

Volcan Compañía Minera S.A.A.

Informe con Estados Financieros al 30 de Septiembre de 2013		Fecha de comité: 07 de Enero de 2014
Empresa perteneciente al Sector Minero Peruano		Lima, Perú
Marvin Duran Castillo	(511)208.2530	mduran@ratingspcr.com

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 el ingreso a la etapa final de los 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.

La perspectiva se mantiene Negativa, debido a que los ingresos producto de las operaciones propias de la compañía se han reducido y las cotizaciones de los metales que produce la compañía se encuentran bajos y lateralizando, sobretudo la plata, que venía representando el principal mineral que generaba ingresos, ahora es el zinc. Por otro lado, el margen operativo ha venido deteriorándose hasta llegar a 26% desde niveles de 40% en promedio (2010-2011) como consecuencia del incremento de los gastos de venta y la mayor compra de concentrados y minerales de terceros a fin de mejorar los volúmenes vendidos.

Resumen Ejecutivo

- **Ingreso de los proyectos de óxido de Plata y Alpamarca – Río Pallanga a la etapa final.** Los proyectos han ingresado a su etapa final de construcción y se proyecta que inicien operaciones a inicios del 2014, lo que permitirá producir mayor cantidad zinc, plomo y adicionar 8 millones de onzas de plata anuales; asimismo, cuenta con proyectos de importancia que contribuirían a mejorar las leyes de zinc y plata, así como explorar yacimientos de oro y cobre.
- **Diversificación de los metales que produce.** 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, en el 3T2013, los ingresos provenientes por metal son el zinc con el 47% seguido de la plata con el 38%, el plomo con el 12%, el cobre con el 3% y el oro con menos del 0.5%.
- **Adecuada cobertura del servicio de deuda pese a la reducción 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 operativos por las menores ventas y menor producción.** Los ingresos que provienen de las operaciones de la empresa, que ascienden a US\$756.60MM, se han reducido debido al cierre de la mina a tajo abierto Raúl Rojas y al bajo nivel de precios de los metales que se encuentran lateralizando ante la incertidumbre económica mundial.
- **Presencia de alta volatilidad de los precios de los metales.** Los resultados económicos volátiles de China, principal importador de minerales del mundo; la posibilidad de la paralización de la administración federal y el ruido económico que trajo la posible reducción de los estímulos monetarios por parte de Estados Unidos afectaron a los precios de los metales, al dólar y a las monedas emergentes.
- **Altos índices de liquidez debido al ingreso de efectivo por la emisión de bonos por US\$ 600 en el 2012.** Volcan presenta un ratio de liquidez de 2.18 veces, lo que ha fortalecido su activo corriente. Lo que permite a la empresa financiar su plan de inversión, pero cerca del 50% de lo obtenido se encuentra en bonos corporativos internacionales y depósitos a plazos. Además, presenta incrementos sostenidos en otras cuentas por cobrar que representan el 12.61% del total activos.

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 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.

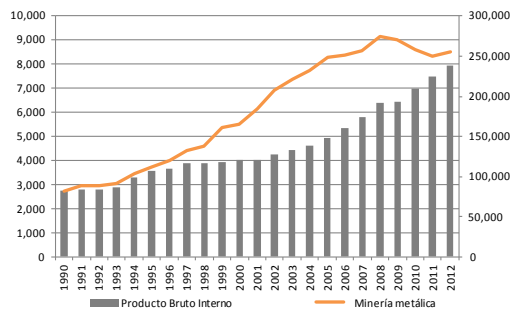
Sector

El sector minero peruano ha tenido un crecimiento constante a partir de la década de los noventa 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 desde el 1990) 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 62.55% del valor total entre enero y septiembre de 2013. Según cifras de la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE) el aporte de la minería en el Perú en 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 reciben¹.

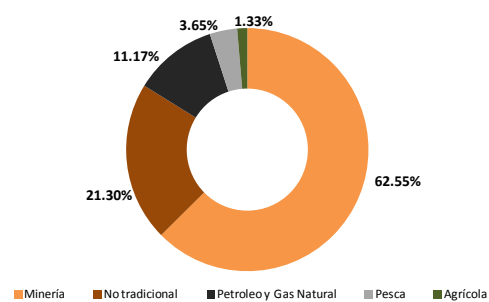
¹ De acuerdo con la PCM y MEF, en el año 2013 se transfirieron un total de S/. 3 625 millones por estos aportes siendo la región Ancash la más beneficiada principalmente por el canon minero que recibe por las minas de clase mundial que alberga, seguido por las regiones de La Libertad, Cajamarca y Arequipa.

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



Fuente: BCRP/ Elaboración: PCR

Perú: Exportaciones por Sector (Valor Fob Ene-Sep2013)



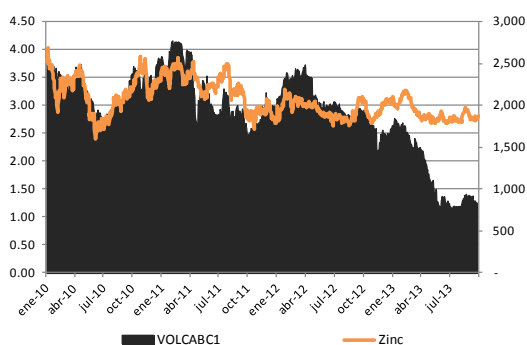
Fuente: MINCETUR / Elaboración: PCR

Los precios de los metales a septiembre 2013 han mostrado una fuerte volatilidad, esto se explica por los buenos indicadores que presentaba China a mediados de agosto, pero a finales de septiembre decepcionaban. Es importante recordar que China es el primer importador mundial de metales y concentra el 40% de las importaciones de cobre. A lo mencionado, se le agrega la incertidumbre por parte de la FED sobre la posibilidad de recortar el estímulo monetario, recorte de la compra de bonos por US\$ 85,000 MM mensuales o *tapering*, y en septiembre el mal panorama fiscal que presentaba EEUU. Todos ellos afectaron a los precios de los *commodities* durante el periodo analizado debido a que los metales son considerados inversiones de refugio, si se da el *tapering*, la inflación bajaría, ya que la inyección de dinero por parte de la FED se detendría e iría en contra de los precios de los metales. Por otro lado, la posibilidad de la paralización de la administración federal en el país del norte debilitó al dólar lo que alentó al incremento de los precios de los metales que se cotizan en esa moneda, lo que generó alta volatilidad, pero finalmente primó el crecimiento de China, que se encuentra en 7,5%.

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 septiembre 2013 fue de US\$1,911 TM (-1.8% al mismo periodo de 2012).

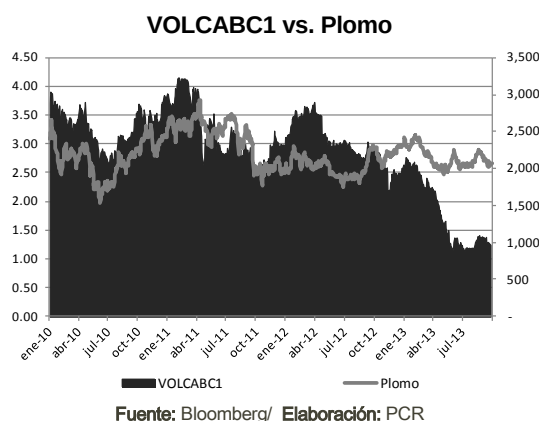
VOLCABC1 vs. Zinc



Fuente: Bloomberg/ Elaboración: PCR

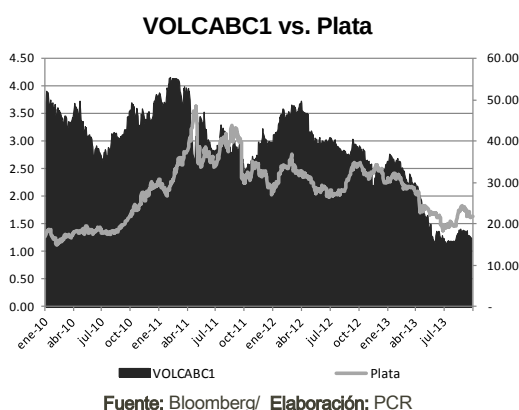
Plomo

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 septiembre 2013 fue de US\$2,152 TM (+6.8% al mismo periodo de 2012).



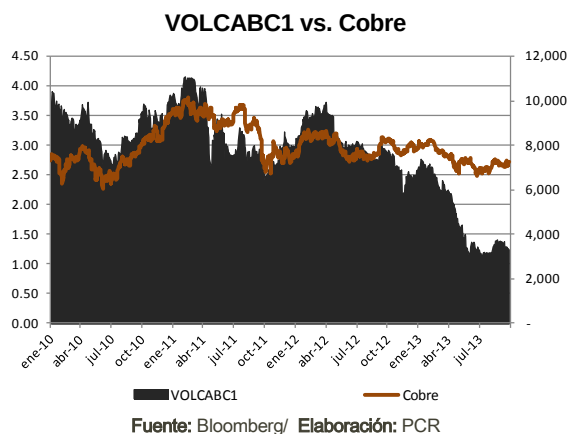
Plata

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 septiembre 2013 fue de US\$24.9 TM (-18.9% al mismo periodo de 2012).



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 septiembre 2013 fue de US\$7,384 TM (-7.3% al mismo periodo de 2012).



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 Ánimon 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 septiembre 2013, la composición de accionistas de Volcan S.A.A. de la serie A varió respecto a septiembre 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 participaciones mayores al 5% y otros accionistas que representan el 53.74%.

Accionistas					
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación
Familia Letts	A	46.96%	AFP Integra Fondo 2	B	15.02%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.09%	AFP Prima Fondo 2	B	10.12%
Blue Streak International N.V.	A	8.38%	AFP Integra Fondo 3	B	7.85%
Sandown Resources S.A.	A	7.80%	AFP Prima Fondo 3	B	6.68%
Otros	A	25.83%	AFP Profuturo Fondo 3	B	6.58%
			Otros	B	53.74%
Total		100.00%	Total		100%

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	Jorge Murillo Nuñez	Gte. Central de Finanzas
José Ignacio De Romaña Letts	Director	Cesar Farfan Bernal	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	Gerente 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 Cía. 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 (con el funcionamiento de su planta concentradora) 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 por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					sep-12	sep-13	Variación	
Yauli	San Cristobal	Subterranea	Victoria	10,500	2,647	2,786	139	5.3%
	Andaychagua	Subterranea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterranea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterranea						
	Carahuacra Norte	Tajo abierto						
Cerro de Pasco	Raul Rojas	Tajo Abierto	Paragsha	1,500	2,019	617	-1,402	-69.4%
	Paragsha	Subterranea	San Expedito					
Chungar	Animon	Subterranea	Animón	5,200	1,196	1,336	140	11.7%
	Islay	Subterranea						
Total				16,900	5,862	4,739	-1,123	-19.2%

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

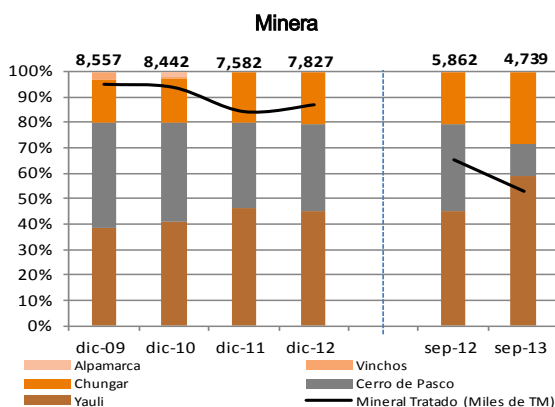
A septiembre de 2013, se ha tratado menor mineral total en 1,123TM (-19.25%), pero se han presentado incrementos en las unidades de Yauli por 139TM (+5.3%) y Chungar por 140TM (+11.7%) debido a la ampliación de las plantas de tratamiento Victoria y Andaychagua que han permitido incrementar la capacidad de la unidad de Yauli a 10,500 TMS por día y debido al incremento de la capacidad de la planta Animón en 20%, el cual fue finalizada en enero de 2013, lo que permite a la unidad Chungar procesar 5,200 TMS por día. La caída de la producción total es efecto de la paralización de la mina Raul Rojas en diciembre de 2012, la finalización de la etapa de pruebas de flotación de Piritas de plata, también 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 UEA Cerro de Pasco se encuentra en un proceso de transformación con estudios de factibilidad metalurgia para el tratamiento de Piritas de plata y proyectos en la pared Oeste del tajo Raúl Rojas.

Producción de Finos										
Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Total		Variación	
	sep-12	sep-13	sep-12	sep-13	sep-12	sep-13	sep-12	sep-13		
Zinc (TM)	112,924	117,675	41,246	14,756	73,925	73,864	228,095	206,295	-21,800	-9.6%
Plomo (TM)	21,209	23,897	16,709	6,983	16,511	19,984	54,429	50,864	-3,565	-6.5%
Plata (Miles Oz)	8,173	8,070	4,178	2,059	3,998	5,203	16,349	15,332	-1,017	-6.2%
Cobre (TM)	1,311	1,316	-	-	813	915	2,124	2,231	107	5.0%

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

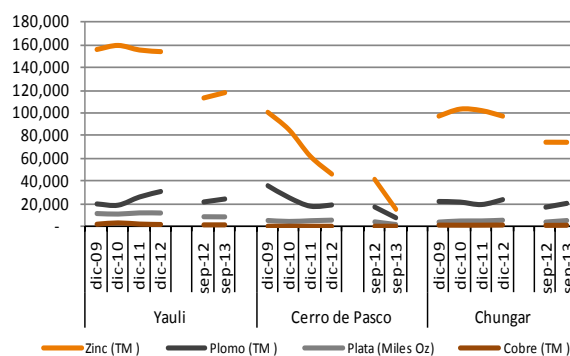
En la unidad de Yauli la producción de todos los productos finos presentan variaciones positivas, excepto la plata que se redujo en 103TM (-1.3%); en la Unidad de Cerro de Pasco se ha presentado la mayor variación en todos los productos con reducciones de 26,490 TM en el Zinc (-64.2%); 7,416 TM en el plomo por 9,726 (-58.2%) y 2,119 Moz en la plata (-50.7%) y en la unidad de Chungar todos los productos presentan variaciones positivas, excepto el Zinc que se redujo en 61TM (-0.1%), con un incremento notorio de la plata (+30.1%) y plomo (+21.0%) debido a la ampliación de la planta de Almidón.

Evolución de la Producción de Mineral Tratado por Unidad



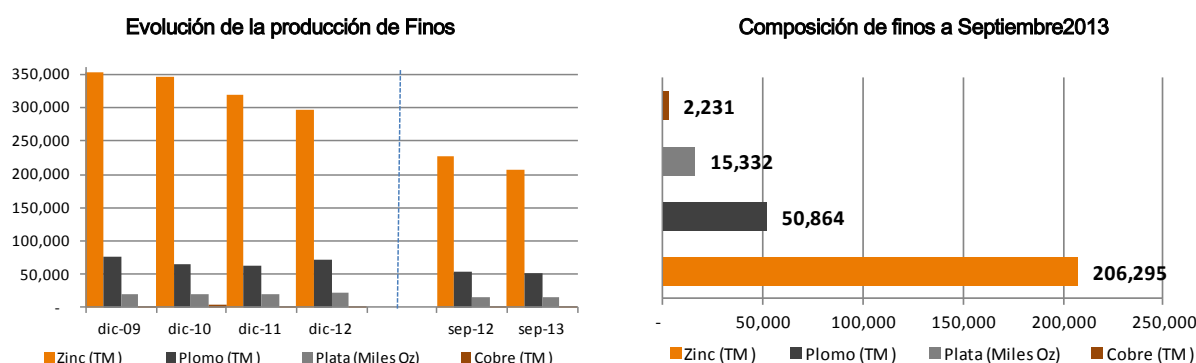
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

Evolución de la Producción de Finos por Unidad Minera



De manera conjunta, se presenta fuertes caídas en la producción en el zinc (-9.6%), en el plomo (-6.5%) y en la plata (-6.2%) debido a la paralización de Raul Rojas principalmente, pero estas bajas han sido compensadas en alguna medida por el incremento de finos en las unidades Yauli y Chungar. Por otro lado, existe un aumento en el cobre (+5.0%) 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 inicios del 2014 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 mayor producción de zinc, plomo y aproximadamente 8MM de onzas de plata al año.

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 septiembre de 2013, el zinc es el principal producto de finos de la empresa con una participación de 75.1%, seguido del Plomo con 18.5%, luego la plata con 5.6% y por último el cobre con 0.8%.



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

Reservas²

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
Ley de Cabeza						
% 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 corte³ 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 que se encuentran en la etapa final de construcción, es por ello que se observa un incremento (+283.0% vs. Sep2012) en las inversiones de proyectos de crecimiento y corporativos.

En el caso de las inversiones en unidades mineras estas se han reducido (-1.88% vs. Sep2012) ubicándose en US\$155.303M, ya que la empresa ha decidido racionalizar sus inversiones como medida de prevención ante la coyuntura de precios bajos de los metales.

Respecto a las exploraciones regionales se presenta una reducción de 42.61% respecto a septiembre 2012 debido a que la empresa se ha focalizado en las exploraciones con mayor potencial como son el caso de Zoraida y Río Pallanga Noreste.

Inversiones (Miles de dólares)			
	sep-12	sep-13	Variación
Inversiones en Unidades Mineras	158,283	155,303	-1.88%
Exploraciones Regionales	9,832	5,643	-42.61%
Proyectos y Otros	48,333	192,862	299.03%
Total	216,448	353,808	63.46%

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

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

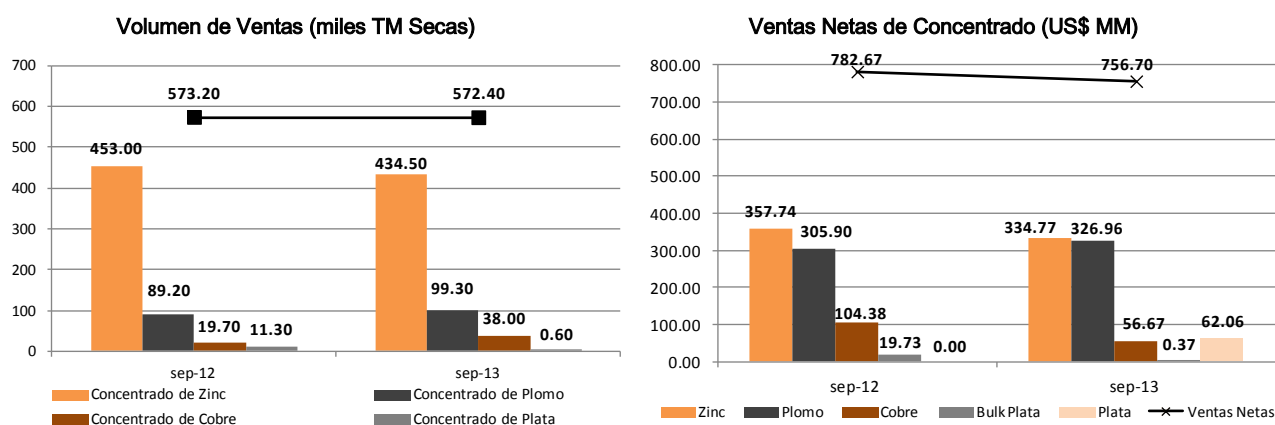
³ Ley de corte: Ley de utilización más baja que proporciona a la operación minera una utilidad mínima. La empresa incurrirá en mayores costos de producción, para poder obtener los mismos resultados con una ley de corte más alta.

Análisis Financiero

La información utilizada para el presente análisis corresponde a los Estados Financieros Anuales Auditados de 2009-2012⁴ y no auditados trimestrales al 30 de septiembre de 2012 y 2013 de Volcan S.A.A.

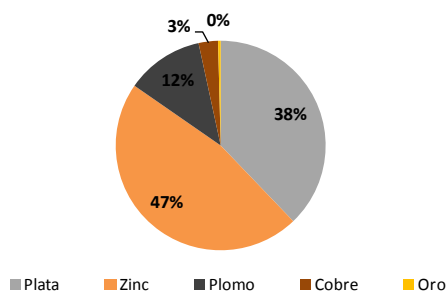
Eficiencia Operativa

A septiembre 2013 los ingresos suman US\$ 875.78 MM (+7.8% respecto a septiembre 2012), explicado principalmente por la liquidación de instrumentos de cobertura extraordinarios y ordinarios de precios de plata que generó ingresos por US\$ 115.70MM en el segundo trimestre, ya que durante el periodo analizado se han dado menores ventas de concentrado de cobre (-45.7%), zinc (-6.4%) y bulk plata (-98.1%) y sobretodo la caída del precio de la plata. La reducción de la venta de cobre se debe a la disminución de la cotización promedio en US\$ 578 TM (-7.3%) a pesar del mayor volumen de producción, ya que se incrementó en 18.30 M TM secas (+92.9%) ubicándose en 38.0 M TM secas a septiembre de 2013. Las ventas del zinc se vieron afectados por la menor producción en 18.50 M TM secas (-4.1%), ubicándose en 434.5 M TM secas, y por la reducción de la cotización promedio en US\$ 36.0 TM (-1.8%), ubicándose en US\$ 1,911.00 TM. Respecto a la plata, fue afectada por la menor concentración en 10.70 M TM secas (-94.7%) ubicándose en 0.60 miles TM secas y a la fuerte reducción del precio promedio en US\$ 5.80 OZ (-18.9%). A septiembre 2013, el principal concentrado que aporta a las ventas es el zinc con 42.38%, luego el plomo con 41.08%, seguido de la plata cobre con 8.32% y el cobre con 8.19%, pero respecto a la composición de ingresos por metal en el 3T2013, la plata concentra el 38% de los ingresos (50% en el 3T2013) y el zinc con el 47%, 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

Ingresos por Metal (%Valor en US\$)



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

A nivel operativo, el margen pasó de 32.94% a 26.01%, en comparación a septiembre 2012, ubicándose en US\$227.78 MM (-15.6%), explicado por (i) el aumento del costo del ventas (+US\$ 85.68 MM, +17.5% respecto a septiembre 2012) que se ubicó en US\$ 574.02 MM, debido en parte a que la empresa ha incrementado el volumen de compra de concentrados a terceros, lo que incrementó el costo, es así que se obtuvo un menor inventario final de concentrados en US\$47.62 MM; y a (ii) los gastos operativos que se incrementaron en US\$ 9.45MM (+20.4%)

⁴ Auditados por BDO, sin salvedades.

ubicándose en US\$73.99 MM, sustentado por el alza de las tarifas de transporte y mayores costos de almacenamiento en el puerto del Callao.

A niveles absolutos, el costo de producción se ha reducido de US\$314.0MM a US\$306.9MM, debido al cierre de la mina Raúl Rojas en Cerro de Pasco lo que ha llevado a una reducción de US\$30.5MM ubicándose en US\$ 41.4MM. En términos de costo de producción unitario, se ha presentado un aumento de US\$14.8TM debido al efecto del cierre de la mina a Raúl Rojas ubicándose en US\$68.3TM. Es importante mencionar que las medidas que ha tomado la empresa para reducir el impacto de la reducción de los precios de los metales están dando resultados, ya que se presenta pequeñas reducciones de costo de producción unitario en Chungar y Vinchos. Desde abril del 2013, la empresa ha optimizado los servicios de las empresas contratistas, ha paralizado obras civiles menores, ha reducido gastos administrativos entre otros. A pesar del esfuerzo de la empresa, el costo es aún elevado respecto a septiembre 2012.

El EBITDA anual se redujo en US\$139.25 MM (-31.4%), ubicándose en US\$303.87 MM debido al efecto del menor resultado operativo y la menor depreciación y amortización del periodo en US\$97.27 (-56.1% respecto a septiembre 2013).

Rendimiento Financiero

La utilidad neta se redujo en US\$6.85 MM (-4.4%) cerrando el periodo en US\$149.64 y en términos de margen se redujo de 19.11% a 17.09%. La reducción de la utilidad neta se debe al menor resultado operativo, ya que durante el periodo analizado se presentaron menores gastos financieros. Debido a que, se redujeron los gastos financieros en US\$7.33 MM (-29.1%) y se presentaron ingresos financieros por US\$5.25MM (+161.1% correspondientes a los intereses a la porción de bonos internacionales que posee la empresa, los cuales se están capitalizando.

Liquidez

A septiembre 2013, el indicador general de liquidez se ubica en 2.18 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 septiembre de 2013 se debe a la disminución del activo corriente en US\$148.69MM (-13.48% a Dic2012) como consecuencia de la ejecución de los proyectos que mantiene en cartera y por otro lado al incremento del pasivo corriente US\$ 9.64 MM (+2.26%), el cual se ubica en US\$ 436.82 MM explicado por un préstamo bancario por US\$ 21.54 y el incremento de cuentas por pagar comerciales en US\$ 14.07 MM sumando US\$200.74 MM a septiembre 2013.

Cabe indicar que, la cuenta caja y bancos se encuentra compuesta principalmente por depósitos a plazos en US\$110.87 MM y activos financieros en US\$171.48 MM, que refieren a bonos corporativos internacionales de grado de inversión altamente líquidos, los que representan aproximadamente el 47% del dinero obtenido por la emisión de bonos. Así como es importante mencionar que, las otras cuentas por cobrar han crecido en US\$82.63 MM (+31.26%) ubicándose en US\$346.97, esta representa el 36.37% del activo corriente 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 cobrar comerciales en US\$ 41.12 MM (+35.84%) ubicándose en US\$155.84, los plazos de cobranzas varían por el tipo de contrato negociado.

La rotación de cuentas por cobrar se ha incrementado al pasar de 24 a 46 días en comparación a septiembre 2012, la rotación de cuentas por pagar se han incrementado al pasar de 80 a 88 días en comparación a septiembre 2012, se observa una tendencia de incrementar el periodo de pago; y la rotación de inventarios a mejorado de 82 a 49 días en comparación a septiembre 2012, debido a la compra de concentrados a terceros. En conclusión, el ciclo operativo de la empresa ha mejorado, ya que se ha reducido de 27 días a 7 días, siendo más eficiente.

Considerando las cuentas más líquidas⁵, Volcan posee los niveles de liquidez que mantenía hasta antes del 2009, explicado por el efectivo recibido de la emisión de bonos. Es así que ha septiembre 2013, el ratio calculado asciende a 1.04 veces (vs 1.61 veces-Dic2012) mientras que mantiene un capital de trabajo de USD 18.77MM (vs USD 262.40MM-Dic2012).

⁵ (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%(Dic2011) a 46.51%(Sep2013).

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.

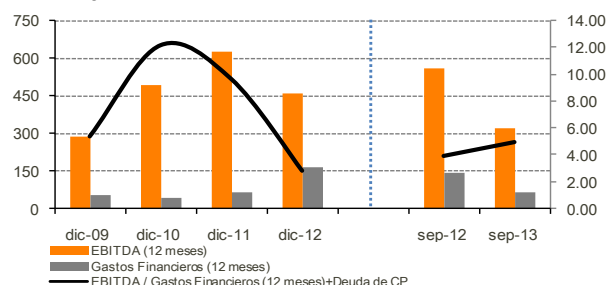
Es así que, a septiembre 2013, Volcan concentra la estructura de sus activos en el no corriente, el cual representa el 65.3% del total activos. Las principales cuentas que han presentado incremento han sido propiedad, planta y equipo neto en US\$220.27 MM (+33.33% vs. Dic2012) ubicándose en US\$881.17 MM y la cuenta de costos de exploración y evaluación minera neta, la cual se considera como intangible, en US\$54.07 MM (+7.3% vs. Dic2012) ubicándose en US\$798.40 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 que han ingresado a su etapa final, 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, lo que indica los esfuerzos de Volcan para afrontar mejor el futuro incierto de los precios de los metales, esencialmente la plata.

El pasivo no corriente representa el 65.9% del total pasivo, en el cual se encuentra las obligaciones financieras que representa el 48.0% del total pasivo, con un gran componente de los bonos emitidos el año pasado. La principal cuenta que ha presentado variación es otros pasivos financieros en US\$14.76 que corresponde a la parte no corriente de las cuentas por pagar de los instrumentos derivados de cobertura. La empresa posee derivados para reducir el riesgo por fluctuación de los precios de los metales, principalmente coberturas, instrumentos como swaps, opciones de compra y venta y collares de opciones.

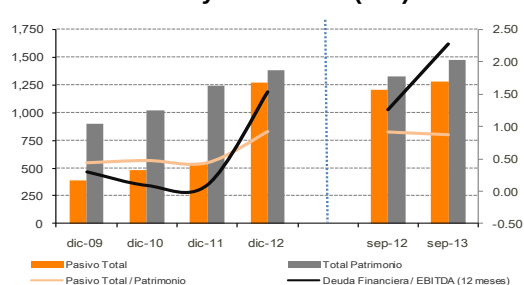
El ratio de cobertura de servicio deuda anual que presenta Volcan es de 4.91 veces, mayor a la que presentaba en diciembre de 2012 con 2.78 veces, debido a los menores gastos financieros. La empresa posee holgura para cubrir su servicio de deuda. Por el lado, de payback, deuda financiera/EBITDA (12 meses) se encuentra en 2.77 veces superior al presentado en diciembre de 2012 con 1.53 veces efecto del menor resultado operativo.

A septiembre 2013, el patrimonio aumentó en US\$ 94.40MM (+6.86%) 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 ligeramente menor a diciembre 2012 (0.87 veces vs 0.92 veces).

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



Pasivo y Patrimonio (MM)



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

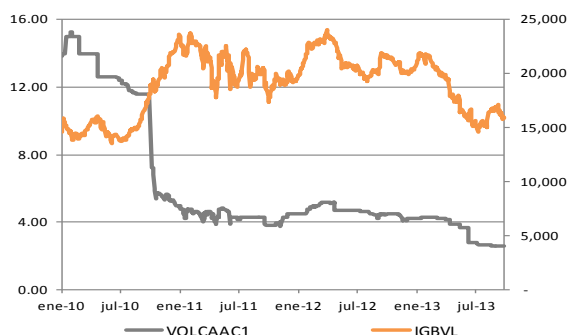
Características de los Instrumentos

Acción Común Serie A:

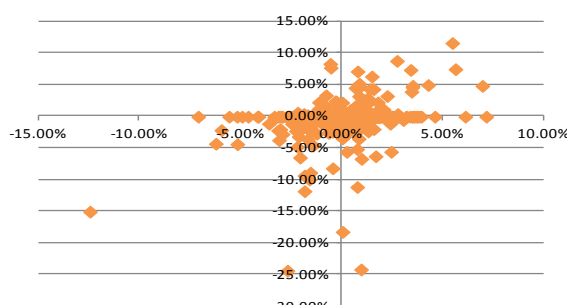
Las acciones de tipo A otorgan el derecho a voto en la junta de accionistas. Al 30 de septiembre de 2013, el número de acciones en circulación registran 1,498,538,320 acciones y tiene un valor nominal de S/1.00 cada una. Estas acciones

otorgan derecho a voto a sus tenedores. Además, las acciones comunes de clase “A” se cotizan en S/.2.60 (S/.4.40 al 30 de septiembre de 2012); desde el 2010 a la actualidad, el precio promedio ha sido de S/.6.10, con una desviación de S/.3.61 y un Beta de 0.3858, 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:

Evolución de la acción VOLCAAC1 y el IGBVL



Beta de la acción VOLCAAC1: 0.3858



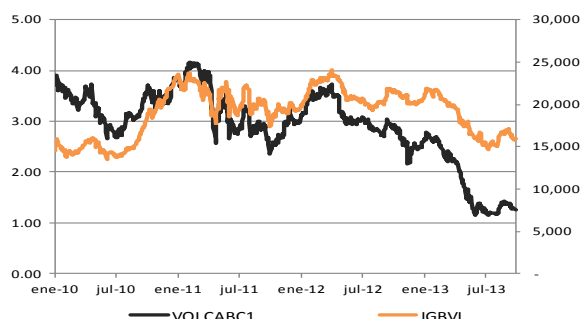
Fuente: BVL / Elaboración: PCR

Acción Común Serie B:

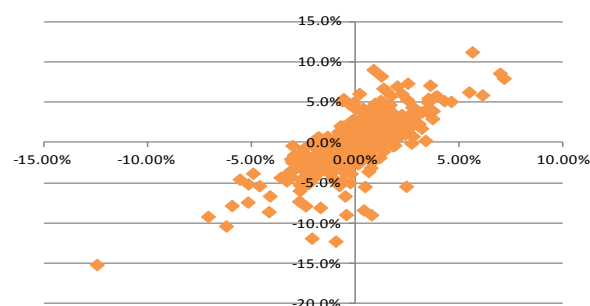
La acción de tipo B no otorgan el derecho a voto, pero sí prelación al momento de recibir dividendos, que no son acumulables. Al 30 de septiembre de 2013, estas totalizan 2,241,418,329 acciones y tiene un valor nominal de S/. 1.00 cada una.

Además, las acciones comunes de clase “B” se cotizan en S/.1.25 (S/. 2.92 al 30 de septiembre de 2012); desde el 2010 a la actualidad, el precio promedio ha sido de S/.2.91 con una desviación estándar de 0.72 y un Beta de 1.2371. Además, presenta un coeficiente de correlación de 0.73 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:

Evolución de la acción VOLCABC1 y el IGBVL



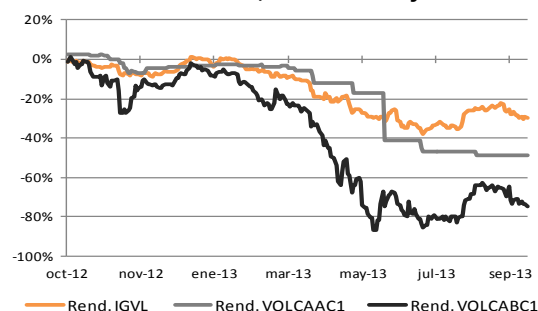
Beta de la acción VOLCABC1: 1.2371



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

Desde septiembre 2012 a la fecha tanto el IGBVL, el VOLCAAZ1 como VOLCABC1 han presentado rendimientos negativos de 29.51%, 48.52% y 74.87% 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 septiembre 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	sep-12	dic-12	sep-13
Activo Corriente	353,190	479,358	544,359	1,089,895	1,102,667	953,977
Activo Corriente Prueba Ácida	275,130	408,430	446,814	934,576	983,923	841,317
Activo No Corriente	934,872	1,022,208	1,236,438	1,441,253	1,540,546	1,796,931
Activo Total	1,288,062	1,501,566	1,780,797	2,531,148	2,643,213	2,750,908
Pasivo Corriente	207,600	327,986	344,379	385,138	427,180	436,816
Pasivo No Corriente	183,945	152,824	197,525	822,425	839,091	842,752
Pasivo Total	391,545	480,810	541,904	1,207,563	1,266,271	1,279,568
Total Patrimonio	896,517	1,020,756	1,238,893	1,323,585	1,376,942	1,471,340
Deuda Financiera	84,674	42,911	60,503	706,232	706,145	730,346
Corto Plazo	48,674	37,450	45,538	91,607	92,903	116,792
Largo Plazo	36,000	5,461	14,965	614,625	613,242	613,554
Estado de Ganancias y Pérdidas						
Ventas Netas	662,477	980,600	1,211,614	818,885	1,160,785	875,787
Costo de ventas	361,684	503,768	613,698	488,342	736,567	574,019
Utilidad Bruta	300,793	476,832	597,916	330,543	424,218	301,768
Utilidad Operativa	217,425	381,265	510,355	269,752	339,559	227,779
Gastos Financieros	4,573	2,982	19,354	25,177	72,700	17,850
Utilidad Neta	170,229	253,414	328,900	156,501	210,950	149,646
EBITDA y Cobertura						
Total Ingresos (12 meses)	662,477	980,600	1,211,614	1,086,564	1,160,785	1,217,687
Costos de Ventas (12 meses)	361,684	503,768	613,698	684,163	736,567	822,244
Utilidad Neta (12 meses)	170,229	253,414	328,900	194,162	210,950	204,095
Margen neto (acum. en el periodo)	25.70%	25.84%	27.15%	19.11%	18.17%	17.09%
EBIT (12 meses)	217,425	381,265	510,355	337,562	339,559	297,586
EBITDA (12 meses)	284,325	490,420	623,732	561,208	460,512	321,260
Gastos Financieros (12 meses)	53,247	40,432	64,892	144,524	165,603	65,373
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	4.08	9.43	7.86	2.34	2.05	4.55
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	5.34	12.13	9.61	3.88	2.78	4.91
Solvencia						
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.22	0.09	0.11	0.58	0.56	0.57
Pasivo Total / Patrimonio	0.44	0.47	0.44	0.91	0.92	0.87
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.30	0.09	0.10	1.26	1.53	2.27
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	1.38	0.98	0.87	2.15	2.75	3.98
Rentabilidad						
ROA (12 meses)	13.22%	16.88%	18.47%	7.67%	7.98%	7.42%
ROE (12 meses)	18.99%	24.83%	26.55%	14.67%	15.32%	13.87%
Margen Bruto (12 meses)	45.40%	48.63%	49.35%	42.75%	42.75%	31.97%
Margen Operativo (12 meses)	32.82%	38.88%	42.12%	35.52%	35.52%	24.24%
Margen Neto (12 meses)	25.70%	25.84%	27.15%	23.13%	23.13%	14.75%
Liquidez						
Liquidez General	1.70	1.46	1.58	2.83	2.58	2.18
Prueba Ácida	1.33	1.25	1.30	2.43	2.30	1.93
Capital de Trabajo	145,590	151,372	199,980	704,757	675,487	517,161
Rotación						
Rotación de cuentas por cobrar	54	61	38	24	36	46
Rotación de cuentas por pagar	62	75	87	80	91	88
Rotación de inventarios	74	51	57	82	58	49
Ciclo Operativo	66	37	8	26	3	7