

## Volcan Compañía Minera S.A.A.

Informe con Estados Financieros al 30 de junio de 2013	Fecha de comité: 07 de Enero de 2014
Empresa perteneciente al Sector Minero Peruano	Lima, Perú
Marvin Duran Castillo	(511)208.2530 <a href="mailto:mduran@ratingspcr.com">mduran@ratingspcr.com</a>

Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes Serie A	Primera Clase, Nivel 1	Negativa
Acciones Comunes Serie B	Primera Clase, Nivel 1	Negativa

### Significado de la Clasificación

**Primera Clase, Nivel 1:** Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más seguras y menos riesgosas del mercado. Muestran una muy buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.

*“La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos”.*

### Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo de PCR, se decidió mantener la clasificación en Primera Clase, Nivel 1 a las Acciones comunes Serie A y Serie B de Volcan Compañía Minera S.A.A. La clasificación otorgada toma en consideración los avances de proyectos para convertirse en la principal exportadora de plata del país en el 2014, la buena cobertura de los servicios financieros, la diversificación de los metales que produce y el incremento de las reservas de mineral.

PCR decide bajar la perspectiva de Estable a Negativa, sustentado en los menores ingresos por las ventas de concentrados, el cual no permite afrontar la volatilidad de la cotización en los metales, el incremento de los costos debido a mayores compras de concentrados de terceros y el incremento de los gastos de venta, los que han afectado el margen operativo de la compañía; por otro lado presentan una elevada liquidez como consecuencia de la emisión de bonos y el crecimiento de otras cuentas por cobrar que representa un tercio del activo corriente.

### Resumen Ejecutivo

- **Avances en los proyectos de Óxido de Plata y Alpamarca – Río Pallanga.** La empresa continúa con los proyectos de inversión para posicionarse como la principal exportadora de plata del país, esto a pesar de la coyuntura que atraviesan los precios de los metales. La empresa espera producir 8 millones de onzas de plata anuales cuando se culminen los trabajos a inicios del 2014 (Diciembre2012: 22 millones de onzas aprox.); asimismo, cuenta con proyectos de importancia que contribuirían a mejorar las leyes de zinc y plata, así como explorar yacimientos de oro y cobre.
- **La diversificación de los metales que produce la compañía.** La variación en la composición de ventas es un factor importante para el futuro de la Compañía, debido a que el mercado mundial asigna un mayor múltiplo de valorización a empresas mineras que se enfocan en metales preciosos como la plata en comparación con aquellas que se enfocan principalmente en metales básicos. Es así que los ingresos por metal en el 2T2013 son la plata con el 45% seguido del zinc con el 41%, el plomo con el 10%, el cobre con el 3% y el oro con el 1%.
- **Holgada cobertura del servicio de deuda pese a la desmejora de la utilidad operativa.** La empresa presenta una tendencia decreciente en la utilidad operativa desde el año 2012, haciendo que el índice de cobertura se reduzca, sin embargo, éste todavía es suficiente para cubrir sin complicaciones los gastos financieros y la deuda de corto plazo.

- **Reducción de los ingresos por la menor producción y caída de precios de metales.** A pesar del incremento de las ventas consolidadas por US\$ 606.87 MM debido a la liquidación de coberturas extraordinarias de precios de plata, se han presentado menores ventas por la reducción de la mayoría de los precios de minerales, de sobremanera la plata, y la menor producción de finos por el cierre de la mina a tajo abierto Raúl Rojas.
- **Volatilidad en los precios de los metales.** La reducción de crecimiento de China, la recesión de Unión Europea y los avances, pero aún paupérrimos, de EEUU han afectado a que los precios de los metales se desplomen. En adición a ello, el anuncio de la FED en mayo sobre el inicio del desmontaje de los estímulos monetarios, han afectado aún más a los metales y a las monedas emergentes. Lo que implicaría mayor volatilidad y decrecimientos de los precios de los metales en el corto plazo.
- **Elevada liquidez como consecuencia de la emisión de bonos internacionales (US\$ 600 MM en enero 2012).** Volcan presenta un ratio de liquidez de 2.45 veces, sin embargo dicho disponible no es propio del giro si no del financiamiento obtenido para los proyectos de inversión que mantiene en cartera, además, presenta incrementos sostenidos año a año en otras cuentas por cobrar que representan el 30.97% del activo corriente. De no considerarse ambas cuentas el índice de liquidez general se ajusta a la unidad.

## Hechos Recientes

---

- En enero de 2013, la calificadora de riesgo Fitch Ratings ratificó la calificación de BBB- para la deuda de largo plazo de VOLCAN Compañía Minera, compuesta por US\$ 600 MM de bonos senior, con perspectiva estable.
- En marzo de 2013, el accionista Greenville Overseas Investments Limited informó la transferencia por donación de un total de 638'916,263 acciones con derecho a voto Serie "A" de Volcan Compañía Minera S.A.A., representativas del 46,8996% de las acciones de dicha Serie "A" a favor de de la familia Letts, los que suscribieron un convenio de accionistas.
- El 20 de marzo de 2013, en la junta de accionistas obligatoria anual, se acordó la distribución de utilidades por el ejercicio 2012 por S/. 105.05 MM como dividendo en efectivo a razón de S/.0.03 por cada acción clase "A" y S/.0.0315 por cada acción clase "B". Además, se acordó la capitalización de S/.339.99 MM el cual se plasma en un incremento de S/.3,399.96 MM a S/. 3.739. 96 MM con la emisión de 136,230.756 nuevas acciones clase "A" y 203,765,303 nuevas acciones tipo "B". Así, el nuevo monto de la cuenta es de 1,498,538,320 serie A y 2,241,418,329 serie B.
- El 09 de agosto de 2013, el señor José Carlos del Valle Castro deja el cargo de Gerente Central de Finanzas.
- El 20 de diciembre de 2013, el señor Jorge Leoncio Murillo Núñez asume el cargo de Gerente Central de Finanzas. Anteriormente, el señor Murillo ocupó el cargo de Gerente de Planeamiento Financiero desde el 27 de enero de 2011.

## Sector

---

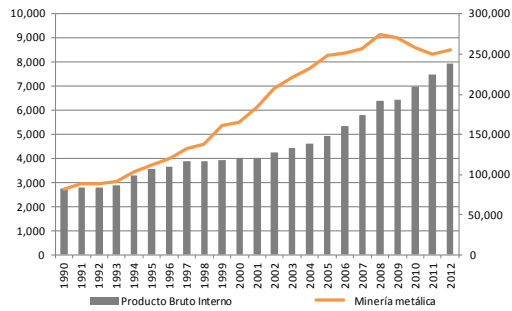
El sector minero peruano ha tenido un crecimiento constante a partir de la década de los 90 gracias a una política favorable hacia la inversión extranjera iniciada en esta década a través del Decreto Legislativo (DL) 662, el cual promueve la inversión extranjera; el DL 674, que promueve la privatización de las empresas estatales; y el DL 818, que da incentivos para la inversión en recursos naturales.

La minería en el Perú es una de las actividades que se ha destacado por su participación dentro del PBI y por ser uno de los principales motores del crecimiento de la economía peruana al ser una de las más importantes fuentes de divisas e ingresos para el país. Así, el crecimiento de la economía peruana ha tenido una alta correlación (0.9023) con el crecimiento del sector minero, con una participación en el PBI de 3,6%. Por el lado de las exportaciones mineras, estas también tienen una importante participación dentro del total de las exportaciones del Perú, representando un 56% del valor total entre enero y junio de 2013. Según cifras de la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE) el aporte de la minería en el Perú los últimos 5 años representa el 15% de la inversión nacional, el 59% de las exportaciones y el 30% de la recaudación del IR a las empresas. Por otro lado, a nivel de las economías regionales, la importancia de la minería, especialmente en las regiones donde se ubican las unidades de operación minera, tiende a ser mayor debido a que estas se benefician principalmente por el canon minero y de las regalías que reciben<sup>1</sup>.

---

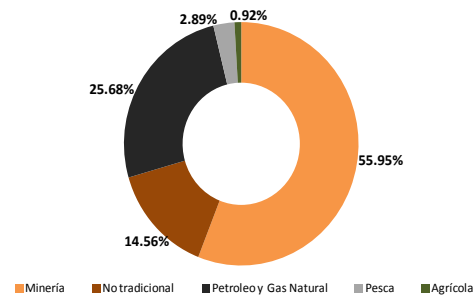
<sup>1</sup> De acuerdo con la PCM y MEF, en el año 2013 se transfirieron un total de S/. 3 625 millones por estos aportes siendo la región Ancash la más beneficiada principalmente por el canon minero que recibe por las minas de clase mundial que alberga, seguido por las regiones de La Libertad, Cajamarca y Arequipa.

**Evolución del PBI y PBI sector Minero** (MM S/. a precio de 1994)



Fuente: BCRP/ Elaboración: PCR

**Perú: Exportaciones por Sector** (Valor Fob Ene-Jun2013)



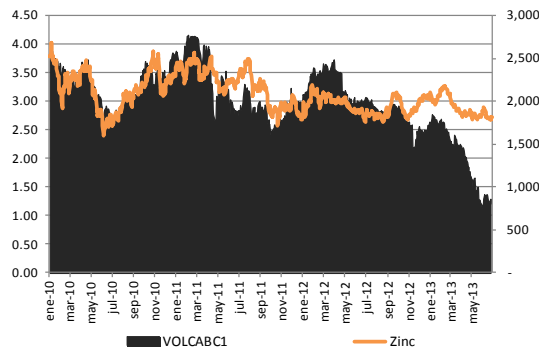
Fuente: MINCETUR / Elaboración: PCR

Los precios de los metales a junio 2013 han mostrado fuertes movimientos con tendencia a la baja, esto se explica por la desaceleración de China, que se encuentra creciendo a tasas de 7,5%, la recesión en la que se encuentra inmersa la zona Euro y los resultados mínimos de crecimiento que presenta E.E.U.U. A lo mencionado, se le puede agregar el ruido que trajo el anuncio de la FED en mayo de recortar los estímulos monetarios de la compra de bonos, que actualmente alcanzan los 85,000 millones de dólares mensuales.

### Zinc

El zinc es considerado un metal de transición, es altamente demandado debido al ser maleable, dúctil y de color gris. Las principales industrias que la utilizan son la metalúrgica, alimenticia, automotriz, aeroespacial y pinturas. Las funciones del metal en las industrias son el galvanizado de acero, aleación de metales, recubrimiento de metales, protector de metales, galvaniza los metales y es un excelente conductor del calor y la electricidad. La demanda depende del crecimiento de las industrias mencionadas y las posiciones de los traders de minerales. Los principales productores de zinc son China, luego Australia, seguido de Perú y por último India. El precio promedio entre enero y junio 2013 fue de US\$1,937 TM (-2.0% al mismo periodo de 2012).

**VOLCABC1 vs. Zinc**

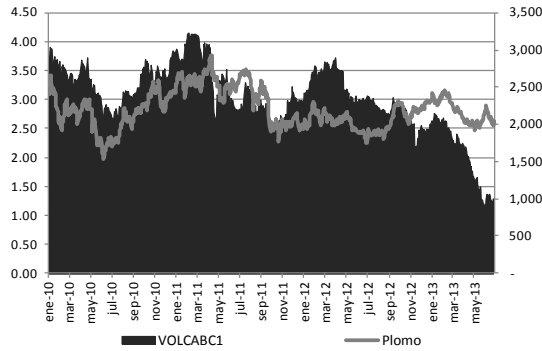


Fuente: Bloomberg/ Elaboración: PCR

### Plomo

El plomo es un cristal incoloro que posee como característica el ser un oxidante muy estable y fuerte, se utiliza en gran medida en la fabricación de baterías. Las principales industrias que la utilizan son la automotriz, tecnología y maquinaria pesada. Las funciones del metal en las industrias son como estabilizador térmico del nylon y poliésteres, fabricación de cerillas, explosivos, pinturas de plomo y acumuladores de energía. La demanda del mineral depende del crecimiento de las industrias mencionadas. Los principales productores de plomo son China, luego Australia, seguido de Estados Unidos y por último Perú. El precio promedio entre enero y junio 2013 fue de US\$2,177 TM (+7.1% al mismo periodo de 2012).

### VOLCABC1 vs. Plomo

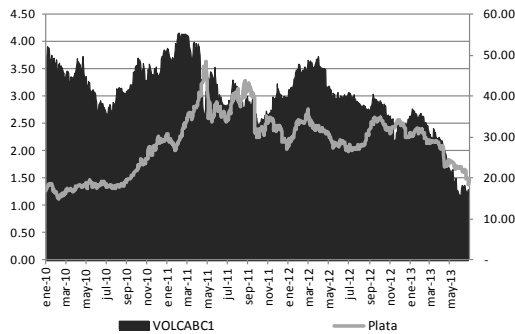


Fuente: Bloomberg/ Elaboración: PCR

### Plata

La plata es un metal precioso el cual es muy escaso en estado natural, es por ello que se obtiene con el tratamiento de otros metales como el oro, plomo y zinc. Las características que posee es ser un buen conductor de electricidad, alta conductividad térmica, la capacidad para permitir el flujo de calor, no se oxida con el aire o agua. La principal industria que la utiliza es la electrónica y joyería. Debido a que es un metal precioso, sirve como metal de ahorro, inversión y refugio, en momentos de crisis. Es así que los traders juegan un papel importante en el precio de la plata. Los principales productores de plata son México, luego Perú, seguido de China y por último Australia. El precio promedio entre enero y junio 2013 fue de US\$26.6 TM (-14.3% al mismo periodo de 2012).

### VOLCABC1 vs. Plata

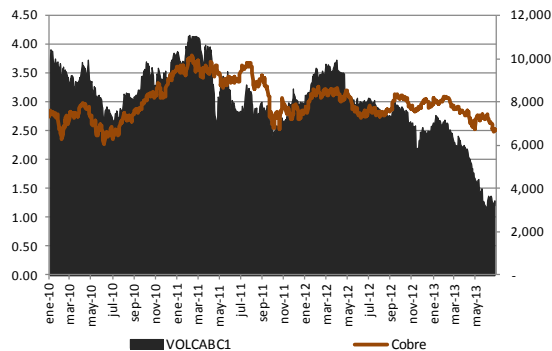


Fuente: Bloomberg/ Elaboración: PCR

### Cobre

El cobre es el metal no precioso con mejor conductibilidad eléctrica. Además, posee propiedades de ser buen conductor del calor. Las industrias que demandan el metal son tecnología, automotriz, transporte, acuñación de monedas y construcción. El metal presenta una alta correlación con China, ya que es el principal importador del mundo. Los principales productores de cobre son Chile, luego Perú, seguido de China y por último Estados Unidos. El precio promedio entre enero y junio 2013 fue de US\$7,537 TM (-6.8% al mismo periodo de 2012).

### VOLCABC1 vs. Cobre



Fuente: Bloomberg/ Elaboración: PCR

## Reseña

Volcan Compañía Minera S.A.A. es una empresa minera diversificada y un importante productor global de zinc, plata y plomo que inició operaciones en el año de 1943 como Volcan Mines Company con las minas Ticlio y Carahuacra y la Planta Victoria.

En 1997, Volcan adquirió, mediante subasta pública internacional, a la Empresa Minera Mahr Túnel S.A., propietaria de las operaciones mineras Mahr Túnel, San Cristóbal y Andaychagua, y de las Plantas Mahr Túnel y Andaychagua. Esta adquisición marcaría el inicio del proceso de expansión de la Empresa, el cual dio como resultado un crecimiento de 400% en su producción. En 1998 se dio un proceso de fusión entre ambas compañías, creándose Volcan Compañía Minera S.A.A., su actual razón social.

En 1999, Volcan Compañía Minera S.A.A. adquirió de Centromin Perú la Empresa Minera Paragsha S.A.C. por US\$ 62 MM. La adquisición incluyó la operación minera Cerro de Pasco y ocho pequeñas centrales Hidroeléctricas: Baños I, II, III, IV y Chicrin I, II, III y IV, las mismas que sumaban 7.5 megavatios. Esta adquisición convirtió a Volcan Compañía Minera S.A.A. en la compañía minera de zinc más grande del Perú.

En el año 2000, se adquirió Empresa Administradora Chungar S.A.C., así como la Empresa Explotadora de Vinchos Ltda. S.A.C., propietarios de las minas Animon y Vinchos, respectivamente. Con esta adquisición se incorporaron dos Centrales Hidroeléctricas adicionales: Francois y San Jose II, con un total de 2.2 MW.

En el año 2004 se iniciaron las operaciones en la mina de plata Vinchos, llegando a producir en el 2009 más de 6 MM de onzas finas de plata.

En el año 2006 Volcan adquirió la mina Zoraida, de Minera Santa Clara y LLacsacocha S.A. En el 2007 adquirió el 100% de Compañía Minera El Pilar, propietaria de la mina El Pilar contigua a la mina y tajo de Cerro de Pasco. En ese mismo año, inició exploraciones en el proyecto de cobre Rondoni de Compañía Minera Vichaycocha. En el 2010, adquirió también Compañía Minera San Sebastián, cuyas concesiones mineras se ubican en las cercanías de Cerro de Pasco.

El 27 de enero de 2011, la Junta General de Accionistas de Volcan Compañía Minera S.A.A. aprobó la reorganización simple de la Unidad Minera Cerro de Pasco, la cual tuvo como objetivo que cada unidad minera gestione de manera independiente las mejoras en sus resultados operativos a través de la reducción de costos y la búsqueda del crecimiento. Como resultado, Volcan Compañía Minera S.A.A. recibió acciones que representan el 99.99% del capital social de Empresa Administradora Cerro S.A.C., actualmente subsidiaria de Volcan.

## Accionistas, Directorio y Plana Gerencial

### Accionistas

A junio de 2013, la composición de accionistas de Volcan S.A.A. de la serie A varió respecto a Junio 2012, debido a la transferencia por donación por parte de Greenville a otros titulares en marzo de 2013. Por otro lado la composición de accionistas de la serie B se encuentra compuesta por Empresas Institucionales con porcentajes mayores al 5% y otros accionistas que representan el 58.6% con participaciones menores al 5%.

Accionistas						
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación	
Familia Letts	A	46.9%	AFP Integra Fondo 2	B	11.1%	
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.1%	AFP Prima Fondo 2	B	10.1%	
Blue Streak International N.V.	A	8.4%	AFP Horizonte Fondo 2	B	7.6%	
Sandown Resources S.A.	A	7.8%	AFP Prima Fondo 3	B	6.8%	
Otros	A	25.8%	AFP Integra Fondo 3	B	5.8%	
			Otros	B	58.6%	
<b>Total</b>		<b>100.0%</b>	<b>Total</b>		<b>100.0%</b>	

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

## Directorio y Plana Gerencial

El directorio de la Compañía y las principales gerencias a la fecha se encuentra compuesto de la siguiente manera:

Composición del Directorio y principales gerencias			
Directorio		Gerencia	
José Picasso Salinas	Presidente	José de Romaña Letts	Director Ejecutivo
Felipe Osterling Parodi	Vicepresidente	Juan José Herrera Tavera	Gte. General
Madeleine Osterling Letts	Director	Juan Rosado Gómez De La Torre	Gte. General Adjunto
Daniel Mate Badenes	Director	José Carlos del Valle Castro	Gte. Central de Finanzas
José Ignacio De Romaña Letts	Director	Cesar Farfán Bernales	Gte. Exploraciones Regionales
Pablo Moreyra Almenara	Director	David Brian Gleit	Gte. de Desarrollo de Negocios
Cristopher Eskdale	Director	Felipe Injoque Espinoza	Gte. de Responsabilidad Social
Irene Letts Colmenares De Romaña	Director	Pedro Martínez Recio	Gte. Corp. de Proyectos e Invest.
José Bayly Letts	Director	José Montoya Stahl	Gte. Central de Planeamiento
		Alfonso Rebaza González	Gte. Legal
		Paolo Cabrejos Martin	Gte. Comercial
		Edgardo Zamora Pérez	Gte. Op. Yauli
		Jose Blanco Collao	Gte. Op. Chungar
		Jose Cuadros Obando	Gte. Op. Cerro de Pasco, San Sebastian y Vinchos

Fuente: Volcan Cia. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

## Operaciones y Estrategias

### Operaciones

Volcan se dedica a la exploración, explotación, y beneficio de minerales por cuenta propia y de subsidiarias, correspondiéndoles la extracción, concentración y tratamiento. Así como la comercialización de todos los productos y concentrados.

La empresa posee 352 mil hectáreas concesionadas, tres unidades mineras, 8 minas y 6 plantas de concentración. Adicionalmente, la empresa se ha enfocado en integrar las compañías adquiridas, poniendo énfasis en la reducción de los costos y el incremento de sus reservas y recursos. Así ha logrado posicionarse como el principal productor de Zinc, Plomo y Plata en el país.

La compañía se encuentra dividida en tres Unidades Económicas Administrativas (UEA). Hasta el 2010, se tenían cinco unidades mineras, pero las operaciones de Vinchos y Alpamarca fueron detenidas temporalmente en abril y agosto del año 2010 respectivamente, para preparar su posterior relanzamiento. Es así que, la unidad de Alpamarca, se encuentra en proceso de exploración y lo que produce en Vinchos se transporta a la planta Paragsha, de la unidad de Cerro de Pasco, ya que esta última se encuentra en proceso de reducción.

Unidades Operativas								
Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					jun-12	jun-13	Variación	
Yauli	San Cristobal	Subterránea	Victoria	10,200	1,744	1,819	75	4.3%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
	Carahuacra Norte	Tajo abierto						
Cerro de Pasco	Raúl Rojas	Tajo Abierto	Paragsha	1,500	1,274	380	-894	-70.2%
	Paragsha	Subterránea	San Expedito					
Chungar	Animon	Subterránea	Animon	5,200	788	852	64	8.1%
	Islay	Subterránea						
<b>Total</b>				<b>16,200</b>	<b>3,806</b>	<b>3,051</b>	<b>-755</b>	<b>-19.8%</b>

Fuente: Volcan Cia. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

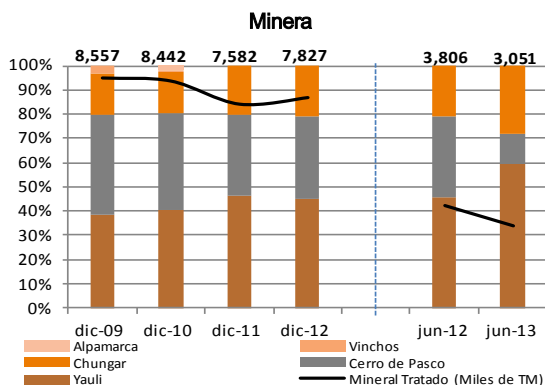
Se observa una reducción de la producción total en 755TM (-19.8%), respecto al mismo periodo del 2012, pero se dan aumento de 75 TM (+4.3%) y 64TM (+8.1%) en las unidades de Yauli y Chungar respectivamente debido a la ampliación de la capacidad de la planta de Animón en Chungar a 5,200 TPD, que se culminó en enero del 2013 y debido a las ampliaciones de las plantas de Victoria y Adaychagua en Yauli, del cual se espera posea una capacidad de 10,500 TPD cuando se encuentre terminada en el tercer trimestre del presente año. La fuerte caída de la producción total se debe a los cambios en la unidad de Cerro de Pasco (-70.2%) debido al efecto de la paralización de las operaciones en la mina a tajo abierto Raúl Rojas en diciembre de 2012, la finalización de las pruebas de flotación de Piritas de plata en diciembre de 2012 y el replanteamiento de la mina subterránea Paragsha, acciones que corresponden a un proceso de mejora en eficiencia de costos y tiempos. La empresa se encuentra evaluando futuros proyectos para la UEA Raúl Rojas y estudios de factibilidad metalurgia para el tratamiento de Piritas de plata.

Producción de Finos										
Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Total		Variación	
	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13	jun-12	jun-13		
Zinc (TM )	72,888	74,663	29,745	8,709	48,630	46,609	151,263	129,981	-21,282	-14.1%
Plomo (TM )	13,714	15,504	11,560	4,144	10,738	13,284	36,012	32,932	-3,080	-8.6%
Plata (Miles Oz)	5,258	5,366	2,734	1,298	2,642	3,407	10,634	10,071	-563	-5.3%
Cobre (TM )	881	872	-	-	521	577	1,402	1,449	47	3.4%

Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

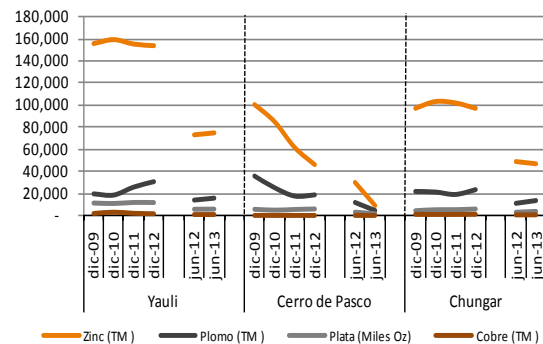
En la unidad de Yauli la producción de todos los productos finos presentan variaciones positivas, excepto el cobre que se redujo en 9TM (-1.0%); en la Unidad de Cerro de Pasco se ha presentado la mayor variación en todos los productos con reducciones de 21,036 TM en el Zinc (-70.7%), 7,416 TM en el plomo (-64.2%) y 1,436 Moz en la plata (-52.5%) y en la unidad de Chungar todos los productos presentan variaciones positivas, excepto el Zinc que se redujo en 2,021TM (-4.2%), debido a la extracción en zonas de mayor contenido de plomo y plata; es así que se da un incremento de la plata (+29.0%) y por la ampliación de la planta de Almidón.

Evolución de la Producción de Mineral Tratado por Unidad



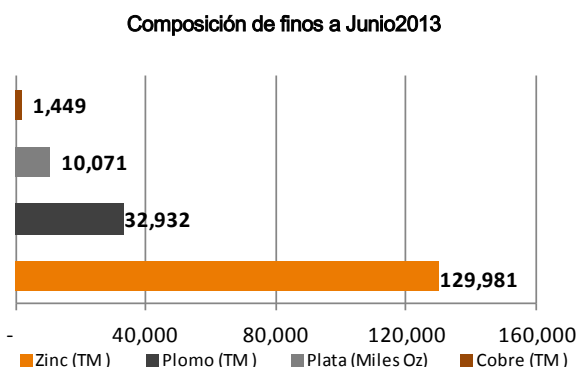
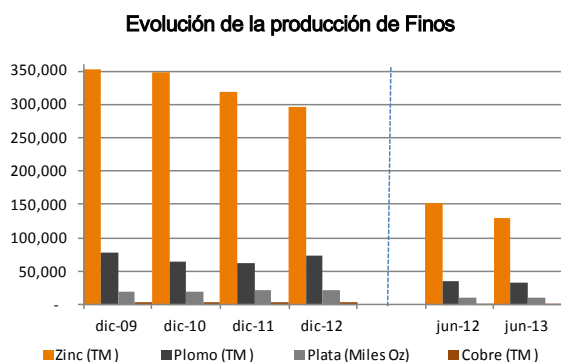
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

Evolución de la Producción de Finos por Unidad Minera



De manera conjunta, se presenta fuertes caídas en la producción en el zinc (-14.1%), en el plomo (-8.6%) y en la plata (-5.3%). Por otro lado, existe un aumento en el cobre (+3.45%) debido a las mejores leyes de mineral y mayor volumen tratado en Yauli, mientras que en Chungar se dio por el mayor volumen tratado. A finales del 2013 se va a culminar la planta de Óxidos en Cerro de Pasco y la planta de Alpamarca en la nueva unidad Alpamarca – Río Pallanga, con lo que adicionaría aproximadamente 8MM de onzas de plata. Históricamente, se presenta una reducción constante de la producción de zinc, debido a la reducción de las operaciones en la mina de tajo abierto Raúl Rojas, que paralizó operaciones en diciembre 2012 y al replanteamiento de la mina subterránea Paragsha. A junio de 2013, el zinc es el principal producto de finos con una participación de 74.5%, seguido del Plomo con 19%, luego la plata con 5.8% y por último el cobre con 0.8%.





Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

## Reservas<sup>2</sup>

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee (JORC) las reservas que presenta Volcan son:

Reservas						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Reservas (En miles TMS)	110,320	123,129	140,260	148,429	135,691	109,673
Vida Útil (años)	13.00	14.00	16.00	18.00	17.00	18.00
<b>Ley de Cabeza</b>						
% Cu	0.04	0.05	0.04	0.06	0.05	0.12
% Pb	1.50	1.30	1.30	1.15	1.12	1.05
% Zn	4.80	4.20	4.00	3.85	3.86	3.75
oz/TM Ag	3.30	3.10	2.90	3.05	3.23	3.23

Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

La variación respecto al año al 2011 ha sido de 19.2% debido a la unidad de Cerro de Pasco, ya que se debe de incurrir en mayores costos para poder llevar adelante los proyectos trazados, ello se traduce en la aplicación de una ley de corte<sup>3</sup> más alta, lo que impacta en las reservas.

## Inversiones

Los esfuerzos de la empresa se fijan en incrementar la producción de sobremanera con la plata, mediante el desarrollo de los proyectos de Óxidos de Plata en Cerro de Pasco y la Unidad Operativa Alpamarca – Río Pallanga.

Por otro lado, vienen reforzando la infraestructura de transmisión eléctrica alrededor de las minas, lo cual busca dar confiabilidad al suministro eléctrico de sus operaciones, evitando paradas de planta innecesarias. A junio de 2013, las inversiones operativas ascendieron a US\$93.57 MM del cual US\$ 51.7 MM se ejecutó en el segundo trimestre, debido a las exploraciones locales y desarrollos, inversiones en plantas, relaveras e infraestructura en equipos mina. Además, energía operativa, campamentos, medio ambiente, seguridad, tecnología y comunicaciones. Las inversiones en exploraciones regionales han disminuido 0.8% debido a la reducción de los precios de los metales; estas exploraciones se ha focalizado en los prospectos con mayor potencial dentro del portafolio que maneja la empresa, como Zoraida, Palma y Río Pallanga Noreste.

Inversiones (Miles de dólares)			
	jun-12	jun-13	variación
Inversiones en Unidades Mineras	94,554	93,570	-1.0%
Exploraciones Regionales	4,704	4,665	-0.8%
Proyectos y Otros	26,666	102,141	283.0%
<b>Total</b>	<b>125,924</b>	<b>200,376</b>	<b>59.1%</b>

Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

<sup>2</sup> Las reservas y recursos minerales han sido estimados al 31 de diciembre de 2012. Información actualizada anualmente.

<sup>3</sup> Ley de corte: Ley de utilización más baja que proporciona a la operación minera una utilidad mínima. La empresa incurrirá en mayores costos de producción, para poder obtener los mismos resultados con una ley de corte más alta.

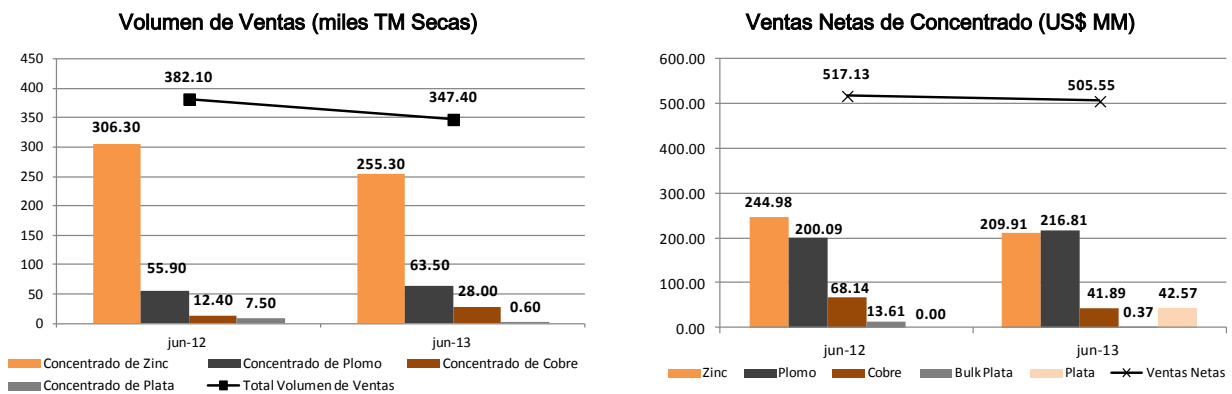


## Análisis Financiero

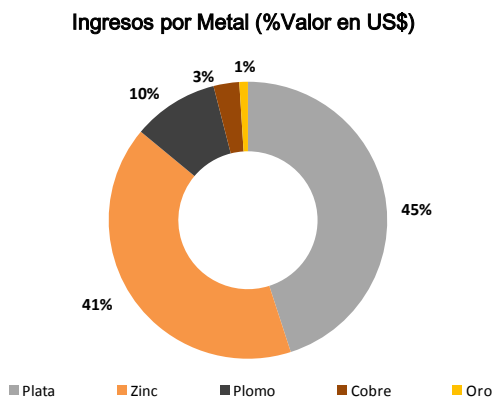
La información utilizada para el presente análisis corresponde a los Estados Financieros Anuales Auditados de 2009-2012<sup>4</sup> y no auditados trimestrales al 30 de junio de 2012 y 2013 de Volcan S.A.A.

### Eficiencia Operativa

A Junio de 2013, los ingresos de la empresa ascienden a US\$606.88 MM (+14.3% respecto a Junio 2012), explicado principalmente por la liquidación de instrumentos de cobertura de precios de plata que generó ingresos por US\$ 115.70 MM superior en US\$ 107.07 MM (+1,240.9% respecto a junio 2012). De las cuales, US\$ 83.4MM correspondieron a liquidaciones extraordinarias y el resto a coberturas ordinarias, propias de los contratos con los clientes. Si no se hubiese liquidado las posiciones de cobertura extraordinarias, los ingresos hubiesen sumado US\$ 523.47 MM (-3.0% respecto a Junio de 2012), ya que los ingresos por las ventas de concentrado se han reducido en US\$ 11.57 MM (-2.24% respecto a junio 2012) ubicándose en US\$505.55 MM. Esto, debido a la reducción de los precios promedios del zinc (-2.0%), cobre (-6.8%) y plata (-14.3%), y a la reducción de los volúmenes vendidos de zinc (-16.7%) ubicándose en 255.30 TM secas y concentrado de plata (-92%) ubicándose en 0.60 TM secas. Así, se obtiene menores ventas de concentrados en el zinc (-14.3%) ubicándose en US\$209.91 MM, el cobre (-26.25%) ubicándose en US\$41.89 MM y bulk plata (-97.3%) ubicándose en US\$0.37 MM. Se debe resaltar que las ventas netas de concentrado de plata sumaron US\$42.57 MM. A junio 2013, el principal concentrado que aporta a las ventas es el zinc con 42.87%, luego el plomo con 41.87%, seguido de la plata con 7.95% y el cobre con 7.26%, pero respecto a la composición de los ingresos por metal en el 2T2013, es la plata con el 45% el principal (48% en el 2T2012), seguido del zinc con 41%. Esto se debe a que los concentrados de plomo y cobre poseen alto contenido de plata, por el cual la empresa también recibe ingresos.



Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR



Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

A nivel operativo, el margen pasó de 33.23% a 27.99%, en comparación a junio 2012, ubicándose en US\$169.89 MM (-5.3%), explicado por (i) el aumento del costo del ventas (+US\$ 65.40MM, +20.3% respecto a Junio 2012), debido al incremento principalmente de los suministros en US\$ 51.50 MM (+64.5%), compuesto en gran medida por la compra de concentrados a terceros, y a la mano de obra en US\$ 15.07 MM (+40.1%) como consecuencia del cierre de la

<sup>4</sup> Auditados por BDO, sin salvedades.

mina Raúl Rojas, que generó gastos por indemnizaciones y remanentes; (ii) gastos operativos que se incrementaron en US\$ 9.60MM (+23.7%) ubicándose en US\$50.18 MM, sustentado por el alza de las tarifas de transporte y mayores costos de almacenamiento en el puerto del Callao. Es importante mencionar que, si no se hubiese dado la liquidación de las coberturas extraordinarias a través de swaps, el margen operativo se hubiese ubicado en 16.52%.

A niveles absolutos, el costo de producción ha aumentado de US\$205.9MM a US\$211.2MM, pero se ve una reducción significativa de US\$20.02 MM en la unidad de Cerro de Pasco ubicándose en US\$ 29.3MM. En términos de costo de producción unitario, se ha presentado un aumento de US\$20.0TM debido al efecto del cierre de la mina a Raúl Rojas ubicándose en US\$73.1TM. Es importante mencionar que se ha reducido el costo unitario de extracción de la unidad de Vinchos en US\$10.5TM debido al mayor tonelaje extraído y despachado a Cerro de Pasco para su tratamiento.

La empresa ha iniciado en abril medidas para reducir el impacto de la reducción de los precios de los metales como la renegociación de las tarifas de las empresas contratistas, reducción de exploraciones tempranas, paralización de obras civiles menores, reducción de gastos administrativos entre otros. A pesar de las medidas, el costo todavía es alto a comparación de junio 2013.

El EBITDA anual se redujo en US\$62.78 MM (-12.1%), ubicándose en US\$454.02 MM debido al efecto del menor resultado operativo.

### **Rendimiento Financiero**

La utilidad neta se incrementó en US\$10.46 MM (+9.9%), logrando cerrar el periodo en US\$116.38MM, a pesar de la ligera disminución obtenida en niveles relativos (Jun12: 19.62% a Jun13:19.18%). El aumento de la utilidad neta se explica en primer lugar por el incremento de otros ingresos financieros por US\$4.74 MM (+653.9%), ubicándose en US\$ 5.47MM, intereses correspondientes a la porción de bonos internacionales que posee la empresa, los cuales se están capitalizando. En segundo lugar, por los ingresos de diferencia de cambio en US\$1.76 MM y por último, se presentaron menores gastos financieros por US\$2.01 MM (-13.6%) ubicándose en US\$ 12.85 MM.

### **Liquidez**

A Junio de 2013, el indicador general de liquidez se ubica en 2.45 veces (2.58 veces a diciembre 2012), pero a Diciembre de 2011 se encontraba en 1.58 veces, este cambio es resultado del ingreso de efectivo por la emisión de bonos corporativos a inicios del 2012. La reducción del indicador a junio de 2013 se debe a la disminución del activo corriente en US\$ 72.01MM (-6.5% a Dic2012) como consecuencia de la ejecución de los proyectos que mantiene en cartera y por otro lado a la reducción en menor medida del pasivo corriente US\$ 6.01 MM (-1.4%) el cual se ubica en US\$ 421.16 MM explicado principalmente por la reducción de las otras cuentas por pagar en US\$37.68 MM (-25.5%) ubicándose en US\$ 109.92 MM.

Cabe indicar que, la cuenta caja y bancos se encuentra compuesta principalmente por depósitos a plazos en US\$110.91MM y activos financieros en US\$276.21 MM, bonos corporativos internacionales de grado de inversión altamente líquidos. Así como es importante mencionar que, las otras cuentas por cobrar han crecido en US\$54.85 MM (+20.8%) ubicándose en US\$319.15MM, esta representa el 30.97% del total activos y ha ido aumentando año a año asociadas al crédito por impuesto a la renta e IGV y anticipos otorgados a contratistas por los proyectos en los que ha incursionado la empresa para su crecimiento. Además, se presenta un incremento de las cuentas por pagar comerciales en US\$ 31.53 MM (+16.9%) ubicándose en US\$109.91MM que representa el 17.29% del activo corriente.

La rotación de cuentas por cobrar se ha mantenido de 36 a 35 días en comparación a junio 2012, se observa una tendencia a reducir el periodo de cobro por parte de la empresa; la rotación de cuentas por pagar se han incrementado al pasar de 84 a 98 días en comparación a Junio 2012, se observa una tendencia de incrementar el periodo de pago; y la rotación de inventarios a mejorado de 71 a 52 días en comparación a junio 2012, debido a la compra de concentrados a terceros. En conclusión, el ciclo operativo de la empresa es eficiente lo que le permite ser más líquida.

Considerando las cuentas más líquidas<sup>5</sup>, Volcan ha logrado recuperar los niveles holgados de liquidez que mantenía hasta antes del 2009, explicado por el efectivo recibido de la emisión de bonos. Es así que ha junio2013, el ratio calculado asciende a 1.32 veces (vs 1.61 veces-Dic2012) mientras que mantiene un capital de trabajo de USD 136.36MM (vs USD 262.40MM-Dic2012).

---

<sup>5</sup> (Caja y bancos + cuentas por cobrar)/ Pasivo corriente

## Solvencia

A raíz de la emisión de bonos internacionales, la estructura de capital de Volcan cambió incrementando la participación de terceros (pasivo total pasó de 30.43%(2011) a 47.02%(Junio2013).

El 26 de enero de 2012, en el marco de una emisión internacional de bonos bajo la Regla 144A y la Regulación S de la United States Securities Act de 1933, se llegaron a colocar bonos corporativos bullet por hasta US\$ 600 MM, por un plazo de 10 años y a una tasa de interés fija anual de 5.375%, que paga cada seis meses y se encuentran irrevocable e incondicionalmente garantizada por las subsidiarias Empresa Administradora Chungar S.A.C. y Empresa Administradora Cerro S.A.C. Parte del dinero se está utilizando en los proyectos de la empresa, incrementando el CAPEX de la compañía, y el remanente se utilizará para financiar el plan de inversiones a fin de incrementar la producción, principalmente de plata y cobre, y para desarrollar proyectos de generación de energía en los siguientes cinco años.

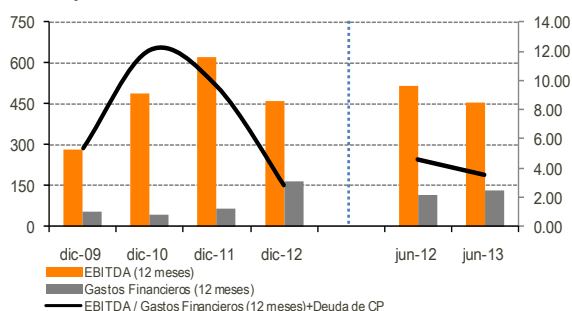
Es así que, a junio 2013, Volcan concentra la estructura de sus activos en el no corriente, el cual representa el 61.6% del total activos. Las principales cuentas del activo no corriente que han presentado incremento han sido propiedad, planta y equipo neto en US\$113.09 MM (+17.1%) ubicándose en US\$773.98 MM y la cuenta de costos de exploración y evaluación minera neta, la cual se considera como intangible, en US\$26.95 MM (+3.6%) ubicándose en US\$771.27 MM. Esto va de la mano, con las inversiones que se encuentra realizando la empresa en los proyectos de óxidos de Plata y Alpamarca – Río Pallanga, los cuales se encuentran financiados con los fondos que se obtuvieron por los bonos emitidos en el año 2012, a pesar de la coyuntura adversa del mercado al presentarse bajos precios de los minerales.

El pasivo no corriente representa el 66.6% del total pasivo, en el cual se encuentra las obligaciones financieras que representa el 48.6% del total pasivo, con un gran componente de los bonos emitidos el año pasado. La principal cuenta que ha presentado variación es la de provisiones por cierre de minas, con un incremento de US\$15.50 MM (+22.1% respecto a Dic2012), ubicándose en US\$85.72 MM, efecto de la paralización de la mina en Cerro de Pasco.

El ratio de cobertura de servicio deuda anual que presenta Volcan es de 3.49 veces, mayor a la que presentaba en diciembre de 2012 con 2.78 veces. La empresa posee holgura para cubrir su servicio de deuda. Por el lado, de payback, deuda financiera/EBITDA (12 meses) se encuentra en 1.55 veces ligeramente superior al presentado en diciembre de 2012 con 1.53 veces.

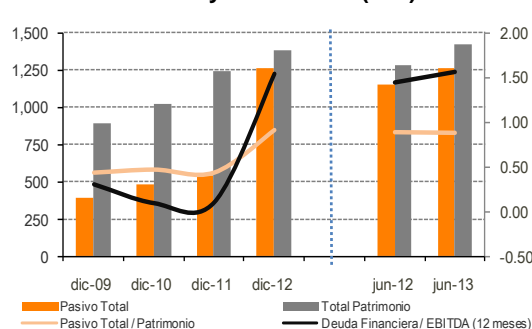
A junio 2013, el patrimonio aumentó en US\$ 44.62MM (+3.2%) debido en parte al movimiento del capital social US\$144.99 MM (+11.3%), ya que el 20 de marzo de 2013, en Junta Anual de Accionistas, se aprobó incrementar el capital, mediante la capitalización de utilidades, y la distribución de dividendos correspondiente a utilidades del ejercicio 2012 por US\$40.205 MM. Permitiendo mantener la palanca patrimonial casi a los mismos niveles que diciembre 2012 (0.89 veces vs 0.92 veces).

**EBITDA y Gastos Financieros + Deuda de CP a 12 años (MM)**



Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

**Pasivo y Patrimonio (MM)**

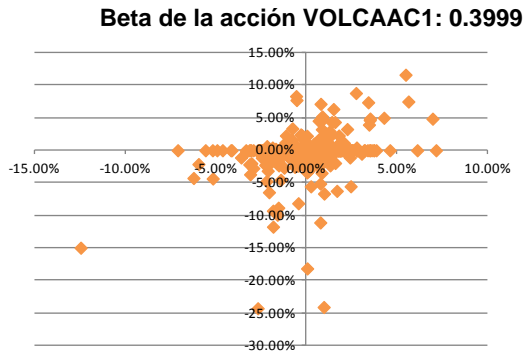
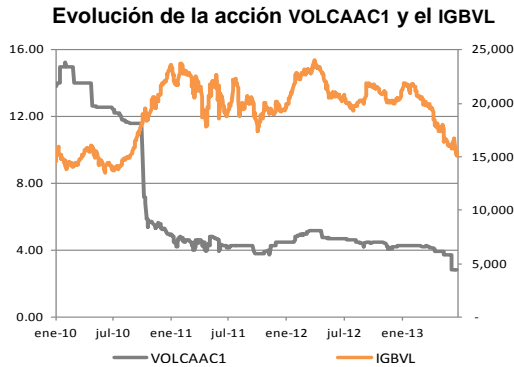


## Características de los Instrumentos

### Acción Común Serie A:

Las acciones de tipo A otorgan el derecho a voto en la junta de accionistas. Al 30 de Junio de 2013, el número de acciones en circulación registran 1,498,538,320 acciones y tiene un valor nominal de S/.1.00 cada una. Estas acciones otorgan derecho a voto a sus tenedores. Además, las acciones comunes de clase "A" se cotizan en S/.2.80 (S/.4.71 al 30 de junio de 2012); desde el 2010 a la actualidad, el precio promedio ha sido de S/.6.35, con una desviación estándar de

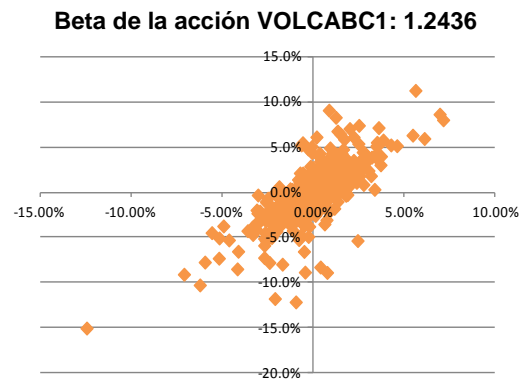
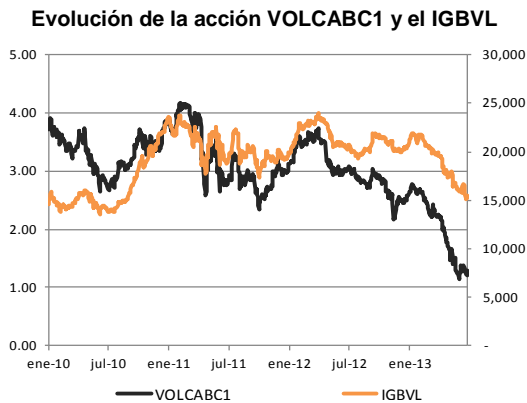
S/.3.61 y un Beta de 0.3999, se debe destacar que la acción es poco líquida. Además, presenta un coeficiente de correlación de 0.28 con el IGBVL. Los datos nos indican que las acciones de la serie A poseen menor riesgo que el mercado y baja correlación con la misma. Se verifica si analizamos los siguientes gráficos:



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

**Acción Común Serie B:**

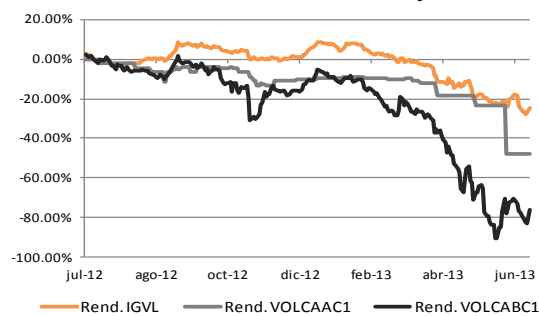
La acción de tipo B no otorgan el derecho a voto, pero sí prelación al momento de recibir dividendos, que no son acumulables. Al 30 de junio de 2013, éstas totalizan 2,241,418,329 acciones y tiene un valor nominal de S/. 1.00 cada una. Además, las acciones comunes de clase “B” se cotizan en S/.1.25 (S/.3.08 al 30 de junio de 2012); desde el 2010 a la actualidad, el precio promedio ha sido de S/.3.03 con una desviación estándar de 0.59 y un Beta de 1.2436. Además, presenta un coeficiente de correlación de 0.74 con el IGBVL. Los datos nos indican que las acciones de la serie B poseen mayor riesgo que el mercado y presenta una alta correlación con la misma. Se verifica si analizamos los siguientes gráficos:



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

Desde junio 2012 a la fecha tanto el IGBVL, el VOLCAAZ1 como VOLCABC1 han presentado rendimientos negativos de 24.79%, 47.68% y 75.79% respectivamente. Esto, debido a que los precios de los metales se encuentran bastante bajos y el IGBVL se encuentra compuesto en gran medida por acciones mineras, es por ello, que a junio de 2013, todas se encuentran castigadas.

**Rendimiento del IGBVL, VOLCAAC1 y VOLCABC1**



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

## ANEXO

Volcan Compañía Minera S.A.A y Subsidiarias (Miles de dólares)						
Balance General	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12	dic-12	jun-13
Activo Corriente	353,190	479,358	544,359	1,082,756	1,102,667	1,030,653
Activo Corriente Prueba Ácida	275,130	408,430	446,814	931,416	983,923	909,160
Activo No Corriente	934,872	1,022,208	1,236,438	1,354,331	1,540,546	1,652,952
Activo Total	1,288,062	1,501,566	1,780,797	2,437,087	2,643,213	2,683,605
Pasivo Corriente	207,600	327,986	344,379	346,061	427,180	421,164
Pasivo No Corriente	183,945	152,824	197,525	805,003	839,091	840,872
Pasivo Total	391,545	480,810	541,904	1,151,064	1,266,271	1,262,036
Total Patrimonio	896,517	1,020,756	1,238,893	1,286,023	1,376,942	1,421,569
Deuda Financiera	84,674	42,911	60,503	742,453	706,145	705,875
Corto Plazo	48,674	37,450	45,538	126,657	92,903	93,037
Largo Plazo	36,000	5,461	14,965	615,796	613,242	612,838
<b>Estado de Ganancias y Pérdidas</b>						
Ventas Netas	662,477	980,600	1,211,614	539,699	1,160,785	606,877
Costo de ventas	361,684	503,768	613,698	322,735	736,567	388,135
Utilidad Bruta	300,793	476,832	597,916	216,964	424,218	218,742
Utilidad Operativa	217,425	381,265	510,355	179,363	339,559	169,892
Gastos Financieros	4,573	2,982	19,354	14,871	72,700	12,854
Utilidad Neta	170,229	253,414	328,900	105,911	210,950	116,375
<b>EBITDA y Cobertura</b>						
Total Ingresos (12 meses)	662,477	980,600	1,211,614	1,151,868	1,160,785	1,227,963
Costos de Ventas (12 meses)	361,684	503,768	613,698	659,430	736,567	801,967
Utilidad Neta (12 meses)	170,229	253,414	328,900	266,464	210,950	221,414
Margen neto (acum. en el periodo)	25.70%	25.84%	27.15%	19.62%	18.17%	19.18%
EBIT (12 meses)	217,425	381,265	510,355	409,123	339,559	330,088
EBITDA (12 meses)	284,325	490,420	623,732	516,801	460,512	454,023
Gastos Financieros (12 meses)	53,247	40,432	64,892	113,386	165,603	129,966
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	4.08	9.43	7.86	3.61	2.05	2.54
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	5.34	12.13	9.61	4.56	2.78	3.49
<b>Solvencia</b>						
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.22	0.09	0.11	0.65	0.56	0.56
Pasivo Total / Patrimonio	0.44	0.47	0.44	0.90	0.92	0.89
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.30	0.09	0.10	1.44	1.53	1.55
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	1.38	0.98	0.87	2.23	2.75	2.78
<b>Rentabilidad</b>						
ROA (12 meses)	13.22%	16.88%	18.47%	10.93%	7.98%	8.25%
ROE (12 meses)	18.99%	24.83%	26.55%	20.72%	15.32%	15.58%
Margen Bruto (12 meses)	45.40%	48.63%	49.35%	47.95%	42.75%	36.55%
Margen Operativo (12 meses)	32.82%	38.88%	42.12%	40.93%	35.52%	29.25%
Margen Neto (12 meses)	25.70%	25.84%	27.15%	26.09%	23.13%	18.17%
<b>Liquidez</b>						
Liquidez General	1.70	1.46	1.58	3.13	2.58	2.45
Prueba Ácida	1.33	1.25	1.30	2.69	2.30	2.16
Capital de Trabajo	145,590	151,372	199,980	736,695	675,487	609,489
<b>Rotación</b>						
Rotación de cuentas por cobrar	54	61	38	36	36	35
Rotación de cuentas por cobrar	62	75	87	84	91	98
Rotación de Inventarios	74	51	57	71	58	55
Ciclo Operativo	66	37	8	23	3	-8