



Compañía Minera Milpo S.A.A. y Subsidiarias

Informe con Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2005.

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

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

Fecha del Comité: 06 de febrero 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

Durante el 2005 se registraron importantes incrementos en los precios del zinc, plomo y cobre. Se proyecta para el 2006 que la situación favorable del cobre y del plomo se revertiría a causa de la desaceleración de la economía mundial, por el menor consumo en Estados Unidos y China. Mientras que el zinc mantendría cotizaciones favorables.

Los factores que explican el menor crecimiento en las cotizaciones proyectadas de cobre son principalmente: (i) El menor crecimiento económico de los principales países demandantes del metal debido a los efectos de los precios del crudo. (ii) El crecimiento de la producción ocasionado por el escenario de precios elevados. Producto de ello se espera que el balance físico en el mercado global de cobre alcance en el 2006 las 47,000 TM, frente a las proyecciones para el 2005 de un déficit de 153,000 TM. El precio promedio proyectado por los principales bancos de inversión para el 2006 se ubica en US\$2,682/TM, siendo en el 2005 de US\$3,165/TM.

Para el 2006², se daría una reducción en el precio del plomo (US\$/TM 860) dado que si bien el crecimiento de las industrias de automóviles y telecomunicaciones de China continuarían incrementando la demanda de plomo, ello sería parcialmente contrarrestado por una mayor producción de Australia, China e Irlanda. Así como las restricciones para la venta de productos eléctricos con contenido de plomo

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.

² Informe Banco Wiese Sudammeris.

en la Unión Europea a partir de 2006. Los productores de artefactos tendrán que sustituir el uso de plomo por el estaño.

Las perspectivas del zinc para el 2006 se muestran favorables gracias a: i) El crecimiento de la demanda proveniente de Asia y de China principalmente. En términos globales, el crecimiento del consumo de zinc para el 2006 se estima en 3.2%. ii) El limitado crecimiento de la oferta y la ausencia de nuevos proyectos, a excepción de la mina San Cristóbal (Bolivia) que empezaría a operar a mediados de 2007. Dichos factores se han traducido en un significativo descenso de los inventarios de la Bolsa de Metales de Londres, los cuales pasaron de 637 mil TM a principios de 2005 a 389 mil TM a enero de 2006. Para el presente año, se espera un déficit en el mercado global de zinc de alrededor de 300-400 mil TM por lo que podría producirse un mayor incremento en su cotización (alrededor de US\$/TM 1,400).³

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.

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 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. El segundo considera una inversión total de US\$20 millones (US\$15 millones en una primera etapa y el remanente, en la segunda fase), financiada íntegramente con recursos propios. En enero de 2006, la Compañía anunció el inicio de operaciones en Chapi. 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.

<Hechos de Importancia

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 (OSHAS 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.

En sesión de directorio del día 28 de octubre se decidió el reparto de dividendos por US\$ 1.09 millones a cuenta de las utilidades del ejercicio 2005, la entrega se realizó tanto a titulares de acciones comunes como de acciones de inversión por un monto de US\$ 0.00249 por acción. La fecha de registro fue el 17 de noviembre de 2005 y la entrega el 12 de diciembre de 2005.

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 el cual fue entregado a los accionistas 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.

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 fueron 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

³ Banco Central de Reserva – Resumen informativo 13 de enero

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.

<Accionistas, Directores y Gerentes

Como se señaló anteriormente, La Sociedad Minera Refinería de Zinc Cajamarquilla (Perú) ingreso al accionariado de Milpo en noviembre de 2005 obteniendo la mayor participación directa en la empresa. El siguiente cuadro muestra la estructura accionarial luego del ingreso de Cajamarquilla. En el siguiente cuadro se puede observar la participación de los 5 principales accionistas con derecho a voto al 17 de noviembre de 2005:

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)	8.41%
5	HO-Cartadm (AFP Horizonte)	6.87%
	Total	44.54%

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

Por sesión de directorio celebrada el 25 de noviembre de 2005 se acordaron cambios y nombramiento de directores. Se aceptó la renuncia de los señores José Antonio Baertl Montori y Avelino Aramburú Heudebert, Vicepresidente del Directorio y Director respectivamente; y se nombró al señor Agustín de Aliaga Fernandini para el cargo de Vicepresidente del Directorio y a los señores João Bosco Silva y Paulo Oliveira Motta Junior como directores. A continuación se presenta la composición del directorio de la compañía:

Cuadro II

Directores	Cargo
Ivo Ucovich Dorsner	Presidente
Agustín de Aliaga Fernandini	Vicepresidente
Beatriz Picasso Rubio	Director
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.

En septiembre de 2005, la empresa dio cuenta de los cambios en su estructura organizativa de cara al inicio de operaciones y de construcción de los proyectos Chapi y Cerro Lindo, respectivamente. En ese sentido, se realizaron cambios en la plana gerencial, dentro de las cuales se puede señalar el cambio de Gerente Corporativo de Operaciones y la creación de la Gerencia Corporativa de desarrollo e Ingeniería, a continuación se presenta la composición actual:

Cuadro III

Gerentes	Cargo
Abraham Chahuán Abedrabo	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
Teóduo 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 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 Cobre⁴ y Compañía Minera La Nacional⁵.

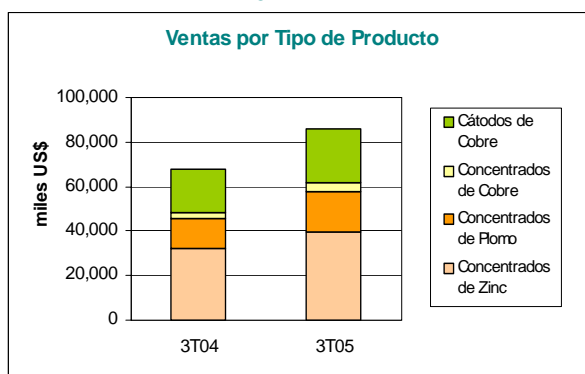
<Estrategia y Operaciones

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 nueve primeros meses de los ejercicios 2004 y 2005:

⁴ 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.

⁵ 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.

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 5.93% superior al beneficiado a septiembre de 2004, lo cual estuvo asociado a la mayor capacidad de la planta concentradora que llegó a tratar un promedio de 4,020tpd. La producción de concentrados de cobre tuvo un incremento de 32.15%. Y 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 IV

El Porvenir	A sep 04	A sep 05	Variación (%)
Mineral Tratado (TMS)	999.460	1058.699	+5.93%
Concentrados Zn (TMS)	128.294	126.453	-1.43%
Concentrados Pb (TMS)	17.868	22.897	+28.14%
Concentrados Cu (TMS)	2.852	3.766	+32.05%

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

El nivel de reservas estimada por la empresa⁶ 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 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

⁶ No auditadas.

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 los primeros nueve meses del 2005, se chancaron 814.101 toneladas de mineral (-12.18% respecto del mismo periodo 2004) y se obtuvieron 6.898 toneladas de cátodos de cobre, lo que representó una disminución del 6.81% en comparación con el mismo periodo del año anterior. En Iván, se han realizado 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 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 5,000tpd 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. Se estima que Cerro Lindo inicie operaciones en el 2007 y la construcción inició hacia finales del 2005.

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 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 iniciaron operaciones 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 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.

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).

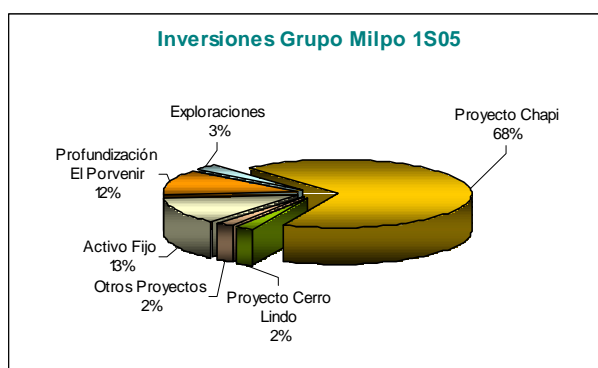
Las ventas de la empresa, se realizan principalmente en forma de concentrados, siendo el principal destino local para la venta de los concentrados de zinc la refinería de Cajamarquilla, mientras que en el mercado internacional se tiene a Glencore International, Trafigura, Metalgesellschaft, Paraibuna de

Metals, 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 3T05, el Grupo Milpo realizó inversiones por US\$17.53 millones, de los cuales el 94.09% (US\$16.49 millones) se destinaron a Milpo Perú y US\$1.04 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 resolución⁷ 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 V



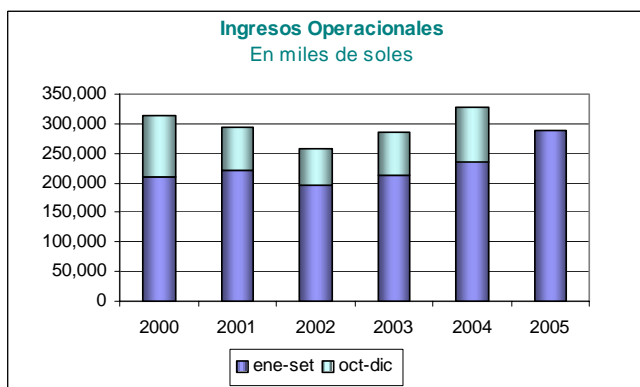
Fuente: Compañía Minera Milpo S.A.A.
Elaboración: Propia.

<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 30 de septiembre de 2005.

Análisis de Resultados: En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los ingresos de la empresa al tercer trimestre consolidados desde el ejercicio 2000.

Gráfico III



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

⁷ R.D. N° 480-2004-MEM/DGM.

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 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 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. Hacia los primeros nueve meses de 2005, los ingresos sumaron S/.289.42 millones, 22.49% más respecto del mismo periodo en el 2004.

Cabe señalar que la empresa realiza sus ventas en dólares y, en esta denominación, el incremento fue de 26.35% (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. En primer lugar, la cotización promedio durante el 3T05 del zinc alcanzó los US\$1,296/TM, un 26.30% más que en el 3T04, mientras que el plomo pasó de US\$862/TM a US\$952/TM (+10.42%) y el cobre lo hizo de US\$1.27/lb a US\$1.57/lb (+24.41%). En cuanto a las ventas físicas, los concentrados de plomo mostraron un crecimiento de 26.65% mientras que los de cobre lo hicieron en 33.83%, ambos incrementos durante los primeros nueve meses del 2005, en comparación con el mismo periodo del 2004..

El costo de ventas consolidado a septiembre de 2005 fue de S/.155.18 millones, mayor en 8.66% con respecto a septiembre de 2004 (S/.142.81 millones). Cabe señalar que El Porvenir registró durante el cierre de septiembre de 2005 un cash cost unitario de US\$19.30/TMS, 2.20% inferior al de los nueve primeros meses del año anterior. Dentro de la estructura del costo de ventas, los principales componentes lo constituyen los gastos de fabricación, 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/.134.24 millones) fuera 43.53% superior a la de los nueve primeros meses del año pasado.

En lo que respecta a los gastos operativos, éstos fueron 19.45% superiores respecto al cierre del tercer trimestre de 2004 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. En cuanto a los gastos administrativos, el incremento se explica por la reorganización de la compañía, en cuanto a su estructura organizativa, principalmente. 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.

Los gastos no operativos netos sumaron S/.36.91 millones (S/.33.69 millones a septiembre de 2004). Los gastos financieros se redujeron en 6.79% 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.

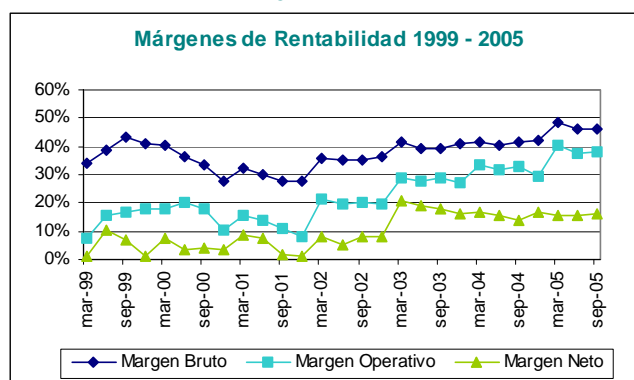
Los gastos por impuesto a la renta y participaciones, acordes al régimen tributario de la compañía⁸, fueron considerablemente mayores a los del cierre de septiembre de 2004 debido a la mayor renta imponible. La utilidad neta de los nueve primeros meses del 2005 ascendió a S/.46.73 millones, 41.54% por 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; sin embargo, aún no se recuperan los niveles previos.

⁸ 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.

A septiembre de 2005, el margen operativo registró un incremento 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 una leve contracción del mismo en los últimos trimestres.

Gráfico IV



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 (1999-2004) 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.

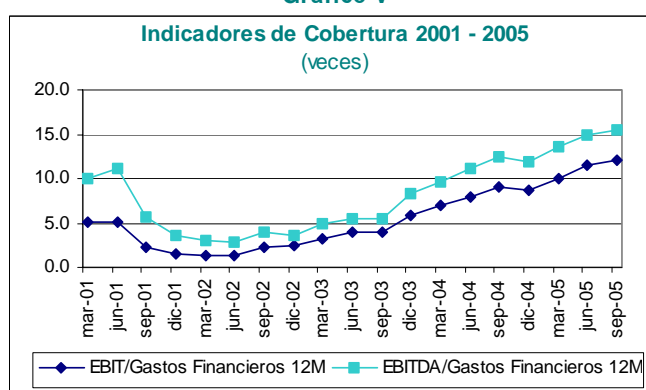
Cuadro V - Indicadores de Rentabilidad

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.

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 financiera del Grupo se redujo desde junio de 2004 pasando de un nivel de US\$53 a US\$42 millones al cierre del 3T05, 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 contribuye a la reducción de los gastos financieros.

Gráfico V



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

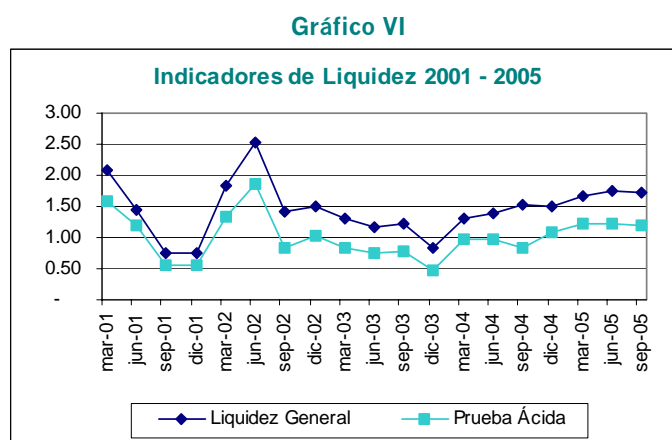
Análisis del Balance: Al 30 de septiembre de 2005, la empresa poseía activos por S/.682.99 millones, enfrentaba pasivos por S/.299.30 millones (incluidos S/.13.72 millones de pasivos diferidos) y se encontraba respaldada por un patrimonio de S/. 383.70 millones.

Calidad de Activos: El activo corriente estaba compuesto principalmente por el efectivo (53.62% de los activos de realización corriente 15.98% del total de activos) que a septiembre de 2005 tenía un saldo de S/.109.17 millones y, en menor medida, por las existencias y las cuentas por cobrar a clientes. Respecto del cierre con el 2004, el activo corriente creció en 8.83% básicamente por el mayor saldo en otras cuentas por cobrar y por el mayor stock de existencias.

El activo no corriente representa más de 70% del total de activos de la empresa, de los cuales el rubro más importante lo constituía el activo fijo neto de depreciación (39.74% del total de activos).

En cuanto al activo no corriente, éste se vio incrementado en 12.53% gracias a la cancelación de la minusvalía mercantil asociada a la inversión en Pampa de Cobre y al aumento de las inversiones intangibles por las inversiones realizadas en exploración y desarrollo.

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



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 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 han venido incrementándose mostrando valores cercanos a 1.70 veces en el caso de la liquidez general.

Análisis de Endeudamiento: Al 30 de septiembre, el pasivo total estaba compuesto en 60.28% 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 (34.31% 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.

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. Hacia finales de 2004 y en lo que va de 2005, se observa un incremento en el stock de deuda lo cual estuvo vinculado a 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. A partir de entonces, el comportamiento de este indicador ha venido mejorando de la mano con la reducción en el stock de pasivos y el fortalecimiento patrimonial vía incremento de utilidades acumuladas.

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, 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

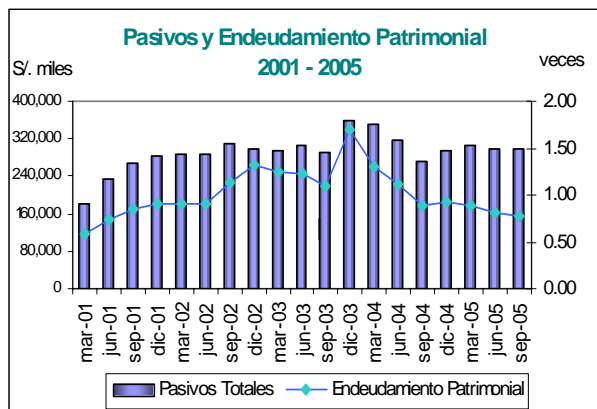
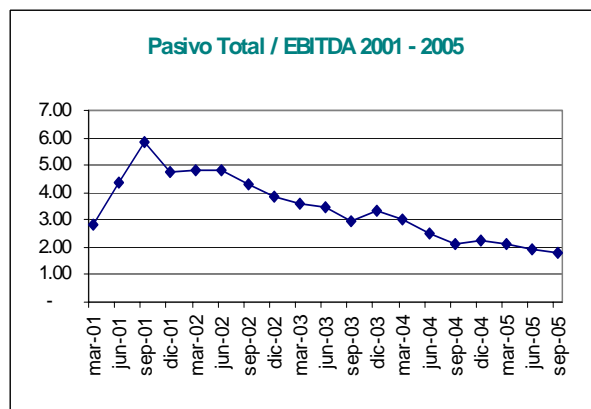


Gráfico VIII



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.

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

Principales Cuentas	sep-05	sep-04	dic-04	dic-03	dic-02
Activos Corrientes	203,619	119,313	187,102	120,823	102,850
Activos Corrientes para la Prueba Ácida	143,163	65,638	134,254	68,848	69,369
Total Activos	682,994	577,288	613,082	571,778	520,173
Pasivos Corrientes	118,877	78,606	124,158	146,600	68,192
Deuda de Largo Plazo*	156,586	192,976	171,775	209,312	225,347
Total Pasivos*	299,295	271,582	295,933	360,191	296,727
Patrimonio	383,699	305,706	317,149	211,586	222,692
Ingresos Totales	289,421	236,289	326,600	286,596	258,784
Costo de Ventas	155,182	137,578	188,566	169,121	165,204
Gastos Financieros	8,287	8,889	11,238	13,045	21,183
Gastos Totales	32,873	29,468	52,748	53,164	63,266
Utilidad Neta	46,733	33,011	53,727	45,751	21,004

Liquidez					
Liquidez General	1.71	1.52	1.51	0.82	1.51
Prueba Ácida	1.20	0.84	1.08	0.47	1.02
Capital de Trabajo	84,742	40,706	62,944	-25,777	34,657
Capital de Trabajo Requerido	48,170	39,311	44,528	21,463	28,545
Balance Líquido Neto	36,572	1,395	18,416	-47,240	6,113

Solvencia					
Pasivo / Patrimonio	0.78	0.89	0.93	1.70	1.33
Deuda de Largo Plazo a Patrimonio	0.41	0.63	0.54	0.99	1.01
Pasivos Totales / EBITDA 12M	1.81	2.11	2.22	3.32	3.85
Pasivos Totales / Activos Totales	0.44	0.47	0.48	0.63	0.57

Eficiencia					
Gastos Totales como % de las Ventas	11%	12%	16%	19%	24%
Gastos Financieros como % de las Ventas	3%	4%	3%	5%	8%
Rotación de Cobranzas	1	2	2	1	2
Inmovilización de Existencias	49	69	71	69	47

Cobertura					
EBIT / Gastos Financieros 12 meses	12.04	9.15	8.59	5.93	2.43
EBITDA / Gastos Financieros 12 meses	15.51	12.45	11.87	8.32	3.63

Rentabilidad					
ROE**	18%	13%	17%	22%	9%
ROA**	10%	7%	9%	8%	4%
Margen Bruto	46%	42%	42%	41%	36%
Margen Operativo	38%	33%	30%	27%	20%
Margen Neto	16%	14%	16%	16%	8%

* Incluye pasivos diferidos.

** valores anualizados