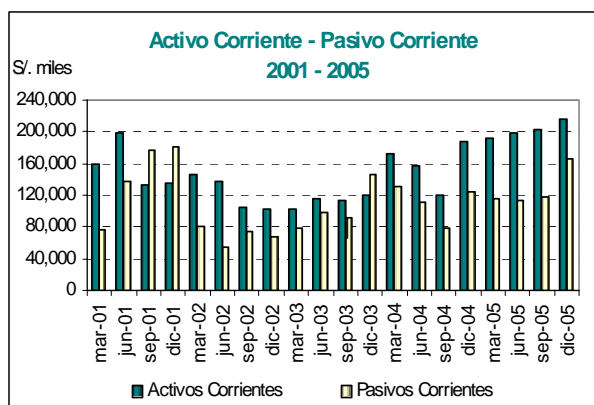
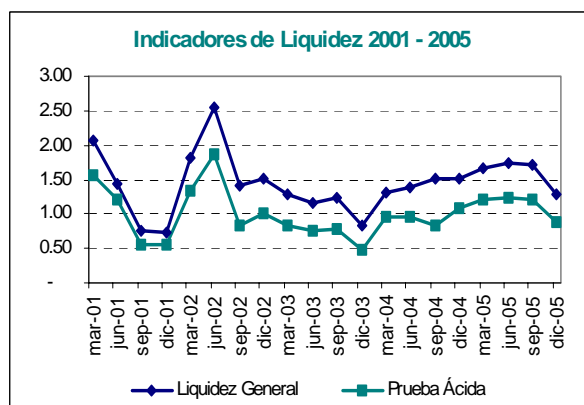


Gráfico VIII



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 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. A partir de diciembre de 2002 hasta fines de 2003 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 incrementaron mostrando valores cercanos a 1.70 veces en el caso de la liquidez general.

En el último trimestre de 2005 el ratio de liquidez fue de 1.29 veces, menos que lo observado en similar periodo del 2004 (1.51 veces), esta situación se dio por el mayor incremento del pasivo corriente en relación al activo corriente; las más importantes cuentas que explicaron este hecho fueron los tributos por pagar (+S/.23.08 millones) y las remuneraciones y participaciones por pagar (+S/.11.22 millones).

Análisis de Endeudamiento: Al 31 de diciembre de 2005, el pasivo total estaba compuesto en 48.97% 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 (31.47% 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.

Pese a que el apalancamiento siguió un comportamiento errático durante 2003, desde fines de 2004 hasta fines de 2005 se ha mantenido relativamente estable al rededor de 0.85 veces. 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

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 menor a 2 años.

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 IX

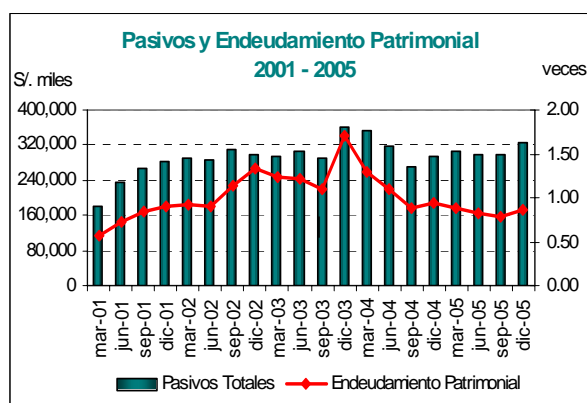
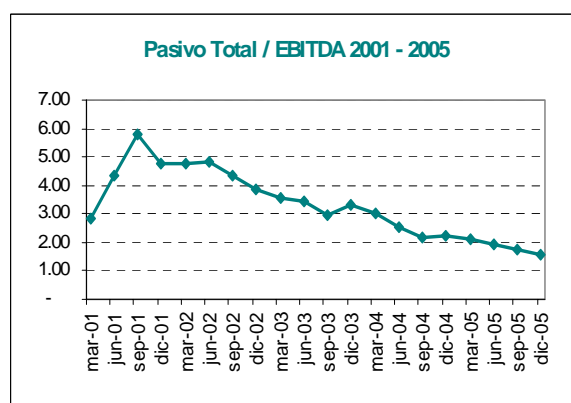


Gráfico X



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 en los dos últimos años se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro VII

Fecha de Entrega	Monto por acción	En acciones liberadas
Acciones Comunes		
2004		13.80%
Noviembre	0.06	
2005		15.71%
Marzo	0.0223	
Junio	0.0223	
Noviembre	0.00249	
Acciones de Inversión		
2004		13.80%
Noviembre	0.006	
2005		15.71%
Marzo	0.0022	
Junio	0.0022	
Noviembre	0.00249	

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 diciembre de 2005, el capital social de la empresa se encuentra representado por 431,893,560 acciones comunes de valor nominal S/.1.00 por acción; en el 2004 el número de acciones comunes era de 30,898,966 con un valor nominal de S/. 12.08 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, periodo en el que la cotización promedio fue de S/.3.50 por acción. El monto negociado durante el 2005 alcanzó los S/.466,071,215 (en el 2004 fue de S/.263,777.662), mientras que el monto promedio diario fue de S/.1,991 en el 2005 y de S/.1,193 en el 2004. En tanto, la capitalización bursátil en diciembre de 2005 fue de S/.1,511.63 millones mientras que en el mismo periodo del 2004 fue de S/. 834.58 millones. La frecuencia de negociación⁸ es elevada, y en el año 2005 se incrementó a 93.23% frente a 88.40% en el 2004.

Acciones de Inversión

A diciembre de 2005, las acciones de inversión están representadas por 6,419,730 acciones de inversión de valor nominal S/.1.00 por acción; en el 2004 el número de acciones de inversión era de 4,623,488 con un valor nominal de S/. 1.20 por acción.

Las acciones de Inversión están inscritas en la Bolsa de Valores de Lima. Tal como se puede apreciar en el gráfico adjunto, durante el 2005 las acciones de la compañía muestran un comportamiento estable en lo que se refiere al monto negociado en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), siendo esta diariamente en promedio S/.23.35 y acumulando S/. 1.96 millones en el 2005 (S/.707.80 mil en el 2004). La cotización de la acción fue en promedio S/.2.15 por acción. En tanto, la capitalización bursátil en diciembre de 2005 fue de S/.12.84 millones (en diciembre de 2004 fue de S/.6.94 millones). La frecuencia de negociación en el 2004 fue baja (18.00%) pero se incrementó durante 2005 (33.47%).

Gráficos XI

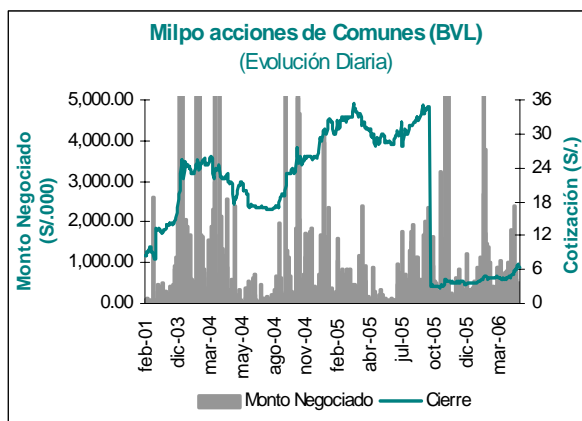
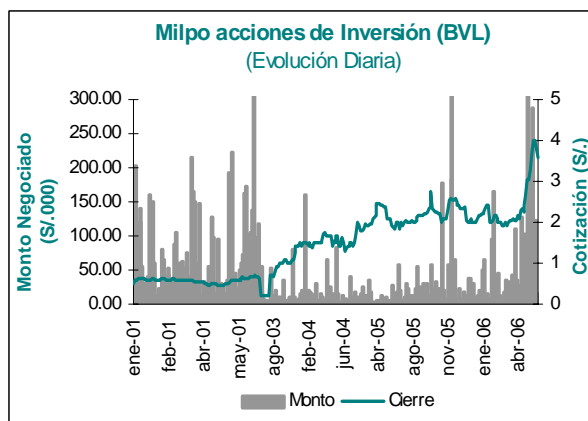


Gráfico XII



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.

⁸ Frecuencia de negociación: N° de sesiones de Rueda de Bolsa en las que la acción estableció cotización / Ultimas 20 sesiones de negociación de Rueda de Bolsa.

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

Principales Cuentas	dic-05	dic-04	dic-03	dic-02
Activos Corrientes	215,421	187,102	120,823	102,850
Activos Corrientes para la Prueba Ácida	148,512	134,254	68,848	69,369
Total Activos	707,901	613,082	571,778	520,173
Pasivos Corrientes	166,879	124,158	146,600	68,192
Deuda de Largo Plazo*	160,144	171,775	209,312	225,347
Total Pasivos*	327,023	295,933	360,191	296,727
Patrimonio	380,878	317,149	211,586	222,692
Ingresos Totales	406,639	326,600	286,596	258,784
Costo de Ventas	183,093	188,566	169,121	165,204
Gastos Financieros	11,602	11,238	13,045	21,183
Gastos Totales	62,261	52,748	53,164	63,266
Utilidad Neta	67,974	53,727	45,751	21,004
Liquidez				
Liquidez General	1.29	1.51	0.82	1.51
Prueba Ácida	0.89	1.08	0.47	1.02
Capital de Trabajo	48,542	62,944	-25,777	34,657
Capital de Trabajo Requerido	55,895	44,528	21,463	28,545
Balance Líquido Neto	-7,353	18,416	-47,240	6,113
Solvencia				
Pasivo / Patrimonio	0.86	0.93	1.70	1.33
Deuda de Largo Plazo a Patrimonio	0.42	0.54	0.99	1.01
Pasivos Totales / EBITDA 12M	1.56	2.22	3.32	3.85
Pasivos Totales / Activos Totales	0.46	0.48	0.63	0.57
Eficiencia				
Gastos Totales como % de las Ventas	15%	16%	19%	24%
Gastos Financieros como % de las Ventas	3%	3%	5%	8%
Rotación de Cobranzas	1	2	1	2
Inmovilización de Existencias	47	71	69	47
Cobertura				
EBIT / Gastos Financieros 12 meses	14.90	8.59	5.93	2.43
EBITDA / Gastos Financieros 12 meses	18.03	11.87	8.32	3.63
Rentabilidad				
ROE**	18%	17%	22%	9%
ROA**	10%	9%	8%	4%
Margen Bruto	55%	42%	41%	36%
Margen Operativo	43%	30%	27%	20%
Margen Neto	17%	16%	16%	8%

* Incluye pasivos diferidos.

** valores anualizados