

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE LA GERENCIA AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO 2011

US\$ Millones	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
VENTAS	341.2	227.2	50.2%	614.9	437.3	40.6%
EBITDA	184.1	105.2	75.1%	339.9	215.1	58.0%
UTILIDAD NETA	100.9	63.6	58.7%	191.1	125.1	52.7%

El presente documento representa un análisis resumido de los resultados económicos y financieros más importantes correspondientes al segundo trimestre del año 2011.

I. Aspectos Generales:

Para un mejor análisis de los resultados de la Compañía, es importante describir el comportamiento de algunas cotizaciones y variables macroeconómicas que han incidido en tales resultados.

1. La cotización internacional promedio del segundo trimestre del año 2011 de zinc (Zn), plomo (Pb) y plata (Ag), principales metales producidos por la Compañía, se incrementó en 11.3%, 31.2% y 108.4%, respectivamente, en comparación a similar periodo del año anterior.

Cuadro 1: Cotizaciones promedio

Metal	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Zn (US\$/TM)	2,254	2,026	11.3	2,325	2,158	7.8
Pb (US\$/TM)	2,558	1,950	31.2	2,581	2,086	23.8
Ag (US\$/Oz)	38.2	18.3	108.4	34.92	17.62	98.2

Fuente: Reuters

2. El tipo de cambio promedio del segundo trimestre del año 2011 fue S/. 2.786 por US\$. Esta cotización representa una apreciación del nuevo sol de 2.0%, si la comparamos con la cotización promedio del segundo trimestre del año 2010 (S/. 2.842 por US\$). – Fuente: bcrp.gob.pe
3. El precio del petróleo Brent al término del segundo trimestre del 2011 tuvo una cotización de US\$ 111.71 por barril, un incremento de 49% respecto a la cotización al término del segundo trimestre del año 2010 (US\$ 74.94 por barril). – Fuente: EIA.gov.us

4. La inflación acumulada (IPM) del segundo trimestre del año 2011 fue 1.72% versus 1.15% correspondiente al mismo periodo del año 2010. El índice de precios al consumidor (IPC) del segundo trimestre del año 2011 fue 0.76% versus 0.51% correspondiente al segundo trimestre del año 2010. – Fuente: bcrp.gob.pe
5. La producción nacional de los principales minerales, excepto el hierro, ha experimentado una reducción en los primeros 5 meses del año 2011 si la comparamos con la producción del mismo periodo del año 2010. El detalle se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 2: Producción de minerales en el Perú

Producción	Unidades	Ene - May 11	Ene - May 10	Var (%)
Cobre	TMF	486,483	498,974	(2.5)
Oro	Kg. Finos	63,361	69,177	(8.4)
Zinc	TMF	551,211	612,536	(10.0)
Plata	Kg. Finos	1,352,953	1,459,540	(7.3)
Plomo	TMF	87,177	111,240	(21.6)
Hierro	TMF	3,050,039	2,401,516	27.0

Fuente: Ministerio de Energía y Minas

II. Análisis de los Resultados Operativos

1. Producción

El volumen de mineral tratado durante el segundo trimestre del año 2011 se incrementó 2.2% en la Unidad Minera Yauli y 1.5% en la Unidad Minera Chungar respecto a similar periodo del año 2010. En la Unidad Minera Cerro de Pasco, el tratamiento de mineral experimentó una reducción de 40.6%, explicada en su totalidad por el anunciado programa de optimización de operaciones de la mina subterránea y el tajo abierto. Cabe recordar que este programa implicó una disminución a aproximadamente 5,000 TM de tratamiento de mineral por día a partir del último trimestre del año 2010. El programa permitirá mejorar la rentabilidad de la operación en el corto y mediano plazo a través de las mejores leyes y recuperaciones de la mina subterránea y de proyectos metalúrgicos como los de Óxidos de Ag y Piritas de Ag – Cu, así como el desarrollo de la unidad de Vinchos. En el caso de las Piritas, en una etapa pre-operativa se han obtenido en lo que va del año 618 mil onzas de plata.

Respecto a los finos, observamos que en el segundo trimestre del 2011 la producción de finos de zinc y de plomo se redujo en 11.7% y 20.2%, respectivamente, en relación al mismo periodo del 2010. Esto se explica principalmente por el menor tonelaje tratado en Cerro de Pasco, y en el caso del plomo, debido también a una reducción en las leyes del mineral extraído. En el caso de la producción de finos de plata, se logró un incremento de 2.6%, explicado por una mayor producción de plata en todas las unidades. Finalmente, la producción de finos de cobre disminuyó en 23.6%, debido al menor aporte de proyectos en fase de evaluación en la Unidad Minera Yauli.

Cuadro 3: Mineral tratado

Mineral Tratado (Miles de TM)						
Unidad	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Yauli	874	855	2.2	1,727	1,692	2.1
Cerro de Pasco*	625	1,052	(40.6)	1,190	2,019	(41.1)
Chungar	371	366	1.5	736	729	1.1
Vinchos**	0	3		0	45	
Alpamarca**	0	73		0	113	
Total Volcan	1,870	2,348	(20.4)	3,654	4,597	(20.5)

Cuadro 4: Producción de finos

Unidad	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Zinc (TM)						
Yauli	37,672	39,544	(4.7)	77,766	77,614	0.2
Cerro de Pasco*	14,340	22,239	(35.5)	30,753	46,650	(34.1)
Chungar	26,272	25,991	1.1	51,888	51,517	0.7
Vinchos**	0	0		0	114	
Alpamarca**	0	850		0	1,309	
Total Volcan	78,284	88,624	(11.7)	160,407	177,204	(9.5)

Plomo (TM)						
Yauli	5,965	4,083	46.1	11,161	8,373	33.3
Cerro de Pasco*	3,716	7,735	(52.0)	7,394	15,185	(51.3)
Chungar	4,492	5,268	(14.7)	8,569	10,764	(20.4)
Vinchos**	0	25		0	307	
Alpamarca**	0	661		0	1,068	
Total Volcan	14,174	17,772	(20.2)	27,123	35,697	(24.0)

Plata (Miles Oz)						
Yauli	2,626	2,465	6.5	5,358	5,101	5.0
Cerro de Pasco*	1,467	1,362	7.7	2,672	2,332	14.6
Chungar	1,285	1,241	3.5	2,450	2,250	8.9
Vinchos**	0	5		0	101	
Alpamarca**	0	168		0	251	
Total Volcan	5,378	5,240	2.6	10,480	10,035	4.4

Cobre (TM)						
Yauli	508	782	(35.1)	1,225	1,388	(11.7)
Cerro de Pasco*	0	2		0	4	(100.0)
Chungar	275	219	25.3	497	458	8.4
Alpamarca**	0	20		0	33	
Total Volcan	783	1,024	(23.6)	1,722	1,883	(8.6)

* La disminución de la producción en la Unidad Cerro de Pasco se explica por la reducción del tonelaje asociado al programa de optimización de operaciones de la mina subterránea y el tajo abierto; el incremento en finos de plata se debe a la producción pre-operativa del proyecto de Piritas

** Las operaciones de Vinchos y Alpamarca fueron detenidas temporalmente en abril y agosto del año 2010, respectivamente, para preparar su posterior relanzamiento

2. Costos Operativos

En el segundo trimestre del año 2011, el costo unitario consolidado llegó a 51.0 US\$/TM versus 38.5 US\$/TM en el mismo periodo del año anterior. El incremento se explica principalmente por la reducción del tonelaje producido en la Unidad de Cerro de Pasco, cuyos efectos más importantes se explican a continuación:

- Cambio de la mezcla de producción de la Unidad Minera Cerro de Pasco, debido al incremento del aporte de mineral de mina subterránea (53% en el IIT 2011 versus 35% en el IIT 2010) y disminución del aporte de mineral de tajo abierto. En lo que va del año 2011, el costo unitario de mina subterránea fue 30.6 US\$/TM versus el costo unitario de tajo abierto que fue 4.5 US\$/TM. No obstante, las mayores leyes y mejores recuperaciones del mineral proveniente de mina subterránea generan que su valor unitario compense su mayor costo unitario y genere una mayor contribución por TM.
- Incremento en el costo fijo por tonelada tratada en la Unidad Cerro de Pasco, como consecuencia de la disminución programada del tonelaje tratado proveniente del tajo abierto.

Adicionalmente, los costos se han visto afectados de manera importante por las mayores tarifas de servicios de contratistas y de energía, así como por los incrementos en los precios de materiales y suministros como el diesel, explosivos, cal, sulfato de cobre, bolas de acero y maderas, debido a una creciente inflación del sector, resultado del incremento en los precios de los “commodities”.

Cuadro 5: Costo unitario directo de producción (US\$/TM)

Unidad	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Yauli	53.9	50.4	7.0	51.9	49.4	5.0
Cerro de Pasco	44.2	24.2	82.6	42.8	23.9	79.0
Chungar	52.6	50.0	5.2	52.6	49.8	5.6
Vinchos*	-	9.4		-	56.2	
Alpamarca*	-	47.4		-	41.6	
Total Volcan	51.0	38.5	32.5	49.5	38.4	28.9

* Las operaciones de Vinchos y Alpamarca fueron detenidas temporalmente en abril y agosto del año 2010, respectivamente, para preparar su posterior relanzamiento

3. Inversiones

Operativas:

Durante el segundo trimestre del año 2011 las inversiones de la Compañía ascendieron a US\$ 54.3 millones, cifra que representa un incremento de 8.5% respecto a las inversiones realizadas en el mismo periodo del año anterior (US\$ 50 millones).

En el primer semestre del año 2011, las inversiones totales ascendieron a **US\$ 104.2 millones**, 12.5% más que los US\$ 92.6 millones invertidos en el mismo periodo del año 2010. En las unidades mineras de Cerro de Pasco, Yauli y Chungar las inversiones sumaron un total de **US\$ 81.2 millones**, monto mayor en 11.3% a los US\$ 73 millones registrados en año 2010. Dicho incremento responde principalmente a inversiones en

equipos, proyectos para optimizar costos y mejorar la seguridad, como el Pique Jacob Timmers en Chungar y el Pique Roberto Letts en Yauli, y mayores inversiones en desarrollos y exploraciones locales. Por otro lado, las inversiones en exploraciones regionales (exploraciones fuera del área de influencia de las unidades operativas) ascendieron a **US\$ 4 millones** y las inversiones en proyectos de desarrollo y crecimiento sumaron **US\$ 18.9 millones**, incluyendo US\$ 7.4 millones en proyectos de Energía, US\$ 5.1 millones en Alpamarca, US\$ 3.3 millones en Vinchos, US\$ 1.3 millones en infraestructura tecnológica y de comunicaciones, y US\$ 1.8 millones en otros proyectos.

Cuadro 6: Inversiones Operativas

US\$ (000)	II T11	II T10	Var. %	I S11	I S10	Var. %
Inversiones en Unidades Mineras	42,623	40,819	4.4	81,249	73,022	11.3
Exploraciones Regionales	1,462	3,008	(51.4)	4,041	6,840	(40.9)
Proyectos y Otros	10,186	6,189	64.6	18,922	12,755	48.4
Total	54,271	50,017	8.5	104,212	92,616	12.5

Otras inversiones:

En el total de inversiones operativas del primer semestre del año 2011 indicado en el cuadro anterior (US\$ 104.2 millones) no están incluidas las siguientes inversiones:

- US\$ 7.5 millones de compra de propiedades y exploraciones en el Proyecto Rondoní
- US\$ 1 millón de inversiones en el Proyecto Shalca
- US\$ 59.4 millones de inversiones en valores: Cementos Polpaico S.A. (US\$ 51.6 millones), Cía. Energética del Centro S.A.C. (US\$ 6 millones), Empresa Minera San Sebastián S.A.C. (US\$ 1.8 millones)

Es importante destacar la compra en el mes de abril del 17.66% de las acciones de Cementos Polpaico S.A. (Chile), con lo cual Volcan abre la posibilidad de incursionar en minería no metálica fuera del Perú, de la mano del grupo cementero (Holcim - Suiza) más importante del mundo. Consideramos que esta es una inversión que representa una importante oportunidad de creación de valor, además de un aprendizaje considerable para la Empresa en una industria muy relacionada a la minería.

III. Análisis de los Resultados Económicos y Financieros

1. Ventas y Utilidades

En el segundo trimestre del año 2011, las ventas de Volcan alcanzaron los US\$ 341.2 millones, un incremento de 50.2% respecto al mismo periodo del año 2010. Esto se explica principalmente por los mayores precios internacionales de los metales, la mayor participación de la plata en la mezcla de ventas de la Compañía y el mayor volumen de ventas de concentrado de cobre (53.8%), parcialmente compensados por el menor volumen de ventas de concentrados de zinc y plomo (-14.3% y -20.8% respectivamente).

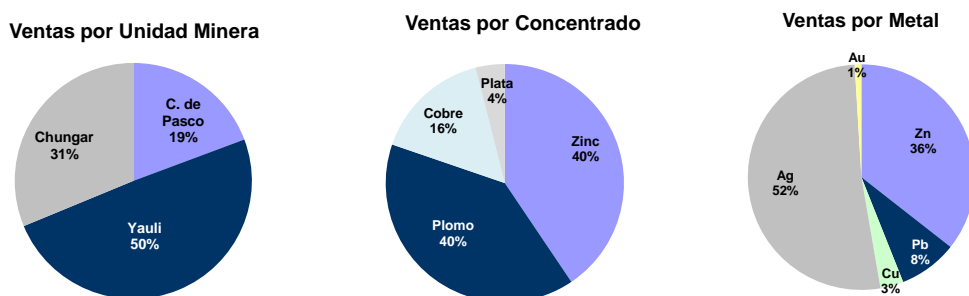
El inventario de concentrados al 30 de Junio de 2011 fue de 18,179 TMH, cuyo valor estimado de venta asciende aproximadamente a US\$ 42 millones.

Cuadro 7: Volumen de Ventas (TM Secas)

Producto	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Concentrado de Zinc	147,745	172,481	(14.3)	306,135	338,913	(9.7)
Concentrado de Plomo	28,242	35,668	(20.8)	51,128	64,097	(20.2)
Concentrado de Cobre	6,954	4,521	53.8	11,690	7,326	59.6
Concentrado de Plata	4,358	-	-	5,370	-	-

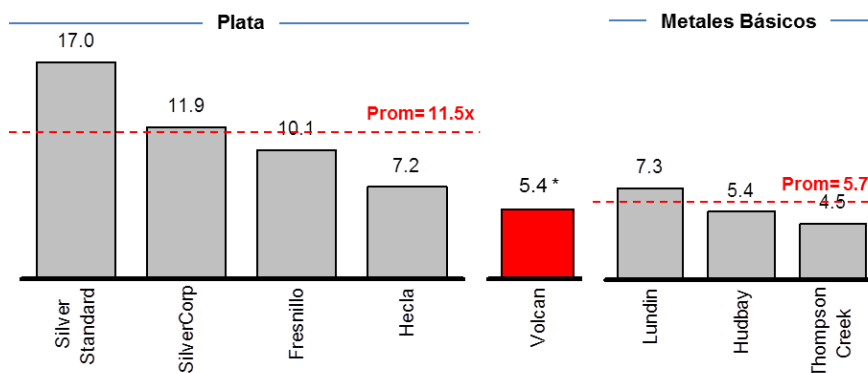
Durante el 2do trimestre del año 2011, Yauli continuó siendo la unidad minera que aporta el mayor valor de ventas, con el 50% del total, seguida de Chungar con el 31% y Cerro de Pasco con el 19%. Como consecuencia de la mayor producción de plata y del notable incremento de su cotización internacional, la participación de este metal en el valor de las ventas de la Compañía aumentó de manera importante, superando a la del zinc. La participación de la plata alcanzó 52%, versus 36% del zinc, 8% del plomo, 3% del cobre y 1% del oro.

Gráfico 1: Ventas Segundo Trimestre 2011 (% del valor en US\$)



La variación en la composición de las ventas es un factor muy importante para el futuro de Volcan Compañía Minera S.A.A, ya que como se muestra en el gráfico a continuación, el mercado mundial asigna un mayor múltiplo de valorización a empresas mineras que se enfocan en metales preciosos como la plata (11.5x), versus aquellas que se enfocan predominantemente en metales básicos (5.7x).

Gráfico 2: Ejemplo Múltiplos de Valor (Valor de Firma US\$ / EBITDA 2011E)



* Estimado
Fuente: JP Morgan / Company Filings 2011

El mayor valor de venta por tonelada determinó que el margen bruto del segundo trimestre del año 2011 sea superior al registrado en el mismo periodo del año 2010 (57% versus 50%).

Asimismo, la utilidad operativa del segundo trimestre del año 2011 alcanzó los US\$ 166.4 millones, cifra que comparada con los US\$ 86.8 millones del mismo trimestre del año 2010 representa un incremento de 92%.

La Compañía emplea instrumentos financieros derivados, específicamente ventas a futuro de commodities de metales, con la finalidad de reducir el riesgo de fluctuación de precios de los mismos. Como resultado del alza significativa del precio de la onza de plata en el mercado internacional, en el segundo trimestre del año 2011 se registró una pérdida de US\$ 18.8 millones relacionada a estos instrumentos financieros, mientras que en el mismo periodo del 2010 se registró una ganancia de US\$ 7.2 millones.

Finalmente, la utilidad neta del segundo trimestre del año 2011 fue de US\$ 100.9 millones, 59% por encima del resultado obtenido en el segundo trimestre del año 2010.

Cuadro 8: Principales rubros del estado de resultados

Miles US\$	II T11		II T10		Var (%)	I S11		I S10		Var (%)
Ventas	341,155	100%	227,188	100%	50.2	614,875	100%	437,259	100%	40.6
Costo de Ventas	(147,179)	-43%	(114,301)	-50%	28.8	(261,414)	-43%	(211,262)	-48%	23.7
Utilidad Bruta	193,976	57%	112,887	50%	71.8	353,461	57%	225,997	52%	56.4
Gastos Administ.	(16,063)	-5%	(11,992)	-5%	33.9	(29,128)	-5%	(22,381)	-5%	30.1
Gastos de Ventas	(13,591)	-4%	(12,625)	-6%	7.7	(25,048)	-4%	(23,054)	-5%	8.7
Otros Ingresos/(Gastos)	2,077	1%	(1,494)	-1%	(239.0)	(86)	0%	(2,561)	-1%	(96.6)
Utilidad Operativa	166,399	49%	86,776	38%	91.8	299,199	49%	178,001	41%	68.1
Ingresos/(Gastos) Finan.	53	0%	(491)	0%	(110.8)	402	0%	(1,249)	0%	(132.2)
Opciones y Coberturas	(18,832)	-6%	7,225	3%	(360.7)	(28,139)	-5%	6,119	1%	(559.9)
Impuesto a la Renta	(46,729)	-14%	(29,925)	-13%	56.2	(80,341)	-13%	(57,732)	-13%	39.2
Utilidad Neta	100,891	30%	63,585	28%	58.7	191,121	31%	125,139	29%	52.7

Nota: De acuerdo a la Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), la participación de los trabajadores se está incluyendo en las líneas de costo de ventas y gastos administrativos tanto para año 2011 como para el 2010.

2. Rentabilidad

El EBITDA del segundo trimestre del año 2011 superó los US\$ 184 millones, lo cual representó un incremento de 75% comparado con el EBITDA de US\$ 105.2 millones para el mismo periodo del año 2010. Este incremento se explica principalmente por los mayores precios internacionales de los metales. Asimismo, el margen EBITDA subió de 46% en el segundo trimestre del 2010 a 54% en igual periodo del año 2011.

Cuadro 9: EBITDA

	II T11	II T10	Var (%)	I S11	I S10	Var (%)
Utilidad Neta (miles US\$)	100,891	63,585	58.7	191,121	125,139	52.7
EBITDA* (miles US\$)	184,131	105,166	75.1	339,884	215,079	58.0
EBITDA/Ventas	54%	46%		55%	49%	

* No considera provisión por la deuda de Doe Run en el 2T10 por US\$ 2.2 millones, ni indemnizaciones de personal en el 2T11 por US\$ 0.2 millones

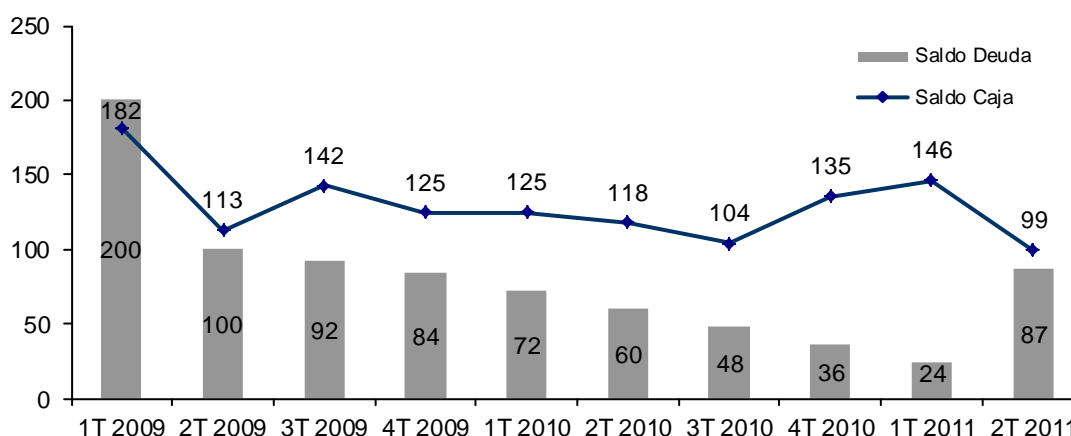
4. Liquidez y Solvencia

En el segundo trimestre del año 2011 Volcan generó US\$ 71.2 millones de flujo de caja operativo, lo cual sirvió para financiar inversiones totales por US\$ 126.9 millones, que incluyen CAPEX por US\$ 54 millones, compra de acciones por US\$ 72.6 millones (incluye participación en Cementos Polpaico), y el pago de dividendos en efectivo por US\$ 56.5 millones. El flujo de caja neto del periodo fue negativo en U\$ 46.7 millones, llevando el saldo de caja de US\$ 146.1 millones a US\$ 99.4 millones. Cabe resaltar que al 30 de Junio del 2011 el saldo pendiente asociado a la deuda del préstamo sindicado que la Empresa mantiene, ascendió a US\$ 12 millones, los cuales se terminarán de cancelar en Septiembre 2011.

Con los resultados arriba mencionados, el ratio de apalancamiento (Deuda Financiera / EBITDA 2011E) de Volcan se mantiene bajo, situándose por debajo de 0.15x.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la posición de caja y el saldo de deuda de la Compañía.

Gráfico 3: Posición de caja y saldo de deuda (US\$ millones)



IV. Conclusiones

1. Los resultados financieros de Volcan durante el segundo trimestre del año 2011 continuaron la tendencia positiva observada durante el primer trimestre. La mejora sobre los resultados obtenidos en el segundo trimestre del 2010 es contundente, y está relacionada principalmente al incremento de las cotizaciones internacionales de los metales que conforman la producción de la Empresa. Mención especial merece la plata, cuyo precio promedio subió a más del doble y su producción se incrementó 2.6%. Esto permitió que este metal represente 52% de las ventas del segundo trimestre, evidenciando la posibilidad de que en el mediano plazo se materialice una mejora importante en la valorización de la empresa (ver Gráfico 2).
2. Las inversiones y los planes para incrementar la producción de plata en nuestras operaciones continúan avanzando en línea con nuestras expectativas, y ya brindan resultados auspiciosos. Ejemplo de lo anterior es el aporte del proyecto de Piritas en Cerro de Pasco, el cual aportó más de 300,000 onzas de plata en etapa pre-operativa durante el segundo trimestre del año 2011. Cabe mencionar que Volcan

es actualmente el primer productor de plata en el Perú, con una producción de más de 20 millones de onzas, y que se espera que proyectos como Alpamarca - Río Pallanga, Vinchos, Islay, Óxidos de Ag y Piritas Ag – Cu incrementen en más de 50% los niveles actuales de producción de plata a lo largo de los próximos 3 - 4 años.

3. Las inversiones orientadas a reducir costos y elevar los niveles de eficiencia de las operaciones están en marcha, permitiendo en la mayoría de los casos compensar los incrementos que se vienen observando en tarifas de servicios y precios de materiales y suministros. Asimismo, las inversiones en proyectos de exploraciones como Rondoní y Oyama-Triunfo avanzan de acuerdo a plan. En Rondoní, se viene cumpliendo con el programa de exploración que asciende a 70,000 metros para el presente año y que esperamos permita cubicar aproximadamente 100 millones de toneladas.
4. Las inversiones en Energía por aproximadamente US\$ 62 millones, se vienen cumpliendo según cronograma. Se vienen ejecutando los proyectos de Baños V (US\$ 22 millones), Belo Horizonte (US\$ 18 millones) y la línea de transmisión 220 KV (US\$ 22 millones) según cronograma y presupuesto.
5. Finalmente, es importante mencionar que continúa a paso firme el proceso de consolidación del equipo gerencial, lo cual nos brinda la confianza necesaria para emprender con optimismo contundentes iniciativas de mejora y de crecimiento. Al mismo tiempo, sentaremos las bases para construir una cultura de alto desempeño, que perdure en el tiempo y acompañe a la Compañía en la consecución de sus objetivos de mediano y largo plazo.