

# CÍA. MINERA MILPO S.A.A. VALORIZACIÓN DE UNA EMPRESA MINERA\*

**Alfredo Mendiola**

Universidad ESAN  
amendio@esan.edu.pe

## **Resumen**

Bailey Investments Inc. (BII) estaba reestructurando su portafolio de inversión y examinando la posibilidad de ampliar su exposición hacia el sector minero peruano. Específicamente, estaba interesada en invertir en la Cía. Minera Milpo, de la cual tenía muy buenas referencias. Por tal motivo, solicitó a MC Perú, de la cual es una de sus principales clientas extranjeras, que le elaborara un informe sobre la conveniencia de realizar esta inversión. Esperaba una comparación entre el precio de mercado y el valor de la acción común de Milpo. El analista Ernesto Valdez, a quien se le encargó este trabajo, sabía que disponía de un plazo muy breve (tres días), de modo que no habría tiempo para conversar con funcionarios de Milpo, y su análisis tendría que centrarse en la información pública disponible en Internet.

**Palabras clave:** valor de la empresa, evaluación de inversiones, mercado de capitales, minería, precios de metales.

## **Abstract**

*Bailey Investments Inc. (BII) was restructuring their investment portfolio and examining the possibility of extending their exposure towards the Peruvian mining industry. Specifically, they were interested in investing in the Milpo Mining Company, about which they had very good references. For this reason, they asked MC Peru, who is one of their primary foreign customers, to create a report about the convenience for realizing this investment. They expected a comparison between the market price and the value of ordinary Milpo stock. Analyst Ernesto Valdez, who was in charge of this work, knew that he would only have a short time (three days) to do so, meaning that there would not be any time to converse with Milpo representatives, and his analysis would have to focus on public information available through the Internet.*

**Key words:** *value of the company, investment evaluation, market capital, mining, prices of metals.*

\* El autor desea agradecer a Lourdes Valdez y Liz Villanes por sus comentarios a la versión inicial de este caso, y a Pedro P. Campaña por la recolección de la información.

## 1. La solicitud

Era un caluroso día de marzo de 2007 y Ernesto Valdez, analista senior de MC Perú<sup>1</sup>, tomaba muy preocupado una taza de café. Hacía algunos minutos el gerente de Estudios Económicos le había encomendado un trabajo urgente y confidencial solicitado por una de las principales clientas extranjeras de MC Perú: Bailey Investments Inc. (BII).

BII se encontraba en proceso de reestructurar su portafolio de inversión y estaba examinando la posibilidad de ampliar su exposición hacia el sector minero peruano. Tenía por política efectuar inversiones con un horizonte de mediano plazo (dos a tres años), y en años anteriores habían tenido problemas en el Este asiático al focalizar sus esfuerzos en inversiones especulativas de corto plazo. Su política era muy clara: buscaba invertir en acciones de empresas en crecimiento, que contaran con un flujo de caja operativo sostenido y costos controlados, y estuvieran localizadas en países emergentes estables.

De manera más específica, este cliente tenía muy buenas referencias de Cía. Minera Milpo y le había solicitado a MC Perú que le elaborara un informe en el que se examinara la conveniencia de invertir en esta empresa. BII había sido muy preciso en su pedido: esperaba una comparación entre el precio de mercado y el valor de la acción común de Milpo.

El interés de BII en ampliar su nivel de inversiones en la Bolsa de Valores de Lima se relacionaba con el incremento de

los precios de las acciones mineras, que a lo largo del año 2006 alcanzaron, en algunos casos, más de 300%. Esta situación se reflejó en el aumento de la capitalización bursátil de las acciones comunes de las empresas mineras, que pasaron de 16 715 a 32 039 millones de dólares entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006, incremento equivalente a algo más de 90% en un año.

Paralelamente, en el caso de las acciones de inversión<sup>2</sup>, la capitalización bursátil pasó de 1 177 a 2 491 millones de dólares en el mismo periodo<sup>3</sup>, lo que significó un crecimiento de más de 110%.

Durante el 2006, la acción común de Milpo obtuvo un índice de lucratividad de 317,86%<sup>4</sup> y su precio pasó de 3,5 a 10,8 soles entre enero y diciembre. En este mismo periodo, el precio de la acción de inversión pasó de 1,98 a 7,40 soles (ver *cuadro 1* y *gráfico 1*). Es necesario mencionar que el índice de lucratividad incluye el retorno por las ganancias de capital y dividendos.

1. MC Perú es una empresa consultora peruana que se especializa en temas financieros. Tiene gran experiencia y goza de prestigio en el medio.

2. Las acciones comunes corresponden a la parte alícuota del capital social de una sociedad anónima que, incorporada a un título representativo, otorga a su propietario la calidad de socio y es transmisible o negociable. Las acciones de inversión son valores mobiliarios emitidos por empresas industriales, mineras y pesqueras que confieren a sus titulares el derecho a participar en los dividendos por distribuir, de acuerdo con su valor nominal. Constituyen la cuenta Participación Patrimonial del Trabajo. Su antecedente fueron las acciones laborales.

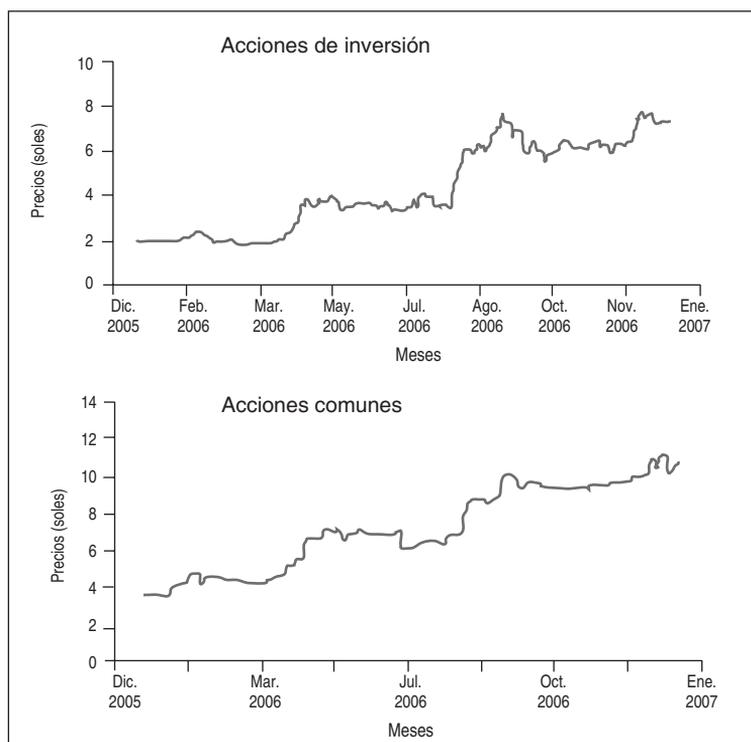
3. Fuente: <<http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/200612a4.htm>>.

4. Fuente: <<http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/200612b3.htm>>.

**Cuadro 1. Cotizaciones de las acciones de Minera Milpo, 2006**

Empresa	Tipo de acción	Precio a inicios de enero (soles)	Precio a fines de diciembre (soles)	Volumen negociado en el año (millones de soles)
Milpo	Común	3,50	10,80	356,7
Milpo	Inversión	1,98	7,40	12,5

Fuente: Bolsa de Valores de Lima.



*Gráfico 1.*  
Cotización de las acciones de Minera Milpo

BII deseaba que el informe se emitiera en un plazo máximo de tres días útiles, lo cual limitaba la búsqueda de información que podía hacer Ernesto Valdez; no habría tiempo para conversar con funcionarios de Milpo, y su análisis tendría que centrarse en la información pública disponible en Internet. Al margen de este aspecto, el señor

Valdez sabía que la empresa se encontraba en una excelente situación económico-financiera, pero diversos temas le daban vueltas en la cabeza: ¿cuál sería la evolución de las cotizaciones de los minerales a partir del año 2007?, ¿qué tendencias económicas, políticas y sociales se perfilarían en el país luego de que el APRA asumiera el

poder, por segunda vez, en julio de 2006?, ¿darían resultado las exploraciones que Milpo estaba llevando a cabo?, ¿cuál era el horizonte de actividad de las minas que ahora se encontraban en operación?, ¿serían exitosos los proyectos de exploración?, ¿cuáles eran los costos de operación que tendría que considerar?, ¿cuál sería la tasa de descuento apropiada en el caso de valorar un flujo de caja descontado?

Todas estas preguntas le dificultarían llegar a la conclusión de su informe: ¿cuál era el valor de la acción común de Milpo?, ¿estaba sobrevaluado el precio de la acción común?

## 2. La empresa

La Cía. Minera Milpo fue constituida en 1949 y es:

... titular de la unidad minera El Porvenir, ubicada en el departamento de Pasco, y a través de la participación en la Subsidiaria Milpo Finance and Investments Inc. posee el 100% de la participación en Minera Rayrock Ltda., una entidad dedicada a la actividad minera que desarrolla actividades en Antofagasta, Chile<sup>5</sup>.

Este grupo económico opera diferentes minas de tamaño mediano y está en proceso de ampliación de operaciones sobre la base de nuevos proyectos mineros. Sus minas tienden a ser polimetálicas, pues incluyen metales como zinc, cobre, plomo, plata y oro.

5. Notas a los estados financieros por los años terminados el 31 de diciembre de 2005 y de 2004. <www.conasev.gob.pe>.

Al cierre del año 2006, el grupo operaba tres unidades mineras: Mina El Porvenir, de concentrados de zinc, plomo y cobre, Mina y Refinería Iván, de cátodos de cobre, y Mina Chapi, de sulfato de cobre. Además, su mina Cerro Lindo entraría en operación a partir de junio de 2007 y produciría concentrados de zinc, plomo y cobre.

En el sector minero [peruano] Milpo ocupó en el año 2006 la cuarta posición como productor de zinc y como productor de plomo, participando con el 7% de la producción nacional de dichos metales [...]. Con el inicio de las actividades de nuestra subsidiaria Minera Pampa de Cobre S. A., titular de la Unidad Minera Chapi, hemos ingresado al *ranking* nacional de productores de cobre (Cía. Minera Milpo, Memoria 2006).

Durante el 2006, los resultados económicos de la empresa fueron interesantes. Tal como se indica en la memoria de la empresa, la utilidad neta fue de 96,3 millones de dólares (400% más que el año anterior); y las EBITDA<sup>6</sup>, de 190,3 millones de dólares (200% más que el año anterior). Este crecimiento de los resultados fue consecuencia del incremento de las cotizaciones internacionales de los metales.

El grupo económico tiene varios proyectos de exploración en diversas fases de avance. Entre ellos, Hilarión, que está en la segunda fase de perforación, luego de hallarse evidencias de zinc, plomo, plata y oro, y Pukaqaqa, que está en tercera fase de perforación, en busca de cobre y oro.

Antes del proceso de explotación, es necesario desarrollar actividades de exploración que permitirán establecer con

6. Sigla en inglés: Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization.

precisión las reservas y los recursos<sup>7</sup> de minerales económicamente explotables. El nivel de reservas determina las expectativas de «vida» de la operación minera. Se debe señalar que el proceso de exploración es continuo y que una empresa minera siempre debe buscar «reponer» como reservas cada tonelada de mineral extraída.

El proceso productivo se inicia con la extracción del mineral, medido en toneladas métricas secas (TMS). El término TMS indica que el peso del mineral extraído es neto, libre de cualquier contenido de agua.

Luego, el mineral extraído es chancado en dos etapas: chancado primario y chancado secundario, después de lo cual es molido hasta el nivel de granulometría deseado. A continuación, el mineral molido es llevado a las celdas de flotación, donde el contenido metálico se extrae con la ayuda de reactivos químicos.

El proceso de flotación deja dos productos. El más importante de ellos es el

concentrado, que contiene una alta proporción de metales y es espesado y filtrado para ser despachado. El otro producto es el relave, que por ser contaminante debe ser tratado apropiadamente; puede ser almacenado en canchas de relave o rebombeado a la mina para mejorar el sostenimiento.

### 3. Las unidades mineras

#### 3.1. Mina El Porvenir

La Mina El Porvenir es la unidad minera emblemática de la empresa. Localizada en Cerro de Pasco, a más de 4 100 m. s. n. m., opera desde hace más de treinta años. Produce concentrados de zinc, plomo y cobre, con contenidos de oro y plata, y mantiene operaciones subterráneas.

En el año 2006, la planta concentradora trató 1,39 millones de toneladas métricas secas de mineral, semejante al nivel de producción alcanzado el año anterior (ver *cuadro 2*).

**Cuadro 2. Mina El Porvenir: Extracción y beneficio**

Año	TMS	Zn	Pb	Cu	Ag Oz/Tc	Costo de producción (dólares por TMS)
2001	1 067 744	7,7%	2,3%	0,3%	3,40	22,24
2002	1 217 291	8,0%	2,6%	0,3%	3,70	18,59
2003	1 313 346	7,7%	2,5%	0,2%	3,50	18,13
2004	1 342 451	7,6%	1,4%	0,2%	2,20	19,93
2005	1 395 991	6,9%	1,6%	0,3%	2,50	19,61
2006	1 390 940	6,1%	1,7%	0,3%	2,50	20,46

Fuente: Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

7. Las reservas de minerales probadas son aquellas de las cuales se tiene certeza de continuidad, incluyendo ley y volumen. Son estimadas a partir de los resultados obtenidos en los trabajos de muestreo, labores y sondajes. Las reservas de minerales probables son aquellas en las que existe riesgo de discontinuidad en cuanto a geometría, volumen y ley, pues han sido determinadas a

partir de información menos completa que en el caso anterior. Los recursos corresponden a aquellas reservas en las que se tiene evidencia de la concentración del mineral. Cuando por rasgos geológicos del yacimiento se infiere la existencia de depósitos mineralizados se dice que los recursos son inferidos.

Las cifras de extracción del *cuadro 2* corresponden a toneladas de mineral de cabeza<sup>8</sup> secas extraídas y procesadas en la planta concentradora. El costo de producción que se presenta en este mismo cuadro se refiere al costo promedio de extracción y procesamiento del mineral de cabeza.

El mineral de cabeza es procesado y convertido en concentrados de zinc (Zn), plomo (Pb) y cobre (Cu) según los volúmenes indicados en los *cuadros 3, 4 y 5*.

**Cuadro 3. Mina El Porvenir concentrado de zinc**

Año	TMS	Ley Zn	Ley Ag Oz/Tc
2000	127 798	54,7%	3,20
2001	137 261	54,9%	2,60
2002	163 602	54,7%	2,60
2003	168 348	55,3%	2,70
2004	173 560	54,5%	1,90
2005	161 980	54,3%	2,00
2006	143 982	54,3%	2,20

Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

**Cuadro 4. Mina El Porvenir: concentrado de plomo**

Año	TMS	Au Oz/Tc	Pb	Ag Oz/Tc
2000	28 429	0,37	68,5%	87,10
2001	31 737	0,24	68,8%	79,00
2002	40 444	0,19	67,6%	73,60
2003	41 992	0,18	67,1%	72,50
2004	24 293	0,16	65,7%	73,30
2005	30 093	0,13	66,5%	72,70
2006	31 115	0,14	65,7%	72,20

Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

**Cuadro 5. Mina El Porvenir: concentrado de cobre**

Año	TMS	Cu	Au Oz/Tc	Ag Oz/Tc
2000	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
2001	1 343	26,1%	0,86	69,0
2002	3 953	26,0%	1,07	70,9
2003	3 869	25,5%	1,02	76,0
2004	3 911	25,9%	0,42	50,3
2005	4 768	26,2%	0,40	40,7
2006	4 491	25,4%	0,44	40,1

Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

8. Corresponde al material extraído de la mina y transportado a la planta concentradora para su procesamiento. Este mineral tiene una ley

(contenido) de metal que es recuperado en la planta concentradora a través de diferentes procesos químicos.

En cuanto a las reservas y los recursos de la unidad, estos ascienden a más de 20 millones de toneladas métricas secas según el detalle del *cuadro 6*.

A lo largo del año 2006, las inversiones alcanzaron un total de 5,4 millones de dólares:

Las principales fueron: el recrecimiento de la presa de relaves, la adquisición de un sistema de monitoreo sísmico, la adquisición de bombas centrífugas, la compra de celdas de flotación, la adquisición de un analizador de leyes en línea, la compra de diferentes equipos como jumbos, scissor bolter, scaler (lo que ha permitido la completa mecanización de las actividades del ciclo de minado como son la perforación, el desate y el sostenimiento), entre otras (Cía. Minera Milpo, Memoria 2006: 24).

De acuerdo con diferentes estimaciones, la unidad minera El Porvenir cuenta

con reservas probadas y probables que le permitirán operar los siguientes siete años. Este horizonte no toma en cuenta posibles descubrimientos por labores de exploración. En octubre del 2006, Golder Associates S. A. realizó una auditoría de reservas y en su informe señala que las reservas y los recursos (medidos e indicados) de Milpo alcanzan 10,3 millones de toneladas métricas secas de mineral de cabeza.

### 3.2. Mina Iván (Chile)

Esta unidad minera se encuentra ubicada en Antofagasta, Chile. El 100% de su capital es de propiedad de Minera Rayrock Ltda., empresa subsidiaria del grupo Milpo. La mina Iván produce cátodos de cobre de alta pureza en su propia refinería, cuya capacidad es de 40 toneladas diarias. El material procesado en la refinería corresponde tanto a material extraído en operaciones propias como a material comprado a terceros.

**Cuadro 6. Mina El Porvenir: reservas y recursos**

#### RESERVAS Y RECURSOS AL AÑO 2006

Categoría	TM	Zn	Pb	Cu	Ag Oz/Tc
Reservas	6 672 063	7,78%	1,57%	0,32%	2,74
Recursos	6 189 445	6,36%	1,32%	0,35%	2,34
Total	12 861 508	7,10%	1,45%	0,33%	2,55
Inferidos	13 109 281	5,61%	0,27%	0,57%	0,97

#### RESERVAS DE MINERAL

Año	TMS	Zn	Pb	Cu	Ag Oz/Tc
2000	6 457 382	6,90%	2,10%		3,60
2001	6 243 018	7,00%	2,10%		3,60
2002	6 655 957	7,40%	2,00%		3,70
2003	8 218 014	9,00%	1,30%	0,29%	2,60
2004	7 577 527	8,60%	1,50%	0,30%	2,90
2005	7 569 598	8,30%	1,60%	0,31%	2,70
2006	6 672 063	7,78%	1,57%	0,32%	2,74

Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

**Cuadro 7. Mina Iván (Chile): producción**

Año	Producción de cátodos (toneladas)	Mineral procesado (toneladas)
2000	12 822	–
2001	13 858	–
2002	9 295	1 162 063
2003	8 568	1 073 853
2004	10 052	1 312 981
2005	9 166	1 100 855
2006	10 538	1 020 000

Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

Las reservas y los recursos de esta unidad ascienden a más de 7 millones de toneladas métricas secas de mineral de cabeza, según se muestra en el *cuadro 8*.

De acuerdo con Class & Asociados, las reservas y los recursos de mina Iván le permitirán un horizonte de operaciones de diez años, sin considerar los recursos inferidos ni la incorporación de nuevas reservas como consecuencia de actividades de exploración.

### 3.3. Mina Chapi

La mina Chapi es propiedad de la empresa Minera Pampa de Cobre S. A., una subsidiaria (al 100%) de Milpo. Las operaciones se localizan en el departamento de Moquegua y la producción se inició en enero de 2006. De acuerdo con la infor-

**Cuadro 8. Mina Iván (Chile): reservas y recursos**

#### RESERVAS

Año	Óxidos			Sulfuros		
	Toneladas	CuT	CuS	Toneladas	CuT	CuS
2001	4 748	1,15%	–	10 098	1,68%	–
2002	1 201 500	1,43%	–	5 801 000	1,75%	–
2003	860 135	1,37%	1,04%	943 623	2,72%	0,33%
2004	802 863	1,26%	0,96%	498 506	2,09%	0,16%
2005	1 224 942	0,53%	0,35%	471 742	2,09%	0,14%
2006	1 082 857	0,64%	0,44%	471 742	2,09%	0,14%

#### RECURSOS (MEDIDOS + INDICADOS)

Año	Óxidos			Sulfuros		
	TM	CuT	CuS	TM	CuT	CuS
2001	7 244	1,52%		6 446	1,91%	
2002*	2 492 000	1,29%		8 790 000	1,70%	
2003	908 563	1,56%	1,23%	3 490 217	2,26%	0,16%
2004	684 441	1,48%	1,18%	3 613 965	2,30%	0,15%
2005	1 484 695	1,23%	0,96%	5 233 498	2,07%	0,21%
2006	1 484 695	1,23%	0,96%	5 233 498	2,07%	0,21%

\* Los recursos incluyen las reservas.

#### RECURSOS INFERIDOS

Año	Óxidos			Sulfuros		
	TM	CuT	CuS	TM	CuT	CuS
2005	4 124 915	0,63%	0,39%	1 818 458	1,84%	0,16
2006	4 860 914	0,66%	0,44%	2 920 707	1,58%	0,16

Fuente: Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

mación disponible, la vida útil de la mina es de 14 años. Tal como se indica en la Memoria 2006 de Milpo, esta unidad:

... produce sulfato de cobre en su propia planta de cristalización, la misma que tiene una capacidad instalada de 80 toneladas de cobre al día. Adicionalmente como parte de su proceso productivo, se incluye la explotación de sulfuros, en mina subterránea y de óxidos, en tajo abierto. Ambos minerales son chancados, aglomerados y transportados para ser dispuestos en pilas de lixiviación. Luego, el material lixiviado es alimentado a la Planta de Extracción por Solventes y de Cristalización (Cía. Minera Milpo, Memoria 2006).

Las reservas y los recursos de la mina Chapi, a diciembre de 2006, se muestran en el *cuadro 9*. De acuerdo con la información disponible, con este nivel de reservas la unidad minera podrá operar durante 14 años.

Tal como se indica en la memoria de Milpo, en las actividades de minado subterráneo se extrajeron 225 mil toneladas de sulfuros, mientras en el tajo abierto se extrajeron 650 mil toneladas de óxidos. La producción del año 2006 fue de 22 760 toneladas de sulfato de cobre, lo que equivale a alrededor de 5 mil toneladas de cobre fino. Esta unidad facturó 26,2 millones de dólares en el año 2006.

#### 4. Los proyectos

La Cía. Minera Milpo tiene un proyecto en fase de implementación: Cerro Lindo, y dos proyectos en fase de exploración: Hilarión y Pukaqaqa.

##### Cerro Lindo

Este proyecto, 100% de propiedad de Milpo, se encuentra localizado al sur de la ciudad de Lima, en la provincia de Chincha, y entrará en operación a mediados del año 2007. Tal como se indica en la memoria de la empresa, se estima una producción anual promedio de 146 mil toneladas métricas secas de concentrado de zinc, 14 800 toneladas métricas secas de concentrados de plomo y 39 500 toneladas métricas secas de concentrados de cobre. Con estas cantidades de concentrados, se espera que el grupo Milpo duplique su facturación anual.

El reporte de Class & Asociados indica que la inversión total en este proyecto se estimó en 90 millones de dólares, monto que ya ha sido invertido casi en su totalidad.

La estructura del financiamiento del Proyecto Cerro Lindo se encuentra todavía en evaluación por parte de la compañía, habiendo solicitado a Conasev, dentro de las

**Cuadro 9. Mina Chapi: reservas**

Categoría	Óxidos		Sulfuros	
	TM	CuT	TM	CuT
Reservas	199 189	0,84%	11 068 933	1,30%
Recursos (medidos + indicados)	76 325	1,29%	3 158 078	1,40%
Recursos inferidos	573 047	1,17%	26 076 673	1,24%

Fuente: Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

alternativas, la inscripción del Primer Programa de Bonos Corporativos, que fuera aprobado por la Junta Obligatoria Anual de Accionistas en marzo 2005, hasta por US\$70 millones. Se cuenta con una estructura financiera de mediano plazo con el Citibank N.A. por US\$ 40 millones<sup>9</sup>.

### Proyecto Hilarión

Este proyecto es también 100% de propiedad de Milpo. Se encuentra ubicado a 50 kilómetros al sur del yacimiento Antamina, en el departamento de Áncash. El total de recursos (medidos, indicados, inferidos) es de 12,2 millones de toneladas y contiene 5,25% de zinc, 1,44% de plomo y 2,11 onzas de plata. Como se indica en la Memoria 2006 de Milpo, el objetivo del actual programa de exploración es encontrar entre 7 y 10 millones de toneladas de recursos medidos e indicados.

### Proyecto Pukaqaqa

Este proyecto, ubicado en el departamento de Huancavelica, es primordialmente

cuprífero. A fines de 2004, Milpo firmó un contrato de *joint venture* con la empresa canadiense Tiomin Resources Inc. para culminar la exploración avanzada de este proyecto. Milpo mantendrá el 51% de la participación y se encargará de las actividades de exploración y, eventualmente, de explotación del yacimiento.

Los recursos de este proyecto se muestran en el *cuadro 10*.

## 5. Estados financieros

De acuerdo con el reporte de Class & Asociados, a lo largo del año 2006 el crecimiento sostenido del precio de los metales determinó que las ventas de Milpo aumentaran más del doble. Esta situación ha permitido que Milpo:

- Continúe financiando el proyecto Cerro Lindo con recursos propios.
- Haya prepagado en setiembre de 2006 el íntegro del saldo de la deuda por 30 millones de dólares que mantenía con

**Cuadro 10. Proyecto Pukaqaqa: reservas de mineral**

Categoría	Cut-off (% Cu)	Miles de toneladas	Cobre %	Oro g/t	Cobre (miles de libras)	Oro (miles de onzas)
Medidos	0,3	191	0,58	0,08	2 441	0,48
	0,4	170	0,61	0,08	2 287	0,44
Indicados	0,3	16 933	0,54	0,07	201 590	38,65
	0,4	13 796	0,58	0,07	176 408	32,82
Med. + Ind.	0,3	17 124	0,54	0,07	204 031	39,14
	0,4	13 966	0,58	0,07	178 696	33,27
Inferidos	0,3	114 654	0,60	0,10	1 516 601	353,88
	0,4	93 559	0,66	0,10	1 361 319	312,83

Fuente: Cía. Minera Milpo, Memoria 2006.

9. Class & Asociados S. A. Fundamento de clasificación de riesgo de Compañía Minera Milpo S. A. A.

Sesión de Comité n.º 02/2007 del 2 de febrero de 2007.

Citibank del Perú, mientras que su subsidiaria Minera Rayrock Ltda. hizo lo propio con la obligación por 10 millones de dólares mantenida con WestLB Ag, con lo que el nivel consolidado de deuda al cierre del tercer trimestre es de 2,5 millones de dólares.

- Fortalezca su patrimonio, luego de capitalizar los resultados correspondientes al ejercicio 2005 por 52,9 millones de soles.
- Registre un nivel de caja superior al observado al cierre del año 2005, con las consecuentes mejoras sobre la compañía.

En el *anexo 1* se presentan los estados financieros consolidados de Milpo y sus subsidiarias para los años comprendidos entre 2003 y 2006. Estos estados financieros están en dólares estadounidenses. Es necesario hacer notar que los estados financieros correspondientes a los años 2003 y 2004 fueron convertidos a dólares a partir de los estados financieros en soles. El tipo de cambio empleado fue el promedio de compra y venta de cierre del año.

## 6. Cotizaciones de los metales

A partir del año 2004, el crecimiento sostenido de los precios de los metales determinó que los resultados de las empresas mineras peruanas, en general, fueran espectaculares. En el *cuadro 11*<sup>10</sup> se presenta la evolución de las cotizaciones internacionales de los metales más importantes. Para mayor detalle, en el *cuadro 12* se muestra el incremento porcentual de las cotizaciones de los metales tomando como base

enero de 2004. Por ejemplo, la cotización del cobre<sup>11</sup> pasó de 2 421,48 a 6 680,97 dólares por tonelada entre enero de 2004 y diciembre de 2006, lo que equivale a un incremento de 135%. Es necesario resaltar que, en julio de 2006, el precio de este metal llegó 7 726,74 dólares por tonelada. Durante el mismo periodo, la cotización del zinc aumentó en 331% y la del plomo en 122%.

Según el *Financial Times*, al 30 de marzo de 2007 los precios de corto plazo de los metales en el mercado de Londres (London Metal Exchange) eran estables (ver *cuadro 13*). Por ejemplo, el precio por tonelada de cobre a tres meses mostraba una ligera tendencia a la baja de 1%, mientras que el zinc presentaba un ligero incremento de 0,20%. Estos movimientos no son significativos.

Sin embargo, de acuerdo con el London Metal Exchange, en el mediano plazo, los precios de los metales no preciosos muestran una tendencia hacia la baja, afirmación basada en el hecho de que el mercado de futuros es un buen pronosticador de los precios *spot* de los metales. En el *cuadro 14* se presentan los precios de los futuros de los metales a 15 y 27 meses para el cobre, el zinc y el plomo. Por ejemplo, en este cuadro se indica que el precio del cobre disminuirá 7% a 15 meses y 16% a 27 meses; de igual manera, el precio del plomo disminuirá 18% a 15 meses, mientras que el zinc disminuirá 6,5% a 15 meses y 15% a 27 meses; similar información se presenta en el *cuadro 15*.

10. Información tomada de <www.imf.org>.

11. De acuerdo con esta especificación: "Grade A cathode, LME spot price, CIF European ports, US\$ per metric tone".

El ScotiaBank<sup>12</sup>, en el Reporte Empresarial de la Cía. Minera Cerro Verde, indica una posición similar a la antes descrita con respecto al precio de los metales; más específicamente, el cobre.

De acuerdo con nuestros estimados, en los próximos tres años la cotización internacional del cobre registraría una tendencia a la baja, pero manteniéndose por encima de sus niveles de largo plazo, producto de un mercado con mayor disponibilidad del mineral (superávit físico) y menores compras especulativas, tal como se viene observando en los últimos meses [...]. En el corto plazo consideramos que se podrían registrar alzas en la cotización del mineral producto de una mayor presencia de China en el mercado internacional, tras la caída de sus reservas locales, y una menor contracción de sus importaciones de concentrados tras los bajos costos de tratamiento (TC/RC

por sus siglas en inglés) que ha desincentivado las compras de parte de las fundidoras locales.

En el caso de los metales preciosos (oro y plata), las perspectivas son diferentes. De acuerdo con el New York Mercantile Exchange (NYMEX), los precios de los futuros del oro y la plata en el año 2007 tendrían una tendencia creciente; aunque no se habían formado precios para fechas posteriores. En todo caso, según la información presentada en el *cuadro 16*, para fines de 2007 se espera un incremento en el precio *spot* de 4% para el caso del oro, y de 6% para la plata.

En el *anexo 2* se presentan diversos artículos relacionados con la evolución de los precios de los metales y un artículo de Moody's sobre el Perú.

12. ScotiaBank. Reporte Empresarial, Sociedad Minera Cerro Verde S. A. A., 22 de enero de 2007.

**Cuadro 11. Cotizaciones históricas de los principales metales**

	Aluminio	Cobre	Hierro	Plomo	Níquel	Estaño	Zinc
<b>2004</b>							
Enero	1 608,89	2 421,48	37,90	753,56	15 089,33	6 432,49	1 015,89
Febrero	1 685,23	2 751,72	37,90	885,15	15 099,35	6 662,70	1 085,79
Marzo	1 657,35	3 000,28	37,90	878,14	13 786,54	7 602,21	1 101,80
Abril	1 731,68	2 926,98	37,90	747,03	12 725,90	8 909,00	1 028,91
Mayo	1 625,27	2 728,46	37,90	804,10	11 228,61	9 391,63	1 030,98
Junio	1 682,04	2 689,05	37,90	863,73	13 599,36	9 158,64	1 018,86
Julio	1 707,87	2 816,80	37,90	931,34	15 020,07	9 021,91	988,10
Agosto	1 692,10	2 844,20	37,90	916,62	13 639,62	9 021,43	976,80
Septiembre	1 731,02	2 903,17	37,90	932,16	13 430,36	9 015,68	980,03
Octubre	1 830,37	3 009,40	37,90	932,86	14 378,48	9 043,21	1 066,95
Noviembre	1 817,35	3 130,31	37,90	966,31	14 089,51	9 038,65	1 100,23
Diciembre	1 852,92	3 139,79	37,90	972,34	13 764,98	8 473,71	1 182,14
<b>2005</b>							
Enero	1 836,21	3 168,10	65,00	954,23	14 563,75	7 705,65	1 245,55
Febrero	1 882,80	3 247,10	65,00	972,98	15 415,60	8 106,33	1 323,11
Marzo	1 987,52	3 378,90	65,00	1 001,69	16 239,90	8 442,24	1 373,96
Abril	1 892,01	3 389,81	65,00	980,48	16 138,33	8 133,81	1 297,81
Mayo	1 741,45	3 241,90	65,00	985,29	17 002,25	8 099,25	1 245,54
Junio	1 731,94	3 529,73	65,00	982,65	16 113,18	7 604,36	1 273,12
Julio	1 783,26	3 608,48	65,00	857,52	14 587,60	7 180,93	1 196,86
Agosto	1 871,27	3 791,91	65,00	887,42	14 962,00	7 228,14	1 300,75
Septiembre	1 837,69	3 850,66	65,00	932,77	14 154,55	6 770,58	1 396,66
Octubre	1 934,14	4 056,17	65,00	999,40	12 431,12	6 415,48	1 483,22
Noviembre	2 056,97	4 278,16	65,00	1 017,84	12 235,05	6 173,72	1 610,65
Diciembre	2 250,90	4 577,03	65,00	1 120,15	13 490,45	6 762,50	1 819,36
<b>2006</b>							
Enero	2 383,30	4 743,86	77,35	1 258,14	14 660,81	7 067,36	2 091,77
Febrero	2 453,38	4 974,98	77,35	1 267,44	14 974,50	7 788,87	2 219,75
Marzo	2 432,48	5 123,67	77,35	1 193,89	14 925,48	7 949,02	2 427,66
Abril	2 623,86	6 404,44	77,35	1 170,56	18 028,89	8 859,66	3 068,34
Mayo	2 852,07	8 059,19	77,35	1 167,50	21 131,33	8 793,17	3 544,64
Junio	2 490,95	7 222,77	77,35	963,61	20 585,91	7 858,77	3 197,59
Julio	2 511,83	7 726,74	77,35	1 053,26	26 185,71	8 356,44	3 320,74
Agosto	2 461,55	7 690,25	77,35	1 179,32	30 468,86	8 436,68	3 339,97
Septiembre	2 484,38	7 622,64	77,35	1 346,53	29 702,62	8 975,02	3 394,06
Octubre	2 657,15	7 497,41	77,35	1 525,66	32 551,14	9 809,50	3 829,60
Noviembre	2 702,14	7 029,30	77,35	1 626,02	31 891,59	10 038,41	4 378,61
Diciembre	2 823,67	6 680,97	77,35	1 709,16	34 440,53	11 125,95	4 381,45
<b>2007</b>							
Enero	2 799,06	5 689,34	77,35	1 664,34	36 821,59	11 331,45	3 784,86

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**Cuadro 12. Incremento porcentual en las cotizaciones de los principales metales**

	Aluminio	Cobre	Hierro	Plomo	Níquel	Estaño	Zinc
<b>2004</b>							
Enero	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Febrero	1,05	1,14	1,00	1,17	1,00	1,04	1,07
Marzo	1,03	1,24	1,00	1,17	0,91	1,18	1,08
Abril	1,08	1,21	1,00	0,99	0,84	1,39	1,01
Mayo	1,01	1,13	1,00	1,07	0,74	1,46	1,01
Junio	1,05	1,11	1,00	1,15	0,90	1,42	1,00
Julio	1,06	1,16	1,00	1,24	1,00	1,40	0,97
Agosto	1,05	1,17	1,00	1,22	0,90	1,40	0,96
Septiembre	1,08	1,20	1,00	1,24	0,89	1,40	0,96
Octubre	1,14	1,24	1,00	1,24	0,95	1,41	1,05
Noviembre	1,13	1,29	1,00	1,28	0,93	1,41	1,08
Diciembre	1,15	1,30	1,00	1,29	0,91	1,32	1,16
<b>2005</b>							
Enero	1,14	1,31	1,72	1,27	0,97	1,20	1,23
Febrero	1,17	1,34	1,72	1,29	1,02	1,26	1,30
Marzo	1,24	1,40	1,72	1,33	1,08	1,31	1,35
Abril	1,18	1,40	1,72	1,30	1,07	1,26	1,28
Mayo	1,08	1,34	1,72	1,31	1,13	1,26	1,23
Junio	1,08	1,46	1,72	1,30	1,07	1,18	1,25
Julio	1,11	1,49	1,72	1,14	0,97	1,12	1,18
Agosto	1,16	1,57	1,72	1,18	0,99	1,12	1,28
Septiembre	1,14	1,59	1,72	1,24	0,94	1,05	1,37
Octubre	1,20	1,68	1,72	1,33	0,82	1,00	1,46
Noviembre	1,28	1,77	1,72	1,35	0,81	0,96	1,59
Diciembre	1,40	1,89	1,72	1,49	0,89	1,05	1,79
<b>2006</b>							
Enero	1,48	1,96	2,04	1,67	0,97	1,10	2,06
Febrero	1,52	2,05	2,04	1,68	0,99	1,21	2,19
Marzo	1,51	2,12	2,04	1,58	0,99	1,24	2,39
Abril	1,63	2,64	2,04	1,55	1,19	1,38	3,02
Mayo	1,77	3,33	2,04	1,55	1,40	1,37	3,49
Junio	1,55	2,98	2,04	1,28	1,36	1,22	3,15
Julio	1,56	3,19	2,04	1,40	1,74	1,30	3,27
Agosto	1,53	3,18	2,04	1,56	2,02	1,31	3,29
Septiembre	1,54	3,15	2,04	1,79	1,97	1,40	3,34
Octubre	1,65	3,10	2,04	2,02	2,16	1,52	3,77
Noviembre	1,68	2,90	2,04	2,16	2,11	1,56	4,31
Diciembre	1,76	2,76	2,04	2,27	2,28	1,73	4,31
<b>2007</b>							
Enero	1,74	2,35	2,04	2,21	2,44	1,76	3,73

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**Cuadro 13. Precios de los metales según el London Metal Exchange al 30 de marzo de 2007**

S/tonne	LONDON METAL EXCHANGE					
	Cash Official	3 Mth Official	Kerb PM 3 Mth close	Day's High Low (3 Mth)	Open interest (Lots)	Turnover (Lots)
Aluminium	2791-92	2803-4	2778-80	2815/2 776	515,710	87,300
Alum alloy	2230-40	2260-70	2240-50	2260/2 240	6,874	6,578
Amer alloy	2150-55	2180-90	2190-200	2195/2 190	24,687	2,514
Copper	6939-40	6859,5-60,5	6850-60	6935/6 785	238,791	51,265
Lead	1935-36	1925-26	1910-12	1935/1 910	63,237	9,246
Nickel	45400-500	43795-800	44800-5 000	44800/43 514	46,419	1,274
Tin	13650-75	13650-700	13400-450	13700/13 300	15,475	8,570
Zinc	3279,5-80,5	3285-90	3250-55	3303/3 250	142,674	37,484

Spot: 1,9582 3 mths: 1,9678 0 mths: 1,9654 9 mths 1,9533. LME AM Official £/\$ rate 1,9585.  
LME Closing £/\$ rates: 1,9648. Karb close at 17:00.

Source: Amalgamated Metal Trading www.amt.co.uk

For further trading information see: www.lme.co.uk

**HIGH GRADE COPPER (Comex) 26/07/06**

	Sett price	Day's change	High	Low	Vol	Open int
Apr.	314.35	+6.70	315.25	308.35	0.61	2.34
May.	314.60	+5.95	316.00	308.80	6.76	44.8
Jun.	314.40	+5.80	315.00	312.00	0.17	1.94
Jul.	313.90	+5.65	315.10	308.25	1.04	16.6
Total					8.81	75.4

**LME WAREHOUSE STOCKS (tonnes)**

Alluminum	-950	to	811,325
Alluminum alloy	-180	to	96,040
Copper	-1,800	to	178,075
Lead	+125	to	33,250
Nickel	+126	to	5,418
Zinc	-300	to	106,275
Tin	-10	to	9,635

**PRECIOUS METALS****GOLD COMEX (100 troy oz; \$/troy oz)**

	Sett price	Day's change	High	Low	Vol 000s	0 int 000s
Apr.	663.0	+1.5	667.7	659.1	37.4	9.71
Jun.	669.0	+1.4	673.8	666.5	86.9	200.7
Total					131.2	345.9

**PLATINUM NYMEX (50 troy oz; \$/troy oz)**

Apr.	1248.3	+5.7	1248.0	1 240.4	1.40	0.65
Jul.	1254.8	+7.2	1257.0	1 245.7	2.14	10.9
Total					3.61	11.5

**PALLADIUM NYMEX (100 troy oz; \$/troy oz)**

Jun.	357.25	+1.25	357.85	354.95	0.56	14.4
Sep.	362.75	+1.25	-	-	0.00	1.09
Total					0.56	15.6

**SILVER COMEX (5 000 troy oz; \$/troy oz)**

May.	1345.0	+11.0	1347.5	1332.5	17.7	58.5
Jul.	1357.9	+11.2	1362.0	1345.5	1.50	17.7
Total					19.6	111.6

**LONDON BULLION MARKET**

Gold (troy oz)	\$ price	£ equiv	€ equiv
Close	663.60-664.10		
Opening	662.40-662.90		
Morning fix	663.50	339.04	498.24
Afternoon fix	661.75	338.28	497.71
Day's High	665.30		
Day's Low	660.90		
Previous close	659.90-660.40		

**Loco Ldn Mean Gold Lending Rates (US\$)**

1 mth .....	5.32	6 mths .....	5.33
3 mths .....	5.35	12 mths .....	5.22

**Gold Leasing Rates (US\$)**

1 mth .....	-0.06	6 mths .....	0.00
3 mths.....	-0.02	12 mths .....	0.03
Silver Fix		p/troy oz	US cts equiv.
Spot	681.92		1335.00

**Silver Lending Rates**

1 mth .....	5.30	6 mths .....	4.90
3 mths .....	5.20	12 mths .....	4.30

Sources: London Bullion Market Association, Reuters. Gold Fix at 10:30 & 15:00. Silver fix at 12:00. Closing figures at 17:00

**Cuadro 14. Precio de los metales a mediano plazo  
(marzo de 2007, dólares por tonelada)**

	Cobre	Plomo	Zinc
Spot	6 450	1 913	3 270
A 15 meses	6 015	1 575	3 058
A 27 meses	5 409	–	2 764

Fuente: London Metal Exchange.

**Cuadro 15. Precios promedio y de cierre de los metales  
(marzo de 2007, dólares por tonelada)**

	Primario- Aluminio	Aleación Aluminio	Cobre	Plomo	Níquel	Estaño	Zinc Special High Grade
Cash Buyer	2 760,20	2 187,82	6 449,16	1 912,18	46 282,05	13 878,86	3 270,34
Cash Seller & Settlement	2 761,73	2 193,05	6 452,48	1 914,05	46 324,77	13 892,95	3 271,30
Cash Mean	2 760,97	2 190,43	6 450,82	1 913,11	46 303,41	13 885,91	3 270,82
3-months Buyer	2 756,91	2 219,32	6 424,48	1 882,98	43 594,77	13 798,86	3 273,32
3-months Seller	2 758,20	2 228,64	6 427,30	1 885,98	43 631,59	13 820,91	3 276,50
3-months Mean	2 757,56	2 223,98	6 425,89	1 884,48	43 613,18	13 809,89	3 274,91
15-months Buyer	2 609,86	2 310,45	6 010,45	1 573,18	35 440,91	12 578,18	3 055,91
15-months Seller	2 614,86	2 320,45	6 020,45	1 578,18	35 540,91	12 628,18	3 060,91
15-months Mean	2 612,36	2 315,45	6 015,45	1 575,68	35 490,91	12 603,18	3 058,41
27-months Buyer	2 430,14	2 338,86	5 404,32		30 888,64		2 761,68
27-months Seller	2 435,14	2 348,86	5 414,32		30 988,64		2 766,68
27-months Mean	2 432,64	2 343,86	5 409,32		30 938,64		2 764,18

Las siguientes equivalencias para libras esterlinas han sido calculadas en función de conversiones diarias.

		Tipos de cambio	
Copper Cash Seller & Settlement	£ 3 313,41	<b>Conversión de monedas</b>	
Copper 3-months Seller	£ 3 301,66	Stg/\$	1,9468
Lead Cash Seller & Settlement	£ 983,13	\$/JY	117,2532
Lead 3-months Seller	£ 969,01	Euro	1,3243

Fuente: London Metal Exchange.

**Cuadro 16. Precios promedio de cierre al 2 de abril de 2004  
(dólares por onza)**

**Precios del oro**

	Last	Open high	Open low	High	Low	Most recent
<b>2007</b>						
Abril	663,50	665,50	665,50	665,50	656,10	665,7s
Mayo	667,00	667,80	667,80	669,00	660,90	668,4s
Junio	669,30	669,00	668,50	672,30	661,70	671,5s
Agosto	677,10	676,70	676,70	678,40	668,50	677,7s
Octubre	684,50	683,00	683,00	684,50	677,90	683,9s
Diciembre	690,00	689,60	689,60	690,00	680,00	690,0s

**Precios de la plata**

	Last	Open high	Open low	High	Low	Most recent
<b>2007</b>						
Abril	13,02	n. a.	n. a.	13,10	13,02	13,293s
Mayo	13,32	13,36	13,34	13,50	13,02	13,350s
Junio	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	13,408s
Agosto	13,48	13,52	13,46	13,60	13,18	13,477s
Octubre	13,36	13,74	13,74	13,74	13,36	13,595s
Diciembre	13,76	13,83	13,83	13,84	13,42	13,748s

Fuente: New York Mercantile Exchange.

**7. Estructura de financiamiento,  
accionistas y gerencia**

A lo largo del año 2006, Milpo y Rayrock prepagaron los préstamos bancarios otorgados por Citibank del Perú S.A. (por 30 millones de dólares) y WestLB AG (por 10 millones de dólares). Como consecuencia del prepago, la empresa tuvo que efectuar un pago adicional por 345 mil dólares que se registró como gasto financiero (año 2006). Las deudas de largo plazo se descomponen a su vez en:

	2006	2005
Porción corriente	1 894	3 362
Porción no corriente	1 428	39 448

A la fecha, Milpo se encuentra evaluando la conveniencia de obtener un préstamo por 40 millones de dólares para financiar

sus proyectos y para usos generales corporativos.

Desde el 2004, Milpo ha mantenido una corriente sostenida de pago de dividendos a sus accionistas.

	2006	2005	2004	2003
Dividendos (miles de dólares estadounidenses)	6 204	2 490	1 896	-

Al 31 de diciembre de 2006, el capital social de Milpo estaba compuesto por 484 032 930 acciones comunes autorizadas, emitidas y pagadas, cuyo valor nominal era de 1 sol cada una (equivalente a 0,3046 de dólar). En el *cuadro 17* se detalla el movimiento de acciones comunes para los ejercicios 2005 y 2006, de acuerdo con el dictamen de los auditores.

**Cuadro 17. Movimiento de acciones comunes, 2005 y 2006**

	2006	2005
En circulación al inicio del año	431 893 560	30 898 966
Emitidas por:		
Incremento por cambio de valor nominal	-	342 360 543
Capitalización de la reexpresión del ejercicio 2004	-	17 118 069
Incremento del capital por fusión	16 618	-
Capitalización de resultados acumulados	52 122 752	41 515 982
Subtotal	484 032 930	431 893 560
Acciones en tesorería	(96 234 909)	(85 871 564)
Acciones en circulación al final del año	387 798 021	346 021 996

El principal accionista de la Cía. Minera Milpo es Votorantim Metais-Cajamarquilla S.A., que concentra el 19,93% del capital. Esta empresa se constituyó como consecuencia de la compra de la refinería de zinc de Cajamarquilla por Votorantim Metais de Brasil<sup>13</sup>. Los otros accionistas importantes son Milpo Finance and Investments Inc., que tiene el 10,50%, Cuyuma S.A., que posee el 9,33%, e IN-Cartadm, cuya participación es de 8,21%. El resto de los accionistas mantiene una participación menor de 8% del capital social.

En el *cuadro 18* se precisa el movimiento de acciones de inversión. Es necesario hacer notar que:

... de acuerdo a la ley, las acciones de inversión atribuyen a sus titulares derecho a participar en la distribución de dividendos, efectuar aportes a fin de mantener su proporción existente en la cuenta acciones de

13. Votorantim Metais mantiene una posición líder en la producción de zinc y níquel en América Latina, ya que es la tercera mayor productora de aceros largos del Brasil y la quinta productora de zinc a nivel mundial. Esta empresa cuenta con ocho unidades industriales y con minas propias en el Brasil. Fuente: Class & Asociados. Informe de Fundamento de Clasificación de Riesgo de Compañía Minera Milpo. Sesión de Comité n.º 02/2007 del 2 de febrero de 2007.

inversión en caso de aumento de capital por nuevos aportes, incrementar la cuenta de acciones de inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, redimir sus acciones en cualquiera de los casos de liquidación de la Compañía. Las acciones de inversión no confieren acceso al Directorio ni a las Juntas Generales de Accionistas.<sup>14</sup>

Según Class & Asociados:

... la empresa mantiene contacto con sus accionistas a través del Directorio, cuyos miembros para el periodo 2006-2008, fueron ratificados en la Junta Obligatoria de Accionistas celebrada en marzo de 2008 [...]. Respecto a los cuadros gerenciales, se observó cierto nivel de rotación de los ejecutivos durante los primeros tres trimestres del ejercicio 2005, hasta que se aprobó en setiembre una nueva estructura organizacional como parte de la estrategia de crecimiento de la compañía. En junio de 2006, se realizó el cambio más reciente en la plana gerencial con el nombramiento del Gerente de Seguridad y Salud Ocupacional [...]. Desde el año 2005, el Directorio de la empresa es apoyado por los Comités de

14. Ernst & Young. Compañía Minera Milpo y subsidiarias. Notas a los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2006 y 2005.

**Cuadro 18. Movimiento de acciones de inversión, 2005 y 2006**

	2006	2005
En circulación al inicio del año	6 419 730	4 623 488
Emitidas por:		
Incremento por cambio de valor nominal	–	924 698
Capitalización de la reexpresión del ejercicio 2004	–	254 447
Capitalización de resultados acumulados	774 760	617 097
Subtotal	7 194 490	6 419 730
Acciones en tesorería	(488 464)	(450 652)
Acciones en circulación al final del año	6 706 026	5 969 078

Auditoría, de Compensación, de Seguridad y Salud Ocupacional; de Gobierno Corporativo; y de Medio Ambiente y Responsabilidad Social. Al 30 de setiembre de 2006, el número de trabajadores de la compañía ascendió a 961 personas, entre obreros, empleados, ejecutivos y profesionales (806 al cierre de 2005).

## 8. Perspectivas económicas del país

Las perspectivas económicas del Perú en el mediano plazo (dos o tres años) son muy prometedoras. De acuerdo con el área de estudios económicos del Banco Bilbao Vizcaya, sucursal del Perú (ver *cuadro 19*), se espera que el crecimiento de la economía se mantenga en alrededor de 6% durante los siguientes dos años, con niveles de inflación menores de 3% al año y un proceso de devaluación mínimo. Tal como indica el FMI, el crecimiento económico se ha reflejado en la reducción de las vulnerabilidades económicas del país, que ahora presenta superávit en cuenta corriente, mercados cambiarios más flexibles, mayores reservas internacionales y reducción del déficit fiscal.

De igual manera, Moody's ha establecido que el riesgo de inversión en el Perú

se ha reducido, aunque todavía no se logra el grado de inversión necesario para atraer capitales extranjeros. En todo caso, la economía peruana es más fuerte y está mejor preparada para soportar las condiciones económicas y financieras internacionales adversas que se esperan. La misma fuente indica que el riesgo de no pago del país se ha reducido, las reservas internacionales netas han crecido y las exportaciones se han mantenido a un ritmo creciente en los últimos años.

En este sentido, Fitch es muy preciso:

La suave transición a la administración García, las condiciones económicas favorables, así como un acuerdo *stand-by* preventivo con el FMI han reducido los riesgos políticos relacionados con el mantenimiento de la política económica de Perú. Sin embargo, la naturaleza concentrada de la base exportadora del país y las potenciales implicaciones negativas que esto podría tener sobre la posición externa y fiscal de Perú en caso de un *shock* de los precios de los *commodities*, continúan como una debilidad crediticia clave. No obstante, Fitch considera que Perú está mejor preparado para enfrentar precios de los minerales más bajos, debido a que los aumentos recientes y esperados de los volúmenes de exportación de bienes tradicionales y no tradicionales

podrían ser suficientes para superar una reducción gradual en los términos comerciales de Perú<sup>15</sup>.

En el ámbito político, en el año 2006 el Partido Aprista<sup>16</sup> ganó las elecciones presidenciales, y después de más de medio año en el poder no está claro cuál será el rumbo que seguirá el país. Aunque el partido de gobierno no logró mayoría en el Parlamento, lo que le permitiría cierto respaldo para el cambio del marco legal vigente, el nivel de aceptación del presidente García se encuentra cercano al 60%. En todo caso, hay algunos temas en la agenda política que son cruciales para la estabilidad de largo plazo del país: a) lucha contra la pobreza, b) descentralización, c) reforma del Estado y d) generación de empleo. Las autoridades gubernamentales están tratando de atacar estos problemas, pero los resultados de estas políticas se verán en el largo plazo.

Sin embargo, las grandes debilidades del Perú se centran alrededor de los problemas sociales. El crecimiento poblacional es sostenido, pero se observa concentración en las ciudades de la costa, lo que evidencia no solo el centralismo, sino el atraso en el cual viven las otras regiones del país. La diferencia de ingresos entre ricos y pobres es muy grande, la más pronunciada de la región. Otro problema social muy importante es la ofensiva del narcotráfico, al punto que dos líderes cocaleros han sido elegidos parlamentarios. Finalmente, es necesario notar que las normas legales establecen con precisión los cuidados ambientales que debe tener en cuenta la minería en el Perú. En todo caso, diversas unidades mineras han tenido problemas con las comunidades nativas establecidas en los alrededores de sus operaciones.

### Cuadro 19. Perú: previsiones anuales

	2004	2005	2006**	2007***	2008***
PIB (%)	4,8	6,4	7,4	6,3	6,0
Inflación IPC (% fin de año)	3,5	1,5	1,1	1,9	2,5
Balanza comercial (m.M.\$)	2,8	5,3	8,5	7,0	6,0
Cuenta corriente (m.M.\$)	0,0	1,1	1,7	0,7	-0,7
% PIB	0,0	1,4	1,9	0,7	-0,7
Reservas (m.M.\$, fin de año)	12,6	14,1	17,3	18,0	18,5
Tipo de cambio (fin de año vs. US\$)	3,28	3,42	3,20	3,22	3,30
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-0,3	1,0	-0,5	-0,8
Tasa de interés* (fin de año)	3,0	3,3	4,5	5,0	5,0
Tipo de cambio efectivo real (fin de año, dic. 97=100)					
BBVA-MAP (fin de año, jun. 95=100)					
*Tasa interbancaria en moneda nacional					

Fuente: Banco Bilbao Vizcaya-Banco Continental.

\*\* Estimado.

\*\*\* Proyectado.

15. Fuente: <[http://www.fitchca.com/cpf-fitch\\_revisa\\_perspectiva\\_d1.html](http://www.fitchca.com/cpf-fitch_revisa_perspectiva_d1.html)>.

16. APRA: Alianza Popular Revolucionaria Americana.

## Anexo 1

**Compañía Minera Milpo S. A. A. y subsidiarias**  
**Balance General**  
**(miles de dólares)**

	2006	2005	2004	2003
<b>Activo</b>				
<b>Activo corriente</b>				
Efectivos y equivalentes de efectivo	51 231	33 799	31 954	14 349
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	23 439	8 201	7 739	3 922
Otras cuentas por cobrar (neto)	11 433	8 439	1 220	1 563
Existencias (neto)	18 768	13 921	11 406	9 363
Gastos diferidos	692	1 230	4 698	5 650
Total activo corriente	105 563	65 590	57 017	34 847
<b>Activo no corriente</b>				
Inversiones financieras	1 855	1 497	1 045	13 097
Otras cuentas por cobrar	-	250	250	262
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	100 947	86 076	78 331	74 666
Activos intangibles (neto)	98 372	64 331	46 651	42 556
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	2 751	519	2 156	453
Otros activos	-	-	1 380	-
Total activo no corriente	203 925	152 673	129 813	131 033
Total activo	309 488	218 263	186 830	165 880
<b>Pasivo y Patrimonio</b>				
<b>Pasivo corriente</b>				
Obligaciones financieras	1 894	3 362	2 855	8 720
Cuentas por pagar comerciales	17 046	10 584	10 274	12 736
Impuesto a la renta y participaciones corrientes	23 413	9 621	-	-
Otras cuentas por pagar	19 403	7 045	8 085	8 308
Pasivos por instrumentos financieros derivados	2 886	14 428	14 660	13 306
Total pasivo corriente	64 642	45 040	35 875	43 070
<b>Pasivo no corriente</b>				
Obligaciones financieras	1 428	39 448	41 384	51 775
Instrumentos derivados	-	-	7 280	6 141
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	5 134	3 887	3 682	2 542
Otras cuentas por pagar	8 267	3 340	1 961	1 236
Total pasivo no corriente	14 829	46 675	54 307	61 694
Total pasivo	79 471	91 715	90 182	104 765
<b>Patrimonio neto</b>				
Capital	124 553	109 953	101 382	70 013
Acciones de inversión	2 184	1 955	1 768	1 429
Reservas legales	18 322	8 695	6 774	4 868
Otras reservas	30	6 963	(407)	(10 607)
Utilidades no distribuidas	84 928	20 999	3 735	3 449
Pérdida no realizada por instrumentos derivados	-	(22 017)	(16 605)	(8 038)
Total patrimonio neto atribuible a la matriz	230 017	125 548	96 648	61 116
Total Pasivo y Patrimonio	309 488	218 263	186 830	165 880

**Compañía Minera Milpo S. A. A. y subsidiarias**  
**Estado de Ganancias y Pérdidas**  
**(miles de dólares)**

	2006	2005	2004	2003
<b>Ingresos operacionales</b>				
Ventas netas (ingresos operacionales)	279 961	122 060	97 892	77 876
Otros ingresos operacionales	-	-	1 636	2 878
Total de ingresos brutos	279 961	122 060	99 528	80 754
<b>Costos operativos</b>				
Depreciación	(76 265)	(47 989)	(49 584)	(41 728)
Total costos operacionales	(10 149)	(6 638)	(7 879)	(7 121)
Utilidad bruta	(86 414)	(54 627)	(57 463)	(48 850)
<b>Gastos operacionales</b>				
Gastos de ventas	193 547	67 433	42 064	31 904
Gastos de administración	(6 501)	(5 887)	(4 733)	(4 626)
Exploración y amortización de proyectos	(6 867)	(5 099)	(4 551)	(5 317)
Total gastos operacionales	(7 173)	(4 264)	(3 366)	(1 890)
Utilidad operativa	(20 541)	(15 250)	(12 650)	(11 833)
<b>Resultados de actividades no operacionales</b>				
Ganancia en la venta de inversiones	173 006	52 183	29 415	20 071
Ingresos financieros	-	-	8 315	529
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados	1 199	772	257	204
Gastos financieros	(28 611)	(17 135)	(14 982)	(2 709)
Participación en los resultados de partes relacionadas por el método de participación	(4 046)	(3 447)	(3 425)	(3 768)
Aporte económico extraordinario temporal	-	-	2 383	2 049
Otros (neto)	(3 333)	-	-	-
Ganancia (pérdida) por translación	(5 915)	(346)	(2 907)	(421)
Amortización del crédito mercantil	479	(1 095)	(383)	(447)
Provisión por desvalorización de inversiones	-	-	-	(277)
	-	-	-	(121)
	(40 227)	(21 251)	(10 741)	(4 961)
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	132 779	30 932	18 673	15 110
<b>Impuestos</b>				
Participación de los trabajadores	(11 302)	(3 533)	(689)	(1 213)
Impuesto a la renta	(25 207)	(8 161)	(1 612)	(683)
Utilidad neta	96 270	19 238	16 373	13 215

**Compañía Minera Milpo S. A. A. y subsidiarias**  
**Estado de Flujo de Efectivo**  
**(miles de dólares)**

	2006	2005	2004	2003
<b>Actividades de operación</b>				
Venta de bienes o servicios (ingresos operacionales)	264 723	121 594	95 927	88 801
Otros cobros de efectivo relativos a la actividad	-	-	1 060	-
Proveedores de bienes y servicios	(56 629)	(35 308)	(50 676)	(36 565)
Remuneraciones y beneficios sociales	(24 472)	(17 921)	(12 553)	(14 783)
Tributos	(29 053)	(4 022)	(2 311)	(1 800)
Intereses y rendimientos (no incluidos en financiación)	4 046	(3 447)	-	-
Regalías	(271)	-	(3 425)	(4 461)
Otros pagos de efectivo relativos a la actividad	(30 420)	(27 321)	(24 068)	2 654
Efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de operación	119 832	33 575	3 955	33 845
<b>Actividades de inversión</b>				
Venta de valores e inversiones permanentes	-	-	48 380	3 120
Venta de inmuebles, maquinaria y equipo	-	-	329	736
Compra de inmuebles, maquinaria y equipo	(28 520)	(15 073)	(9 220)	(2 229)
Desembolsos por actividades de exploración y desarrollo	(27 945)	(13 549)	(2 628)	(15 998)
Otras adquisiciones	(358)	(453)	(1 533)	-
Efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de inversión	(56 823)	(29 075)	35 328	(14 371)
<b>Actividades de financiación</b>				
Aumento de préstamos bancarios	1 204	1 767	1 259	-
Pago de deudas de largo plazo	(40 577)	(1 917)	(21 833)	(9 389)
Dividendos pagados a accionistas de la matriz	(6 204)	(2 490)	(1 896)	-
Efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de financiación	(45 577)	(2 640)	(22 470)	(9 389)
Aumento (disminución) neto de efectivo y equivalente de efectivo	17 432	1 860	16 813	10 085
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al inicio del ejercicio	33 799	31 939	15 140	5 056
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al finalizar el ejercicio	51 231	33 799	31 954	15 140

A continuación, se presenta el detalle de las ventas de concentrados y de los costos de operación para el periodo 2003-2006. Todas las cifras están en dólares estadounidenses, excepto los volúmenes vendidos, que se encuentran en toneladas métricas secas.

	2006	2005	2004	2003
<b>Ventas netas</b>				
Concentrado de zinc	142 109	55 914	-	-
Concentrado de plomo	41 696	25 425	-	-
Concentrado de cobre	10 124	5 741	-	-
Cátodos y sulfato de cobre	85 335	33 387	-	-
Otros	697	1 593	-	-
	<u>279 961</u>	<u>122 060</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
<b>Volúmenes vendidos (TMS)</b>				
Concentrado de plomo	30 878	31 594	25 471	42 287
Concentrado de zinc	142 418	165 925	174 658	168 103
Concentrado de cobre	4 590	5 115	3 978	3 782
Cátodos de cobre y sulfato de cobre	28 324	9 160	10 092	8 521
<b>Costos operativos</b>				
Compra de concentrados y mineral a terceros	21 351	5 699	7 461	5 878
Suministros	11 981	10 959	10 477	9 061
Gastos de personal	14 413	13 193	11 973	9 905
Compra de cátodos de cobre a terceros	166	767	-	-
<b>Gastos de producción</b>				
Contratistas	17 563	10 449	11 471	9 333
Consumo de electricidad	3 856	3 192	3 166	3 613
Mantenimiento y reparación	2 100	1 888	1 520	1 490
Alquiler de maquinaria	1 941	1 439	1 399	1 194
Otros costos operativos	2 957	403	2 118	1 254
	<u>76 328</u>	<u>47 989</u>	<u>49 584</u>	<u>41 728</u>
<b>Gastos generales y administrativos</b>				
Gastos de personal	3 384	2 328	2 401	3 021
Servicios prestados por terceros	1 361	1 039	797	669
Remuneración del directorio y la gerencia	1 591	1 311	631	645
Programa de reestructuración	-	-	121	105
Tributos	25	27	200	63
Cargas diversas de gestión	506	394	403	814
	<u>6 867</u>	<u>5 099</u>	<u>4 551</u>	<u>5 317</u>
<b>Gastos de ventas</b>				
Fletes	4 619	4 297	3 341	2 750
Gastos de embarque	954	995	891	1 293
Otros	928	595	501	583
	<u>6 501</u>	<u>5 887</u>	<u>4 733</u>	<u>4 626</u>

## Anexo 2

<http://www.theaustralian.news.com.au/story/0,20867,21374907-15023,00.html>

### BASE METAL PRICES ARE HEADED DOWNWARDS

March 13, 2007

THE world slowdown has been delayed - not cancelled. That is the message from the metals analysts at BNP Paribas in London and they say - with the exception of tin - base metals are headed for a fall.

Headed by ex-Commonwealth Bank commodity strategist David Thurtell, the BNP team believes that the conditions remain in place for a slowdown: real interest rates are rising in the major economies and the US housing sector is in recession.

Moreover, fiscal policy has been tightened in two of the larger European economies and a number of central banks have continued to remove their stimulatory monetary stance, most notably the People's Bank of China, the Bank of Japan, the European Central Bank (ECB) and the Bank of England.

"We suspect that activity in Germany will weaken significantly in 2007," the BNP analysts said in the latest quarterly base metals report, The Base Case. The reasoning behind this is the rise in the euro and the ECB raising interest rates.

Adding to world woes is the fall in housing prices in the US, with mortgage defaults rising and the practice of mortgage equity withdrawal (otherwise known as using your house as an ATM) has all but dried up.

This is the background to BNP Paribas' outlook for the metals:

- \* Aluminium will see a surplus this year with the level of Chinese exports being the key to prices. After being roughly in balance in 2006, global supply is set to exceed demand by between 300,000 tonnes and 400,000 tonnes in 2007, as a result of which the London Metal Exchange price should register modest falls, the bank said. The extent to which the price declines in 2007 depended on the pace of US and European economic growth over the coming six months. But with the decline of net Chinese exports, the LME price was expected to be underpinned at \$US2150/tonne. Firmer world growth and lower Chinese exports could see the aluminium market move back into balance in 2008 and the price rebound to an average \$US2250/tonne.
- \* Copper prices have already been hit by reduced Chinese and US use of the red metal and concerns about future supplies have eased considerably. BNP Paribas believes the market will ease further through 2007 and 2008. The bank noted that copper's fall in the past five months had been as spectacular as its rise. This was due, in part, to the significant positions taken in the market by speculators. The first stage of the sharp decline in copper prices was demand-led; increasing supplies of the metal would drive the next down-leg in the copper price cycle, surpluses being around 200,000 tonnes in 2007 and 2008. Spot copper should average \$US5600/tonne in 2007 and \$US4650/tonne in 2008 - compared to \$US6732 in 2006.

- \* Nickel supply problems have pushed prices higher but BNP expects prices to weaken. Production growth looked likely to strengthen in 2008. CVRD's Onca Puma nickel mine in Brazil's Amazon may open as much as two months earlier than the targeted November 2008 and it will add 55,000 tonnes a year to world nickel supply. PT Aneka Tambang, Indonesia's second largest nickel miner, aims to lift production by 22,000 tonnes in 2008. Nickel prices should average a still very high \$US33,000/tonne in 2007 but fall to \$US20,500/tonne in 2008.
- \* The outlook for zinc will be affected by China turning exporter and the bank believes the metal's market will ease significantly in the second half of this year, allowing the supply of zinc to progressively catch up with demand as 2007 progresses. Prices should average \$US3325/tonne this year, \$US2700/tonne in 2008.
- \* While lead supplies have seen the market tighten and demand remaining solid, especially in China, the bank sees a significant easing in this metal's price in 2007. At around \$US1820/tonne last week, the price was double that recorded in November 2005. (However, LME prices rose overnight, lead being up 8 per cent to \$US1915/tonne on news that Toronto-based Ivernia announced that shipments of lead concentrate from its Magellan mine in Western Australia had been halted, pending the outcome of an investigation into the recent death of several birds in Western Australia, possibly from lead poisoning. Magellan produced 63,200 tonnes of lead metal in concentrate last year.) BNP Paribas predicts that the lead market will ease significantly in the second half of 2007 as a wave of new lead-zinc mines provides more concentrate feed. The spot price should average \$US1600/tonne in 2007 and \$US1310/tonne in 2008.
- \* But tin is the odd man out, with the bank expecting prices to push still higher. The price has gone from \$US10,150/tonne in November to \$US13,700/tonne overnight due to Indonesia clamping down on illegal production and concerns about supply out of Bolivia. The bank believes that the clamp-down in Indonesia will underpin tin prices at relatively high levels over the next two years, and growth in Chinese output this year will be insufficient to make up the gap. With stocks falling, the LME spot should push to \$US15,000 by mid-2007, but ease next year.

## **NSW GAS DEPENDENCE END IN SIGHT**

COAL seam gas, rather than the coal itself, is now being investigated as a future source of power generation feed in NSW. But the move by Eastern Star Gas (ESG) and government-owned utility Macquarie Generation has much wider ramifications than just feedstock for one power station.

ESG claims that the days of NSW being totally dependent on gas from other parts of Australia - namely the Cooper Basin and Bass Strait - may soon be over. The junior and its partner, Houston-based Gstar, have signed a memorandum of understanding with Macquarie to look at piping gas to the Bayswater power station in the Hunter Valley.

The two gas explorers are developing a coal seam gas field in the Gunnedah Basin, lying east of the towns of Gunnedah and Narrabri. The utility, with generating capacity of 2640 megawatts, is now coal-fueled but the plan is for Macquarie to use coal seam gas to reheat the steam from the existing generators and then pump the recycled energy through a new set of generators to expand power output.

ESH managing director Dennis Morton said the company plans to build a pipeline the 250km to Bayswater and possibly the 370km to Newcastle. He believes there is enough gas in the coal seams at Gunnedah to not only supply the power utility but also the Sydney-Newcastle-Wollongong market.

#### **ANNOUNCED TODAY**

- \* Elkedra Diamonds (EDN) said it will spin-off its uranium and base metals prospects into a new company. The so far unnamed new firm will hold 8000sq km of exploration licences, mostly in the Northern Territory.
- \* Gold and base metals explorer Montezuma Mining Co (MZM) has decided it does not want to be left out of the uranium hayride. The company has taken a 70 per cent interest in the Robinson Range uranium project in a deal with Greater Pacific Gold (GPN). The project is located 125km north of Meekatharra in Western Australia.
- \* West Australian Metals (WME) has begun drilling at its Marenica uranium project in Namibia. Meanwhile, the company has been an additional exploration licence at the Scaddan uranium project in Western Australia, bringing the area 75km northeast of Esperance to 300sq km.

**<http://www.thebulliondesk.com>**

Monday, April 2, 2007 9:14 GMT

Daily Report

By James Moore

The Bullion Desk

#### **GOLD SUPPORTED BY OIL/IRAN BUT VULNERABLE TO CORRECTION**

Despite volatility in other markets gold remained confined to a \$7 range Friday as month end positioning kept the market capped while the heightened tensions in the Middle east kept the market underpinned. In the currencies the greenback finished lower across the board as news of import tariffs negated the impact of strong PCE and manufacturing data. EUR/USD settled at 1.3355 having touched a high of 1.3401, while the Yen closed at 117.78. Economic data today will show the ISM Index for March, forecast at 51.5%, while the line-up for the rest of the week includes the ISM Service Index Wednesday and Non-farm payrolls Friday. Tensions between Iran and west continued to boost oil prices with NYMEX crude trading to \$66.78 before settling at \$65.87/barrel.

Gold's dip Thursday led to some light profit taking as Friday's session got underway in Asia however the yellow metal remained underpinned as the ongoing discussions between London and Tehran, and rising energy prices prompted safe-haven buying interest. Gold posted the days low at \$660.70 in Asia and tracked largely sideways across Asia, briefly touching \$665 on the US opening before firm US data led gold back towards the days low. Bargain hunter and physical players again provided support with gold spiking a little later as the dollar fell sharply as the US announced import duties on goods from China. Gold jumped to a high of \$667.70 but quickly ran into profit taking, trading out the day between \$662-65.

Gold closed the first quarter at \$663, posting a gain of \$6.20 on the week and \$27.30 on the quarter, but while the metal has lacked upside momentum over the past few weeks we are now moving into what is traditionally the strongest period for physical demand, with the start of the monsoon/wedding season later in the month. Further resistance is expected between \$670-72 however successful clearance should enable gold to challenge \$675-78 before targeting February's high around \$689. CFTC data Friday showed a modest increase in the COMEX/CBOT non-commercial net long, rising 12.862-tonnes to 318.995-t.

The bullish mood in copper and modest gains in gold led silver to finish Friday up 10-cents at \$13.37, posting a gain of 24-cent on the week and 53-cents on the quarter.

Silver is still lacking direction of its own for the moment as traders look to gold and the base metals. \$13.45 chart resistance remains a sticking point and with technical indicators pointing lower there is the risk silver may test back to \$12.80 before \$14 is re-tested. The non-commercial net long increased 2.57M/oz in the week of March 27th to 160.39M/ozs.

Platinum rallied back to challenge the \$1245 chart resistance Friday, setting the days high of \$1246 on the AM fix before settling at \$1242.

Platinum continues to post solid gains as the metal remains buoyed by its tight supply/demand balance. The white metal posted a 9.5% gains across Q1 and may look to challenge February's \$1259 high once \$1245 is cleared.

Friday's Commitment of Traders report reflected the modest fund profit taking seen across the past two-weeks; however the metal remains comfortable straddling \$350, while chart indicators suggest a move back to \$360. The non-commercial net long fell 13,700/ozs to 665k/ozs.

<http://www.asiamoney.com/default.asp?Page=7&PUBID=185&ISS=23606&SID=679650>

#### **Research report**

Source: asiamoney

Date: 14th March 2007

**FOLLOWING THE MARKET CORRECTIONS IN COMMODITY PRICES DURING 2006, DO YOU ANTICIPATE MORE VOLATILITY THIS YEAR? WHAT IN YOUR OPINION ARE THE CHIEF INVESTMENT OPPORTUNITIES?**

#### **Ghee Peh, Regional base metals and mining analyst, UBS securities**

With the growth of commodities as an asset class and the increase in investment flows, one should expect more volatility. The base metal and gold price moves for the first two months of this year have demonstrated this.

We believe that the much misunderstood and low-profile coal sector is the chief investment opportunity for 2007. A tenet of commodities is that if supply does not match demand then prices will go up. The role of speculators on the demand and supply sides and of substitute commodities can go some way to mitigate any upside price moves. In our view, there is an absence of speculation and economic substitutes for coal, so the tenet applies.

We have had a positive outlook both on the regional and China thermal coal price, and recent events have confirmed this. The 2007 Australia-Japan coal benchmark has been settled at US\$55.5/tonne, up US\$3 year-on-year, while in January 2007 China turned net importer of coal for the first time with exports of 3.3 metric tonnes, (down 20% year-on-year), but imports of 4.7 metric tonnes (up 81% year-on-year). As recently as 2003, China was the world's second largest coal exporter.

What happened? Applying the above tenet, China coal supply is not keeping up with demand. The Chinese coal supply faces four challenges: mining, with the majority of mines deep underground; geological, with the 55% lower energy value of coal; infrastructure, with coal located in the northwest and southwest; and policy, with authorities looking to impose new safety and environment related charges on producers.

The next step is to ask if there are any factors that could explain the 10% rise in China spot coal price since November. Coal is not a commodity that facilitates the use of derivatives for speculation. On the issue of substitutes, because coal is much cheaper than diesel and natural gas in generating electricity there is some room for a coal price rise before other energy alternatives become viable.

We expect that China will continue importing coal and reducing exports. This should have a beneficial impact on the regional coal price. We note that Tata Power has bid for Indonesian coal assets. Coal may not keep its low profile for long.

#### **Tobias Merath, commodity analyst, Credit Suisse**

With the correction in commodity prices last year and the current recovery, volatility in the markets has further intensified. Commodity price volatility has been rising since 2002, and the Dow Jones AIG Commodity Index now exhibits volatility around 20%. So the pattern on the commodity markets contrasts with other asset classes, such as equities or bonds, where volatility has followed a downward trend.

This is quite pronounced in the stock markets. The volatility of the MSCI World Index of 7% exceeds that of the JPMorgan World Bond Index by just 200 basis points. The drop in volatility is attributable to numerous factors. Academic literature points to the reduced variability of interest and inflation rates.

Robust growth and expanding investment in infrastructure have led to a tight supply-side situation on many markets. This has triggered movements in prices. At the same time, the reduced variability of interest rates underpins economic growth and should also lead to elevated volatility in commodity markets in coming months.

But large price movements spark a greater need for hedging on the producer, as well as the consumer, side. Investors are thus in a position to fulfil this growing need and, in this way, are also able to earn a risk premium.

There are still investment opportunities in the commodity universe. We expect the price of gold to increase above US\$700. An investment in selected base metals should also become attractive this year, when global economic growth picks up. Low inventories and demand from China should lead to higher prices for copper and zinc.

### **Michael Lewis, MD and global head of commodities research, Deutsche Bank**

For many commodities, the start of the current bull run dates back to November 2001. As a result, this bull cycle has been one of the most powerful and durable on record.

However, like the popular English nursery rhyme, successive bottles to this rally appear to be falling one by one. This is increasing market concern that nominal and real commodity price appreciation has now been exhausted.

We are maintaining our bullish assessment towards the grains and precious metals complex. We also expect crude oil as well as industrial metal prices to recover into the second quarter.

- Oil: After the weather induced sell-off in crude oil, we expect oil prices to recover on the back of strong world gross domestic product growth and further downgrades to non-OPEC oil production growth.
- Grains: Tightening inventories, rising use of corn for ethanol production, China's increasing appetite for cattle feed and the possibility of La Niña sustaining droughts across the Americas poses further upside price risks this year.
- Industrial metals: This was the best performing commodity sector last year. We continue to ascribe to a structural shift in long-term prices and consequently expect the back-ends of these markets to remain underpinned.
- Precious metals: The risk of a rebound in the US dollar is the main event risk this year. Even so, we still expect producer de-hedging and rising fabrication demand to push gold prices and implied volatility higher into 2008.
- US natural gas: This was the worst performing commodity in terms of spot price performance last year. However, we expect that disappointing US gas production growth will come to the rescue and push prices higher.
- Commodity indices: We expect another year of divergent commodity index returns in 2007. We are maintaining our long Deutsche Bank Commodities Index (DBCI)-Mean Reversion vs. short Goldman Sachs Commodity Index as well as our long DBLCI-Optimum Yield vs. short DBLCI trading recommendations.

### **Francisco Blanch, Head of Global Commodity Research, Merrill Lynch**

The current economic expansion has been one of the broadest, longest, strongest and least volatile in history, with annual global GDP growth rates ranging from 4.1% to 5.3% in the last four years. This has lent significant support to base metals prices. Looking forward, we believe the strong economic momentum will likely continue over the next few quarters.

In the near-term, firm Chinese domestic consumption, a stabilisation in the US housing market and an end to inventory adjustment in the US auto and electronics sector will further support base metal prices. Moreover, copper, zinc and nickel inventories are still very low, so small changes to the underlying supply and demand conditions could result in significant price swings, suggesting that prices will remain extremely volatile.

We expect aluminium prices to remain strong in the near-term, supported by low global inventories in terms of forward demand, falling Chinese exports and strengthening global demand. However, the combination of lower alumina and energy prices together with a build-up in smelter capacity around the world suggests that sharp price rises from current levels are unlikely.

While the copper market should be in surplus this year, copper prices are likely to be driven higher over coming months by the strong growth in Chinese consumption and the bottoming out of the US housing market downturn.

Fundamentals for zinc are strong and we expect prices to continue to rise in 2007, while nickel has weak short-term, but strong long-term fundamentals.

In the medium-term, our view is that base metals could resume super-cyclical price adjustments beyond 2007. During a super cycle, prices spike in order to choke off soaring demand in the face of extremely low inventories and a limited capacity cushion, typically the result of years of underinvestment in supply infrastructure.

The combination of a less volatile global macro economy, strong commodity-intensive emerging markets growth, and a rapidly expanding global urban population, could add upward pressure to base metal prices in 2008.

Should global economic growth remain at elevated rates of 4% to 5%, demand will likely catch up again quickly with supply across many of the industrial metals markets.

**[http://www.moody.com/moodys/cust/displaySummary.asp?busLineId=12&original=1&document\\_id=150630000004913](http://www.moody.com/moodys/cust/displaySummary.asp?busLineId=12&original=1&document_id=150630000004913)**

## **PERU UPGRADE REVIEW AT BA3 BONDS, BA2 CEILING**

### **PRESS RELEASE**

New York, March 08, 2007 – Moody's Investors Service has placed on review for possible upgrade Peru's foreign currency ratings. The review will examine the extent to which reduced external credit vulnerabilities and the presence of lower external debt indicators have led to a sustained improvement in Peru's relative credit standing, particularly under medium-term scenarios that incorporate less favorable international economic and financial conditions.

The review includes Peru's Ba2 foreign currency country ceiling for bonds and the government's Ba3 foreign-currency bond rating. The country bond ceiling is based on the government bond rating and Moody's assessment of a moderate risk of a payments moratorium in the event of a government bond default.

The country's B1 ceiling for foreign currency bank deposits also has been placed on review for an upgrade. The Baa1 local currency deposit ceiling and the A3 local currency bond ceiling - the highest possible rating that could be assigned to obligors and obligations denominated in local currency within the country - are not on review.

“Peru’s external credit indicators have improved significantly, as evidenced by a continuous decline in external debt ratios, a strengthened international reserve position, and robust export growth,” said Moody’s Vice President Mauro Leos. “Peru’s external credit indicators are improving and converging towards the mean values for Ba-rated countries,” noted Leos.

Leos said that as part of the review process, Moody’s will evaluate the government’s ability to manage adverse external shocks to public finances and the external accounts, as well as those resulting from socio-political constraints present in Peru. Risks from a less benign international environment could stem from (i) a sustained reduction in commodity prices, metals prices in particular; (ii) a deceleration in world economic growth; and (iii) increased financial volatility.

Because of credit risks related to Peru’s high share of foreign currency-denominated government debt, the review will also include an assessment of efforts by the authorities to address this situation. The review will evaluate the anticipated changes in the currency composition of government debt and the likely implications for the government’s credit risk profile.

At the same time, the review will evaluate the anticipated impact on Peru’s external and fiscal accounts of upcoming projects in the mining and energy sectors that, once operational, are expected to have a positive influence on medium-term growth and export prospects.

Lastly, given the presence of a banking system characterized by a relatively high, albeit declining, degree of financial dollarization, the review will evaluate the authorities’ ability to provide support if a financial stress scenario were to materialize.