

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

Fecha de comité: 22 de julio de 2015 con EEFF ¹ al 31 de marzo de 2015		Sector Minero, Perú
Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes Serie A	Primera Clase, Nivel 1	Negativa
Acciones Comunes Serie B	Primera Clase, Nivel 1	Negativa
Equipo de Análisis		
Brenda Bergna A. bbergna@ratingspcr.com	Emma Álvarez Grijalva ealvarez@ratingspcr.com	(511) 208.2530

Primera Clase, Nivel 1: Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más seguras, estables 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, PCR decidió mantener la calificación de Primera Clase, Nivel 1 a las acciones comunes Serie A y Serie B de Volcan Compañía Minera S.A.A. La calificación se sustenta en el avance de la producción tras el inicio de operaciones de Alpamarca-Río Pallanga y el nivel favorable de recuperaciones alcanzado. Asimismo, considera la variedad de metales que concentra, permitiendo la reducción de su exposición a la volatilidad de los precios de los metales contenidos, y los esfuerzos e iniciativas de la Compañía en la reducción de costos en sus procesos. Sin embargo, la calificación es limitada por el alto nivel de endeudamiento registrado, debido a la obtención de deuda de corto plazo, lo cual se espera disminuya tras el término de sus principales inversiones en ejecución. Respecto a este, PCR evaluará la evolución del apalancamiento y cobertura pues estos indicarían la efectividad de los aspectos mencionados anteriormente. Asimismo, PCR observará la evolución y sostenibilidad de los márgenes toda vez que estos permitan soportar la volatilidad de los precios de los metales.

Resumen Ejecutivo

- **Ligera recuperación del resultado neto aun en el contexto de menores cotizaciones de los metales e incremento de depreciación.** La mejora en términos de producción (tonelaje) e incremento del precio del zinc sirvieron para mitigar, en cierta medida, la caída de las cotizaciones de la plata y el plomo. Dichos factores se derivaron de la puesta en marcha de la UM Alpamarca y mejores recuperaciones, lo cual acompañado de la eficiencia en costos alcanzada, determinó resultados más favorables. No obstante, la evolución del resultado en los últimos trimestres fue parcialmente limitado por las pérdidas del negocio de trading, cuya participación ha disminuido para el presente año. Es de resaltar que la Compañía ha decidido limitar la comercialización de concentrados de terceros, comprometiéndose a cumplir con los compromisos previamente pactados pero que representan menor tonelaje. PCR considera que este último punto junto a la operación al 100% de la Planta de Óxidos (alcanzada a mediados de abril 2015), explicarían en parte el comportamiento de los márgenes para los próximos trimestres; sin embargo, ello se verá delimitado por el comportamiento del precio de la plata.
- **Nivel de apalancamiento alto y ratio de cobertura de servicio de deuda adecuado.** Dadas las necesidades de caja, la Compañía adquirió mayores obligaciones de corto plazo, entre las que también se encuentra el financiamiento para la construcción de la hidroeléctrica Rucuy, desmejorando sus indicadores de apalancamiento. No obstante, resalta los adecuados niveles de cobertura del servicio de deuda, determinadas por la mejora en términos de EBITDA.
- **Reducción del costo unitario de producción.** La Compañía ha logrado reducir los costos de producción por tonelada métrica (USD/TM) en sus tres UM y presentó, en términos relativos, un costo unitario bajo en Alpamarca – Río Pallanga. Esta mejora obedeció al plan de reducción de costos operativos que comprendió la aplicación de un programa de reducción de personal, la revisión del número y alcance de empresas especializadas con las que trabaja Volcan, la renegociación de precios de suministros y un programa de eficiencia energética. Volcan espera ejecutar reducciones adicionales de costos ante la caída del precio de la plata durante el 2015, reflejado en sus iniciativas de búsqueda de eficiencia de costos en cada una de sus UM.
- **La diversificación de metales que concentra ha beneficiado a la Compañía.** El mejor desempeño del zinc ayudó a mitigar, en cierta medida, los bajos precios de la plata. La perspectiva del zinc es favorable para los siguientes años, apoyada en el cierre de algunas minas importantes, lo que podría seguir impulsado el precio en el mediano plazo. Por otro lado, la tendencia de la plata en el último trimestre 2014 la ubica en una nueva banda de precios (16 a 17 USD/oz). Se prevé que en el corto-mediano plazo esta cotización tenga un sesgo a la baja sustentada el fortalecimiento de EE.UU y el incremento de las tasas por la FED, lo cual presiona los flujos futuros que generaría Volcan.
- **Mantenimiento de la vida de mina en 8 años junto al aumento de reservas.** Durante el 2014, y dado el avance de exploraciones emprendido por la Compañía, las reservas crecieron al nivel de 73.70MM TM (año 2013: 69.42MM TM). Ello

¹ No auditados

anudo al incremento de capacidad de tratamiento de las nuevas instalaciones conllevaron a la estabilidad de la vida de mina. Cabe mencionar que en el año 2013 se exhibió un menor nivel de reservas a consecuencia de la reclasificación de 30.5 MM de toneladas en la UM Cerro de Pasco, debido a que la Compañía no posee la propiedad urbana total ubicada sobre las concesiones, y la aplicación más estricta de JORC en Yauli y Chungar.

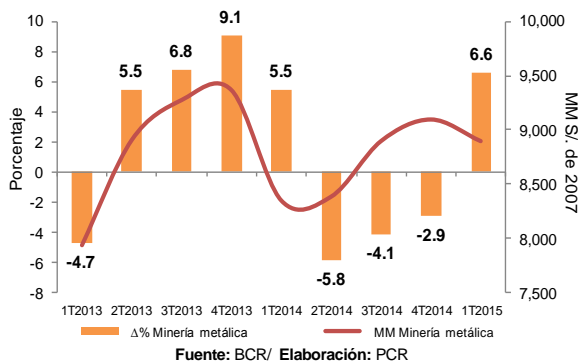
- **Culminación de los ajustes a la Planta de Óxidos en abril 2015.** Al cierre del año 2014 la Planta se encontraba trabajando al 50% de su capacidad (90% a abril 2015). Se espera que durante el 2T 2015 los ajustes finalicen y así se alcance la capacidad de producción de 2,500 tpd.

Sector

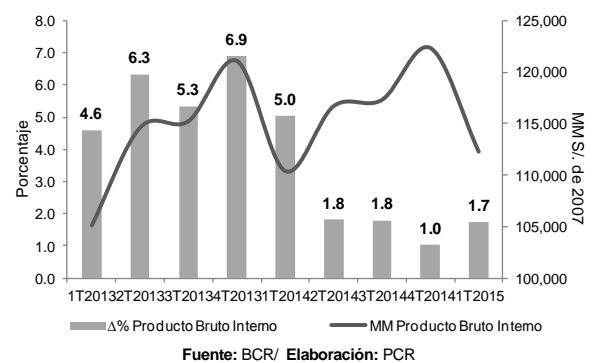
El Perú es un país minero por excelencia dada la calidad de los yacimientos y la diversidad de los mismos. Así, el país posee grandes reservas de minerales, siendo uno de los productores más importantes a nivel mundial. Además, en el año 2014, Perú ocupó el séptimo puesto entre los países y regiones de destino en exploración minera según el SNL Minings & Metals y, según el Instituto Fraser, mejoró siete posiciones en el índice mundial de países atractivos para la inversión minera al ubicarse en el puesto 30.

Al cierre del 1T 2015, el PBI registró un crecimiento de 1.7% A/A guiado por el lento crecimiento de los sectores primarios (0.6% A/A) afectado por anomalías climáticas durante los primeros meses del año. Por su parte, el PBI minero creció en 4.1% A/A (1T 2014: 5.0% A/A) debido a la disminución de la producción de cobre, principalmente en las minas Antamina y Cerro Verde, respecto al mismo periodo del año pasado. La expectativa de crecimiento al 2015 para el sector, según el BCRP, es de 6.8% apoyado en una menor disminución en la producción de oro y crecimiento del volumen de cobre al cierre del año. Asimismo, para los años 2016 y 2017 se tienen perspectivas favorables con tasas de crecimiento de 11.9% y 17.8%, respectivamente, debido a la conclusión de proyectos como Constancia y Toromocho que impulsarían la producción de cobre. No obstante, estas perspectivas podrán ser afectadas por retrasos y complicaciones en las operaciones de dichos proyectos.

EVOLUCIÓN DEL PBI MINERO NETO Y VARIACIONES PORCENTUALES



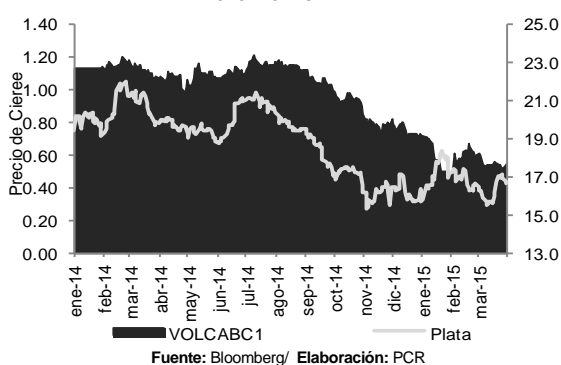
EVOLUCIÓN DEL PBI Y VARIACIONES PORCENTUALES



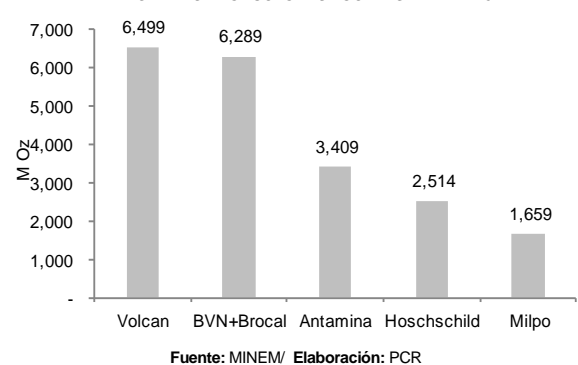
Plata

Si bien la cotización de la plata ha registrado una tendencia decreciente desde el año 2011, durante el 4T 2014 experimentó una significativa caída debido al fortalecimiento del dólar, encareciendo los commodities que cotizan en dicha moneda, y ante el contexto de mejora en la economía estadounidense. Durante el 1T 2015, el precio de este metal se ha mantenido en un rango de USD/Oz 16 y USD/Oz 18; las expectativas en su cotización apuntan a una probable recuperación en el mediano a largo plazo. Al cierre del periodo, el precio promedio fue de USD/Oz 16.7 (-18.5% A/A).

VOLCABC1 VS. PLATA

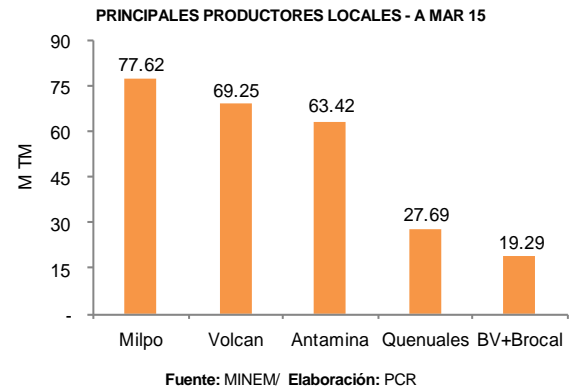
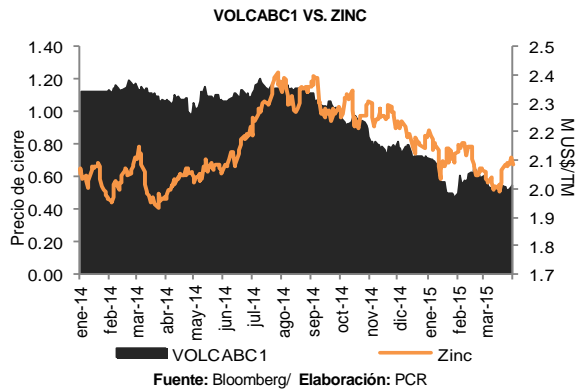


PRINCIPALES PRODUCTORES LOCALES – A MAR 15



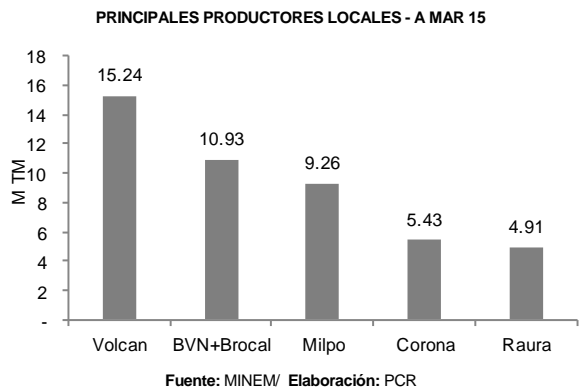
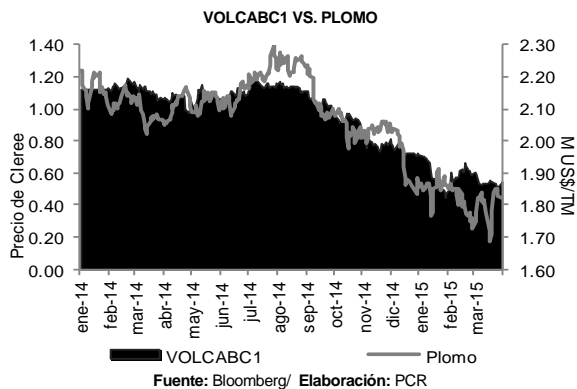
Zinc

Por su parte, el precio del zinc mantuvo una evolución mixta. Cabe precisar que en los meses de enero y febrero 2015 la cotización experimentó una ligera disminución explicado por el debilitamiento de la demanda global, en especial la proveniente de China. Los niveles de precio del zinc se recuperaron hacia marzo en línea con la expectativa de menor oferta que generaría el cierre de importantes minas programadas para el 4T 2015. Por tanto, en promedio, la cotización spot promedio al 1T 2015 se ubicó en US\$/TM 2,081 superior en 2.5% al registrado el mismo periodo del año anterior.



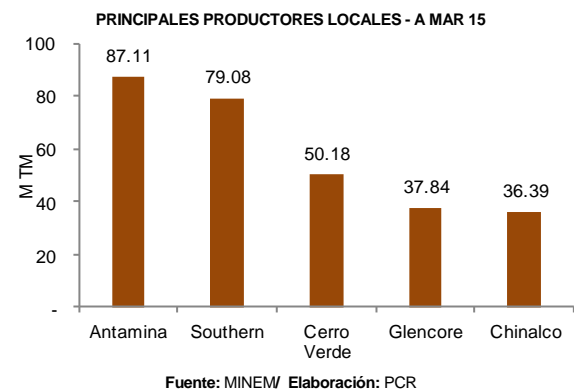
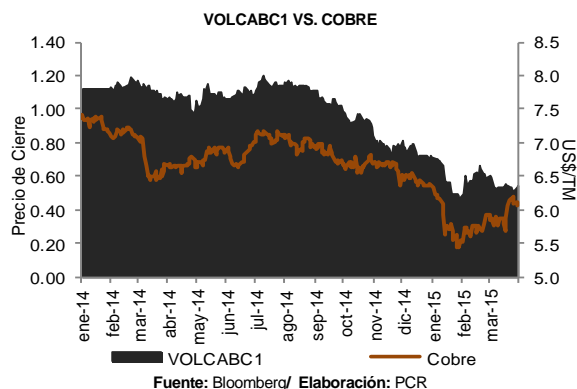
Plomo

A partir de lo estimado por el ILZSG², la demanda de plomo se mantendría en los niveles de 2014, mientras que la oferta experimentaría una leve disminución. De otro lado, el precio promedio de este metal para el 1T 2015 fue de USD/TM 1,806, menor en 14.2% respecto al mismo periodo del año anterior, el cual estuvo guiado por las tendencias de la oferta global, la desaceleración de la economía China y el fortalecimiento del dólar.



Cobre

Durante el 1T 2015, el precio del cobre ha mantenido su tendencia decreciente a consecuencia de la reducción de la demanda por parte de China asociado a su menor actividad en sectores como el manufacturero e inmobiliario, así como la menor inversión en infraestructura eléctrica. Asimismo, contribuyó el exceso de oferta por incremento de producción de cobre en Chile. En ese sentido, el precio promedio se redujo en 17.4% A/A, ubicándose en US\$/TM 5,815 (promedio 1T 2014: US\$/TM 7,038).



² International Lead and Zinc Study Group.

Aspectos Fundamentales

Reseña

Volcan Compañía Minera S.A.A. (En Adelante Volcan) es una empresa minera diversificada y consolidada como un importante productor global de zinc, plata y plomo. Ésta inició operaciones en el año de 1943, bajo el nombre Volcan Mines Company, con las minas Ticio y Carahuacra y la Planta Victoria. Posteriormente, en el año 1998, cambió su denominación social a Volcan Compañía Minera S.A.A, al fusionarse con 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 (1997) marcaría el inicio del proceso de expansión de la Empresa, el cual dio como resultado un crecimiento de 400% en su producción.

Las adquisiciones continuaron en los siguientes años, es así que en el año 1999, adquirió la Empresa Minera Paragsha S.A.C. perteneciente a Centromin Perú por un monto de USD 62 MM, la cual 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 MW. Esta transacción convirtió a Volcan en la compañía minera de zinc más grande del Perú. Durante el año 2000, 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 C.H. adicionales: Francois y San Jose II, con un total de 2.2 MW.

Durante el año 2006, Volcan compró 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. Finalmente, 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 Estructura Administrativa

A marzo 2015, la composición de accionistas de Volcan S.A.A. perteneciente a la serie "A" se encuentra liderada por la familia Letts y en menor medida por la Empresa Minera Paragsha, entre otros. Por otro lado, la composición de accionistas de la serie "B" se encuentra dividida por Empresas Institucionales con participaciones mayores al 5% y por otros accionistas con una participación del 55.21%. Así, la serie "A" representa el 40.07% del total acciones de Volcan y el remanente está compuesto por acciones de la serie "B".

ACCIONISTAS (MARZO 2015)					
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación
Familia Letts	A	46.96%	AFP Integra Fondo 2	B	13.61%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.14%	AFP Prima Fondo 2	B	12.12%
Blue Streak International N.V.	A	8.38%	AFP Profuturo Fondo 2	B	6.92%
Sandown Resources S.A.	A	7.81%	AFP Prima Fondo 3	B	6.72%
Otros	A	25.71%	AFP Integra Fondo 3	B	5.42%
			Otros	B	55.21%
Total		100.00%	Total		100.00%

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

El 30 de agosto de 2014, acaeció el fallecimiento del señor Felipe Osterling Parodi, hasta ese entonces Vicepresidente del Directorio. Es por ello que, el 24 de septiembre de 2014 en Sesión de Directorio se designó como director al Sr. Felipe Estanislao Osterling Letts. Además, se eligió como Vicepresidente del Directorio al Sr. José Ignacio de Romaña Letts. Así, el comité ejecutivo quedó conformado por: José Picasso, quien lo preside; José Ignacio De Romaña, Christopher Eskdale y José Bayly Letts. Los miembros de dicho Comité fueron ratificados el 26 de marzo de 2015.

COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO Y PRINCIPALES GERENCIAS			
Directorio		Gerencia	
José Picasso Salinas	Presidente	Juan Rosado Gómez De La Torre	Gte. General
José Ignacio De Romaña Letts	Vicepresidente	Jorge Murillo Núñez	Gte. Central de Finanzas
Cristopher Eskdale	Director	Roberto Maldonado Astorga	Gte. Central de Operaciones
José Bayly Letts	Director	José Montoya Stahl	Gte. Central de Desarrollo Corporativo
Felipe Estanislao Osterling Letts	Director	Cesar Farfan Bernales	Gte. Exploraciones Regionales
Pablo Moreyra Almenara	Director	David Brian Gleit	Gte. de Relaciones con Inversionistas
Madeleine Osterling Letts	Director	Roberto Servat Pereira de Sousa*	Gte. de Responsabilidad Social
Irene Letts Colmenares De Romaña	Director	Juan Del Águila Zamora	Gte. Corp. de Proyectos
Daniel Mate Badenes	Director	Jorge Simón Chávez Manrique	Gte. de Geología
		Alfonso Rebaza González	Gte. Legal
		Paolo Cabrejos Martín	Gte. Comercial
		Edgardo Zamora Pérez	Gte. Op. Yauli
		Jose Blanco Collao	Gte. Op. Chungar
		Hernán Flores	Gte. Op. Cerro de Pasco
		Carlos García Zapata	Gte. Op. Andaychagua
		Eduardo Malpartida Espinoza	Gte. Op. Alpamarca

*Desde enero 2015

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

Desarrollos Recientes

- El 26 de marzo de 2015, en Junta General de Accionistas, se acordó la distribución de utilidades correspondientes al ejercicio 2014 por S/. 31.49MM, como dividendo efectivo a razón de S/. 0.0075 por cada acción del tipo "A" y S/. 0.007875 por cada acción clase "B". Se acordó pagar a partir del 05 de mayo de 2015.
- El 29 de diciembre de 2014, la Empresa Explotadora de Vinchos Ltda., subsidiaria de Volcan Compañía Minera, solicitó al MEM la suspensión de sus operaciones en la Unidad Minera Vinchos, por un plazo de un año. Esta fue autorizada en enero 2015.
- El 22 de diciembre de 2014, en Sesión de Directorio se aprobó el reparto de dividendos correspondientes al ejercicio 2014, el cual ascendería a S/. 20'993,650. Dichos dividendos fueron cancelados con fecha 20 de enero de 2015, y representó pagos por S/. 0.005 y S/. 0.00525 correspondientes a las acciones del tipo A y B, respectivamente.
- El 1 de julio de 2014, la empresa Administradora Chungar, subsidiaria de Volcan Compañía Minera, adquirió de Trevali Renewable Energy Inc el 100% de las acciones de "Compañía Hidroeléctrica Tingo S.A." por USD13.50MM.

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Volcan se dedica a la exploración, explotación, y beneficio de minerales por cuenta propia y de subsidiarias, correspondiéndole la extracción, concentración y tratamiento, así como la comercialización de todos los productos y concentrados. La Compañía opera en la zona central del país, posee 310 mil hectáreas concesionadas y cuatro unidades mineras (UM): Yauli, Cerro de Pasco, Chungar y Alpamarca - Río Pallanga. Esta última, inició su fase de prueba en la quincena de marzo del año 2014 y las operaciones en el mes de abril del mismo año. Así, la Compañía posee 12 minas, 7 plantas de concentración y una planta de lixiviación (Planta de Óxidos de plata). Adicionalmente, Volcan se ha enfocado en integrar las compañías adquiridas, la reducción de costos, optimización del uso de energía y la reposición y expansión de la base de reservas y recursos. De esta manera, Volcan busca mantenerse entre los líderes globales en la producción de zinc, plata y plomo.

Del total de unidades mineras que posee Volcan, la UM Cerro de Pasco ha experimentado una reducción paulatina de producción en los últimos años, debido principalmente a dos factores. El primero refiere al fin de producción del tajo abierto Raúl Rojas en diciembre 2012, dado que la Compañía no puede explotar más allá del límite de la Pared Este con la ciudad de Pasco, aunado a la tendencia actual de los precios que impiden el desarrollo adicional del mismo. En segundo lugar se encuentra el agotamiento de los cuerpos mineralizados que presenta la mina subterránea Paragsha, cuya producción actual proviene principalmente de recuperaciones y remanentes que, sin alternativas de exploración adicional, genera altos costos operativos sumado a un minado convencional y de mayor riesgo operativo.

Bajo este contexto, la Compañía se enfocó en nuevos proyectos como la Pared Oeste del Tajo Raúl Rojas, Piritas de Cu y Ag, Stockpiles de Piritas de Ag y Óxidos de Plata (Planta de Óxidos). Este último es un proyecto que posee la capacidad de tratamiento de 2,500 tpd, expandible a 4,000 tpd, y cuenta con una vida de mina de 16 años; asimismo, es considerado como el principal driver que permitirá el incremento de la producción de plata para la Compañía. Esta planta inició operaciones en el mes de abril 2014; posteriormente, en los próximos meses se llevó a cabo la etapa de ajustes operativos, la cual concluyó a mediados de abril 2015 tras el inicio de operación del cono profundo instalado en la planta, en línea con lo estimado por la Compañía. En ese sentido, la producción registrada al cierre del 1T 2015 ascendió 246 barras de doré con contenido de 0.60 MM Oz/Ag y 787 Oz/Au.

UNIDADES OPERATIVAS

Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					mar-15	mar-14	Variación	
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	10,800	983	917	66	7.20%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
Cerro de Pasco	Carahuacra Norte	Tajo abierto		2,500	98	166	-68	-40.96%
	Paragsha	Subterránea	Paragsha					
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Expedito					
Chungar	Vinchos**	Subterránea		5,200	479	482	-3	-0.62%
	Animon	Subterránea	Animón					
Alpamarca - Río Pallanga	Islay	Subterránea		2,000	206	0	206	
	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca					
Planta de Óxidos*	Río Pallanga	Subterránea		2,500	97	0	97	
Stockpiles								
Total				23,000	1,863	1,565	298	19.04%

*Planta de Óxidos se encuentra dentro de UM Cerro de Pasco, en abril 2015 alcanzó una producción al 100% de su capacidad.

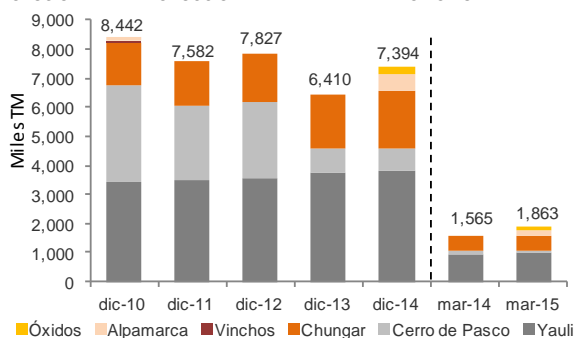
**La mina Vinchos se encuentra en suspensión temporal por decisión de la Compañía desde el 29/12/2014.

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

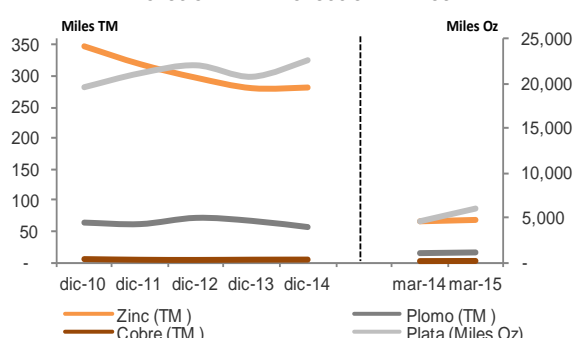
Asimismo, en marzo 2014 Volcan culminó la construcción de la Planta Concentradora Alpamarca, ubicada en la UM Alpamarca - Río Pallanga (inicio de operaciones abril 2014). En esta unidad también se encuentran la operación Alpamarca, la cual será en un inicio a tajo abierto y posteriormente se trabajará de manera subterránea, y la mina Río Pallanga que es del tipo subterránea. En general, la UM posee vetas de plomo, zinc, plata y cobre, cuya planta posee una capacidad instalada de 2,000 tpd, expandible a

3,000 tpd y una vida inicial de 11 años. Durante el primer trimestre del año 2015, la planta concentradora logró procesar 206 MTM de mineral, traducido en aproximadamente 2,200 tpd (110% de su capacidad nominal).

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE MINERAL TRATADO POR UNIDAD MINERA



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE FINOS



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

En términos consolidados, el volumen total tratado al 1T 2015 fue de 1,863 MTM, significando un avance en 19.04% A/A (+0.30 MTM). Esta variación estuvo sustentada principalmente por el aporte de Alpamarca – Río Pallanga y la Planta de Óxidos, las cuales iniciaron operación en abril 2014 y han mostrado un desempeño favorable en sus operaciones. Adicionalmente, contribuyó la mejora de producción en la UM Yauli (+7.20% A/A) dada la mayor extracción en sus minas Andaychagua, Carahuacra y San Cristóbal, en línea con los desarrollos y preparaciones planificadas en el año 2014. En contraste, se registró la disminución de tratamiento en la UM Cerro de Pasco (-40.96% A/A) y UM Chungar (-0.62% A/A). La primera debe su retroceso a los menores aportes de mineral de Stockpiles marginales del tajo abierto (Paragsha) y a la paralización programada de la mina Vinchos. Por su parte, la UM Chungar disminuyó el tratamiento de mineral como consecuencia del menor aporte de la mina Animón; sin embargo, ello fue parcialmente contrarrestado por el mayor mineral proveniente de la mina Islay.

Respecto a la producción de finos, Volcan presentó una evolución positiva en todos los finos contenidos en sus concentrados. En particular, registró un importante incremento en el volumen de finos de plata (+29.60% A/A) producto del aporte de Alpamarca y la Planta de Óxidos, las cuales iniciaron operación en abril 2014, así como por el mayor tonelaje y recuperación en Yauli. En el caso de los finos de zinc, estos aumentaron en 3.50% A/A y los finos de plomo en 8.60% A/A, ambos debido al alto nivel de tonelaje tratado y la mayor ley promedio de estos metales en Yauli, aunado al importante aporte de Alpamarca; esto a pesar de la disminución de producción de estos finos en Cerro de Pasco y Chungar producto del menor tonelaje tratado y la reducción de las leyes de cabeza, respectivamente. Asimismo, los finos de cobre experimentaron una variación positiva de 20.40% A/A a consecuencia del aumento de tonelaje en Yauli, el aporte de Alpamarca, aún en el contexto de menores leyes de cabeza en los concentrados obtenidos en Chungar. Cabe indicar que según el plan de minado a ejecutar en Chungar, se espera el incremento paulatino de los niveles de las leyes de cabeza en sus minas Animón e Islay a partir del 2S 2015, mientras que se conseguiría el 100% de reversión para el año 2016.

PRODUCCIÓN DE FINOS (Acumulado a marzo)

Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca-Río Pallanga		Óxidos de Plata		Total		Variación
	mar15	mar14	mar15	mar14	mar15	mar14	mar15	mar14	mar15	mar14	mar15	mar14	%
Zinc (TM)	41,700	36,673	2,600	3,285	21,100	25,016	1,800	-	-	-	67,200	64,974	3.50%
Plomo (TM)	5,800	5,107	1,200	1,267	6,100	6,750	1,200	-	-	-	14,300	13,124	8.60%
Plata (M Oz)	3,100	2,872	300	280	1,300	1,419	700	-	600	-	6,000	4,571	29.60%
Cobre (TM)	600	570	-	-	300	303	200	-	-	-	1,100	873	20.40%

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

Energía

Volcan sigue una estrategia enmarcada en enfocar parte de sus inversiones hacia su propia generación hidroeléctrica y sistema de transmisión eléctrica, ello con el objetivo de garantizar un suministro permanente de energía para sus operaciones así como para ganar eficiencia en costos. En ese sentido, en los últimos años desarrolló proyectos de crecimiento como centrales hidroeléctricas (C.H.), las cuales se ubican cerca a sus operaciones. Actualmente, cuenta con 10 C.H. que se encuentran interconectadas y abastecen a la UM Chungar, que en conjunto representan una potencia instalada de 22 MW y que al 1T 2015 alcanzaron una producción de 42.5 GWh. De otro lado, la Compañía posee operaciones y proyectos de la división energía no interconectados a las operaciones mineras. Entre estas se encuentra la C.H. Huanchor con una potencia instalada de 20 MW y que vende energía a clientes libres y regulados del SIEIN. Adicionalmente, opera la C.H. Tingo (1.25 MW de potencia y 82 Km de líneas de transmisión de 22.90 kV y 50 kV) que fue adquirida a mediados de 2014; a la fecha se encuentra en proyecto de ampliación para alcanzar una potencia de 10 MW y abastecerá exclusivamente a la UM Alpamarca – Río Pallanga, actualmente está en fase de estudio de factibilidad con conclusión estimada hacia agosto 2015. Por su parte, los proyectos de energía incluyen la C.H. Rucuy (20 MW) que actualmente se encuentra en etapa de construcción (marzo 2015: 60% de avance), y la C.H. Chancay II (30 MW) cuya ingeniería definitiva de obras civiles se encuentra próxima a concluirse. Los proyectos mencionados tienen estimados de inicio de operación para el 1T 2016 y año 2018, respectivamente. Adicionalmente, en julio de 2014 se lanzó el Programa de Eficiencia Energética en línea con las medidas adoptadas para afrontar los menores precios internacionales de los metales. Estas eficiencias en energía, se estiman logren ahorros por USD4.0 MM en los primeros dos años del programa.

Inversiones

Las inversiones totales de la Compañía pasaron de USD 103.80MM (1T 2014) a USD 42.50MM (1T 2015) debido a la significativa disminución de inversión en proyectos de crecimiento (-88.60%) en línea con la culminación de la UM Alpamarca (marzo 2014) y los menores gastos que ha significado la Planta de Óxidos, toda vez que ésta ya se encontraba en etapa de ajustes operativos al 1T 2015. Asimismo, la disminución obedece a la menor inversión en las unidades operativas guiada por la reducción de inversión en plantas y relaveras (-67.40%), mina e infraestructura (-28.60%) y energía para las unidades mineras (-67.10%). No obstante, el efecto de estas fue parcialmente mitigado por el incremento de inversiones en desarrollo que ascendieron a USD 13.50MM (1T 2014: USD 10.70MM).

Si bien la mayoría de inversiones disminuyeron respecto al mismo periodo del año anterior, la correspondiente a la división de energía registró una evolución positiva respondiendo a la inversión en la C.H. Rucuy, reflejado en un crecimiento de USD 5.30MM A/A. Cabe resaltar que la Compañía estima una reducción en la inversión total, alcanzando montos entre USD 180MM y USD 200MM para el año 2015.

INVERSIONES (MM USD)				
Inversiones Consolidadas	mar-15	mar-14	Variación	
Unidades Operativas	28.10	36.10	-8.00	-22.20%
Exploración Local	3.10	2.90	0.20	6.10%
Desarrollo	13.50	10.70	2.80	26.50%
Plantas y Relaveras	3.20	9.80	-6.60	-67.40%
Mina e Infraestructura	7.00	9.90	-2.90	-28.60%
Energía en Unidades	0.60	1.70	-1.10	-67.10%
Soporte y Otros	0.60	1.10	-0.50	-43.50%
Exploraciones Regionales	0.60	1.10	-0.50	-45.50%
Crecimiento y Otros	7.40	65.50	-58.10	-88.60%
División de energía	6.40	1.10	5.30	461.20%
Total	42.50	103.80	-61.30	-59.10%

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

La Compañía presenta una estrategia de crecimiento con nuevos proyectos que buscan incrementar la producción de plata, zinc y plomo, así como la diversificación con mayor producción de cobre para reducir el riesgo ante las fluctuaciones de los precios.

PROYECTOS MINEROS					
Proyecto	Etapas	Capex (USD MM)	Ritmo Producción	Leyes	
Proyectos mineros de CP y LP	Polimetálicos Pared Oeste	Factibilidad	65.00	2,500 tpd	4.11% Zn, 1.46% Pb, 1.88 Oz/t Ag
	Oyama - Yauli	Factibilidad	Por definir	1,500 tpd	0.94% Cu, 0.73 Oz/t Ag
	Rondoni	Factibilidad	Por definir	Por definir	0.83% Cu
	Pirritas de Plata - Cerro	Factibilidad	Por definir	Por definir	4.49 Oz/t Ag, 1.24% Zn, 0.59% Pb, 0.25% Cu

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

Adicionalmente, Volcan contempla proyectos *greenfield* y *brownfield* con los que busca aumentar el potencial de sus operaciones y de nuevos desarrollos. Asimismo, no descarta la adquisición de minas con operaciones en marcha, en etapa temprano o la realización de *Joint Ventures*.

PROYECTOS BROWNFIELD Y GREENFIELD EN FASE AVANZADA			
Proyecto	Etapas	Metales	
Brownfield	Zoraida 1 -Yauli	Factibilidad	Ag-Zn-Pb
	Islay - Chungar	Desarrollo	Ag-Zn-Pb
	Río Pallanga - Alpamarca	Desarrollo	Ag-Zn-Pb
	Colquihuarmi - Alpamarca	Desarrollo	Ag-Zn-Pb
Greenfield	Palmas - Lima	Estim. Rec.	Ag-Zn-Pb

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

Reservas³

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee⁴ (JORC), las reservas de Volcan fueron:

RESERVAS								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reservas (Miles TMS)	110,320	123,129	140,260	148,429	135,691	109,673	69,417	73,699
Vida Útil (años)	13	14	16	18	17	12	8	8
Ley de Cabeza								
% Cu	0.04	0.05	0.04	0.06	0.05	0.12	0.12	0.14
% Pb	1.50	1.30	1.30	1.15	1.12	1.05	0.97	0.92
% Zn	4.80	4.20	4.00	3.85	3.86	3.75	3.93	3.70
oz/TM Ag	3.30	3.10	2.90	3.05	3.23	3.23	3.98	3.79

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

La evolución de las reservas ha sido positiva, aumentando estas en 6.17% respecto al año 2013 en línea con el programa de exploración, iniciado en el segundo semestre 2014, que permitió reponer las reservas minadas. En particular, el nuevo cálculo de las reservas en las operaciones de Volcan determinó un importante crecimiento de las correspondientes a la UM

³ Información actualizada anualmente.

⁴ JORC es un código para informar sobre Recursos Minerales y Reservas de Mena, el cual establece estándares mínimos, recomendaciones y normas para la información pública de resultados de exploraciones, recursos minerales y reservas de mena.

Yauli (+25.80% A/A) y el mantenimiento de los niveles en la UM Cerro de Pasco (-1.31% A/A). No obstante, se registró una disminución en las reservas de las operaciones de Alpamarca (-12.34% A/A) y Chungar (-12.15% A/A); la primera, a consecuencia de la disminución en la mina Río Pallanga. Respecto a Chungar, se espera que el ciclo de reposición de reservas permita la recuperación de estas dado el incremento en recursos inferidos para el periodo (51% A/A). A partir de estos resultados, la vida de mina se mantuvo en 8 años. Cabe indicar que la reducción de vida de mina de 12 años (2012) a 8 años (2013) fue explicada por el sinceramiento de recursos en la mina Raúl Rojas (Cerro de Pasco) y la aplicación más estricta del JORC para las UM Yauli y Chungar que redujo sus reservas.

Análisis Financiero

Eficiencia Operativa

Para el análisis de los resultados de la Compañía, PCR considera adecuado el tratamiento por separado del negocio minero (producción de Volcan) y el negocio de trading (comercialización de concentrados de terceros), dado que los beneficios y márgenes de cada uno son diferenciados.

Al 1T 2015, las ventas del **negocio minero** ascendieron a USD 184.50MM, representando un incremento de 12.91% A/A (+USD 21.10MM). Este crecimiento se sustentó en **(i)** el mayor volumen de ventas de concentrados propios, apoyado en los aportes de Alpamarca y el incremento de tratamiento y recuperaciones en Yauli, lo cual también se vio reflejado en la evolución positiva de contenidos de finos en los concentrados; **ii)** la producción de doré proveniente de la Planta de Óxidos que inicio operaciones en abril 2014; y **(iii)** en la variación favorable del precio promedio de venta del zinc (+4.22%), metal que representa cerca del 49.15% de sus ventas totales. Cabe indicar que este nivel de ingresos se presentó aun en el contexto de menores precios promedio de venta, en particular sobre la cotización de la plata (-18.54% A/A) y el plomo (-13.06% A/A) que representaron el 39.05% y 8.22% de las ventas totales, respectivamente.

En línea con el mayor volumen de tratamiento de mineral propio y el incremento de la depreciación, dado el inicio de operaciones de la UM Alpamarca, el costo de ventas del negocio minero registró un aumento de 14.02% A/A (+USD 18.10MM). No obstante, su efecto fue mitigado por la disminución de los gastos administrativos (-1.69% A/A) explicado por las medidas implementadas por la Compañía en el contexto de menores precios de los metales, lo cual derivó en menores asesorías, gastos en estudio de abogados, entre otros. Asimismo, se registró un decremento de los gastos de ventas en USD 0.89MM (-10.40% A/A) en línea con el cambio de estructura de transporte hacia el Puerto del Callao con preferencia hacia el uso del ferrocarril, el cual presenta una tarifa unitaria más competitiva respecto al transporte por medio de camiones. A partir de lo explicado, la utilidad operativa del negocio minero fue de USD 20.40MM (+USD 4.50MM, +28.10% A/A) derivando en un margen operativo de 11.06% (1T 2014: 9.73%; 4T 2014: 5.28%).

Por su parte, el costo unitario alcanzó los 56.8 USD/TM siendo menor al nivel presentado al 1T 2014 (66.1 USD/TM) producto de las medidas de reducción de costos implementadas por Volcan, las cuales incluyeron la aplicación de un programa de reducción de personal, la revisión del número y alcance de empresas especializadas con las que trabaja la Compañía, la renegociación de precios de suministros y un programa de eficiencia energética. Respecto a este punto es preciso mencionar la iniciativa de la Compañía en implementar un proceso de identificación de oportunidades de reducción de costos, ello a través de programas en cada UM en las que se monitorean indicadores operativos y se gestionan iniciativas de reducción de costos por medio de comités. Cabe resaltar que la reducción del costo unitario se presentó en las UM Yauli y Chungar, mientras que en la UM Cerro de Pasco el costo unitario experimentó un incremento debido al menor tonelaje tratado. Asimismo, destaca el caso de Alpamarca – Río Pallanga, unidad que en términos relativos presenta el menor costo unitario (1T 2015: 37.4 USD/TM). La Compañía buscaría ejecutar reducciones adicionales de costos ante la caída del precio de la plata durante el 2015.

Por su parte, el **negocio de trading** registró una significativa disminución en sus ventas antes de ajustes, las cuales pasaron de USD 77.38MM (1T 2014) a USD 19.60MM (1T 2015) a consecuencia de la decisión del comité ejecutivo de la Compañía (septiembre 2014) que determinó limitar el negocio de comercialización de concentrados, debido a los resultados poco favorables que exhibió dicho negocio y su impacto en el resultado consolidado de Volcan, comprometiéndose a solo cumplir con los contratos pactados en periodos anteriores. Así, la participación de este negocio disminuyó a 9.21% de las ventas consolidadas de Volcan (1T 2014: 31.78%), nivel que se estima se mantenga para el cierre del presente año.

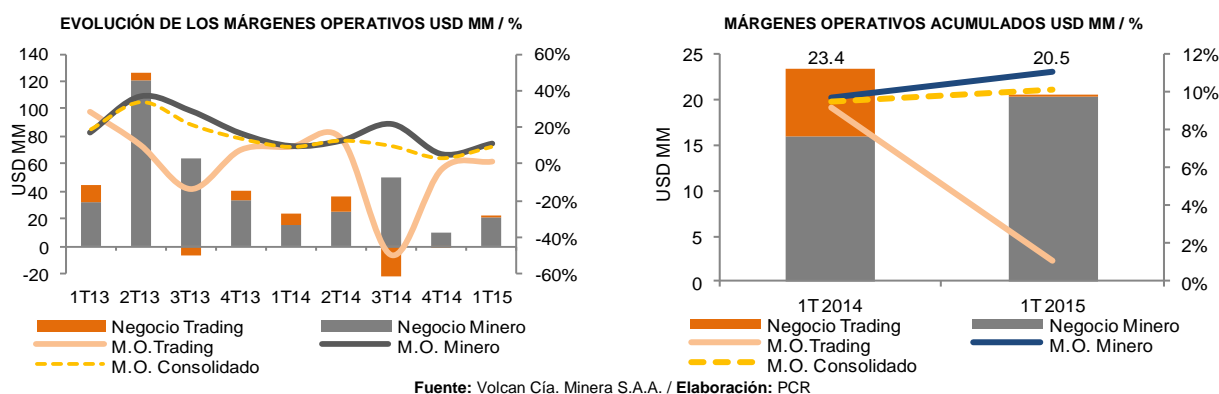
En línea con el nivel alcanzado, las ventas netas del negocio de trading ascendieron a USD 19.00MM (-USD 62.00MM, -76.54% A/A) luego de aplicarle un ajuste negativo de -USD 0.60MM (1T 2014: USD 3.62MM); este ajuste refiere al resultado de los contratos una vez que estos llegan a su lugar de destino, así como a la cobertura propia del negocio que permite garantizar una utilidad, aunque se considera la posibilidad de presentar pérdidas. Para el periodo analizado, el resultado por coberturas terminó en USD 1.00MM, menor en 68.90% (-USD 2.23MM) versus el acumulado al 1T 2014. Cabe indicar que la rentabilidad de este negocio debe analizarse en periodos de largo plazo dado que los periodos de cotización y los resultados de las coberturas no necesariamente coinciden con los meses de realización de las ventas.

El margen operativo del negocio de trading fue de 1.05% (1T 2014: 9.13%, 4T 2014: -3.05%) derivado del resultado operativo de USD 0.20MM (-USD 7.19MM, -97.80% A/A). La variación de la utilidad operativa obedece al menor monto recaudado por ventas, aunado al alto costo asociado a la compra de inventarios de terceros. Si bien el menor volumen vendido se reflejó en

menores gastos por ventas (en conceptos como fletes y embarque), ello no fue suficiente para contrarrestar los factores explicados anteriormente. Así, la empresa continuará con el negocio de comercialización de concentrados de terceros en línea con los contratos pactados anteriormente, los cuales tienen fechas de vencimiento aproximada hasta el año 2017 pero que representan toneladas menores a vender.

La consolidación del negocio minero y negocio de trading al 1T 2015 significó ingresos netos ascendentes a USD 203.52MM, siendo estos menores en USD 40.92MM (-16.74%) respecto al 1T 2014, en respuesta al retroceso de las ventas de concentrados de terceros y la disminución de las cotizaciones de metales como la plata y el plomo, los cuales representan un importante porcentaje del total de ventas. Asimismo, los ingresos fueron influenciados por el decremento de ingresos por cobertura que terminaron en -USD 2.10MM (1T 2015) desde los USD 7.82MM al 1T 2014.

Con el objetivo de realizar un análisis más detallado, PCR decidió descomponer los márgenes por trimestre. En tal sentido, los márgenes del negocio minero mantuvieron una tendencia decreciente desde el 3T 2013 al 2T 2014, afectado principalmente por la caída del precio de la plata. Si bien la cotización de los metales no se recuperó en los periodos siguientes, el inicio de operaciones (durante el 2T 2014) y aportes de Alpamarca y la Planta de Óxidos han permitido mitigar parcialmente el efecto de los precios, reflejado en la tendencia del margen operativo minero. De otro lado, el negocio de trading registró pérdidas en los periodos del 3T 2013 y 3T 2014 como consecuencia de la acumulación de inventarios y la pérdida por coberturas (-USD 13.51MM), respectivamente. En cambio, para el 4T 2014 y 1T 2015 el resultado operativo responde a la disminución de las ventas que no soportaron el nivel de costos. En ese sentido, los márgenes operativos al 1T 2015 fueron de 11.06% (negocio minero) y 1.05% (negocio trading), los cuales en conjunto determinaron una mejora trimestral en el desempeño operativo a 10.07% (4T 2014: 3.47%). Cabe resaltar los márgenes diferenciados de ambos negocios, manteniendo márgenes superiores y de naturaleza más estable el negocio minero, mientras que el negocio trading presenta márgenes menores y más volátiles.



Como consecuencia de lo explicado, el EBITDA del periodo se ubicó en USD 63.92MM (+USD 7.51MM, +13.32% A/A) debido al incremento de la D&A en USD 10.27MM (+31.05% A/A), variación que obedece a su vez a la puesta en marcha de la UM Alpamarca – Río Pallanga. En términos acumulados, el EBITDA (12 meses) disminuyó a USD 264.40MM (1T 2014: USD 371.95MM) influenciado por el efecto del menor resultado operativo acumulado en el año 2014. PCR considera que para los próximos trimestres, la operación al 100% de Óxidos de Plata (alcanzando a mediados de abril 2015) y la limitación del negocio de comercialización de concentrados de terceros, explicarían el comportamiento de los márgenes, pero esta actuación se verá delimitada por el comportamiento del precio de la plata.

Rendimiento Financiero

Al cierre del 1T 2015, la utilidad neta de la Compañía registró una variación positiva en 28.40%, pasando de USD 10.05MM (1T 2014) a USD 12.91MM (1T 2015), lo cual obedece principalmente al menor monto pagado por regalías y al saldo positivo del impuesto a la renta. Respecto al primer factor, esta obligación disminuyó a consecuencia del menor resultado operativo obtenido por Volcan, mientras que el gasto por impuesto a la renta fue positivo debido al efecto del impuesto a la renta diferido para el periodo. Cabe resaltar que este resultado se presentó a pesar del incremento de los gastos financieros netos; estos crecieron en 67.36% (1T 2015: USD 6.50MM) en línea con la menor capitalización de intereses asociados a los bonos dado el inicio de operaciones de la UM Alpamarca, parte de dichos intereses se trataban mediante esa metodología pues la obligación fue destinada específicamente para la construcción de la UM. Respecto al rendimiento, el ROE se ubicó en 4.03% (1T 2014: 11.33%) mientras que el ROA fue de 2.01% (1T 2014: 5.75%).

Liquidez⁵

La liquidez general al 1T 2015 se ubicó en 1.37 veces, menor al nivel alcanzado a diciembre 2014 (1.40 veces) producto del incremento relativamente mayor del pasivo corriente (+3.62%) en contraste con crecimiento del activo corriente (+1.72%). La evolución de este último estuvo influenciado por el aumento de las "otras cuentas por cobrar", cuya porción corriente

⁵ Incluye la reclasificación de USD 62MM a caja y equivalentes de efectivo (proveniente de la cuenta inversiones financieras), de acuerdo a la opinión del auditor. Dicho monto corresponde a inversiones en acciones en la Bolsa de Santiago mantenida desde el año 2012, las cuales se consideran suficientemente líquidas para su venta, de ser necesario.

ascendió a USD 370.50MM (+USD 9.42MM, +2.61% vs diciembre 2014). Dicha cuenta está compuesta, principalmente, por el crédito fiscal por IGV a favor de la Compañía (significando que las compras fueron mayores a las ventas, excluyendo exportaciones). Además, incluye préstamos a relacionadas, con destinos de uso en capital de trabajo, y préstamos a terceros, los cuales devengan intereses a la tasa de mercado. El activo corriente también fue soportado por el crecimiento del saldo en caja y bancos, en línea con el financiamiento obtenido en el trimestre asociado a las operaciones de la Compañía e inversiones en la división de energía (C.H. Rucuy). Es de mencionar que las existencias registraron una disminución de 2.87% (-USD 5.66MM vs diciembre 2014) guiada por el uso progresivo de los stock piles mantenidos en la UM Cerro de Pasco, cuyo valor pasó de USD 91.45MM (diciembre 2014) a USD 88.78MM (marzo 2015).

Por su parte, el pasivo corriente sumó USD 629.93MM (+USD 22.00MM, + 3.62% vs diciembre 2014) derivado del incremento de préstamos bancarios en USD 27.96MM (+15.02%) relacionado al financiamiento otorgado por el Banco BBVA (USD 107.08MM), Scotiabank (USD 79.54MM) e ITAU (USD 27.50MM). Para los dos primeros, se manejan vencimiento a marzo 2016 y se obtuvieron para el financiamiento del capital de trabajo de la Compañía. Por su parte, el préstamo de ITAU tiene como destino exclusivo el financiamiento de la construcción de la C.H Rucuy con vencimiento en marzo 2022. De otro lado, se registró un importante aumento en sobregiros bancarios, pasando estos de USD 16.06MM (diciembre 2014) a USD 45.51MM (marzo 2015); sin embargo la Compañía espera reducir estos niveles paulatinamente en los próximos trimestres. Por último, el aumento de las primas por pagar correspondientes a los contratos por instrumentos derivados, dada su pronta liquidación, se tradujo en un aumento de los otros pasivos financieros en USD 27.69MM (+28.78% vs diciembre 2014). A partir de lo explicado, el capital de trabajo se ubicó en USD 233.35MM (-USD 7.38MM, -3.07%).

A consecuencia del desarrollo normal de la Compañía y las menores ventas alcanzadas, el periodo promedio de cuentas por cobrar (PMC) de Volcan disminuyó ligeramente a 27 días desde los 29 días registrados a diciembre 2014, mientras que el periodo promedio de las cuentas por pagar (PMP) fue de 77 días, menor a los 95 días a diciembre 2014. Por su lado, el manejo de inventarios (periodo promedio de inventarios)⁶ aumentó ligeramente pasando de 44 días (diciembre 2014) a 45 días (marzo 2015). En tal sentido, el ciclo operativo de Volcan para el 1T 2015 registró un plazo de -5 días.

Solvencia

El pasivo total de Volcan ascendió a USD 1,526.63MM, registrando un aumento en 1.37% (+USD 20.62MM) respecto al cierre del año 2014 y alcanzando una participación del 50.53% en el total de fondeo. Dentro de éste, el pasivo de largo plazo mantiene una participación mayoritaria (58.74% del total de pasivos, 29.68% sobre el total de fondeo) y se encuentra asociada al financiamiento necesario para los proyectos en la UM y nuevos desarrollos de Volcan.

El pasivo no corriente está compuesto principalmente por las obligaciones financieras de largo plazo ascendentes a USD 619.93MM, los impuestos diferidos por USD 185.76MM y el total de provisiones por cierre de mina de USD 74.33MM. Respecto a la deuda financiera, el 26 de enero de 2012 Volcan realizó una emisión de bonos corporativos (bullet) bajo la Regla 144A y la Regulación S de la United States Securities Act de 1993 por un monto de USD 600MM (vencimiento en febrero 2022, tasa de interés fija anual de 5.375% y pago de intereses semestral) con el objetivo de financiar los proyectos Alpamarca y Planta de Óxidos. Dicha emisión se encuentra irrevocable e incondicionalmente garantizada por el patrimonio de las subsidiarias Empresa Administradora Chungar S.A.C. y Empresa Administradora Cerro S.A.C. Cabe mencionar la variación de la cuenta "otros pasivos financieros" en USD 4.82MM (+40.05% vs diciembre 2014) debido al incremento de los contratos por instrumentos derivados de cobertura. Respecto a ello, Volcan utiliza instrumentos como swaps, opciones de compra y venta y collares de opciones con el fin de reducir el riesgo de exposición a fluctuaciones en los precios de los metales que comercializa.

En línea con el total de obligaciones financieras a marzo 2015, el ratio de cobertura del servicio anual de deuda (RCSA) se ubicó en 5.59 veces desde 5.86 veces a diciembre 2014, lo cual fue explicado principalmente por el aumento de la carga corriente de la deuda de largo plazo (+13.16%), producto de la menor capitalización de intereses de los bonos dado el inicio de operaciones de la UM Alpamarca que significó el incremento de los gastos financieros para la Compañía. En relación al ratio Deuda financiera neta⁷/EBITDA, este pasó de 2.58 veces (diciembre 2014) a 2.64 veces (marzo 2015), mientras que el *payback* (Deuda financiera/EBITDA) desmejoró ligeramente a 3.39 veces (diciembre 2014: 3.26 veces) dado el incremento de la deuda financiera de corto plazo.

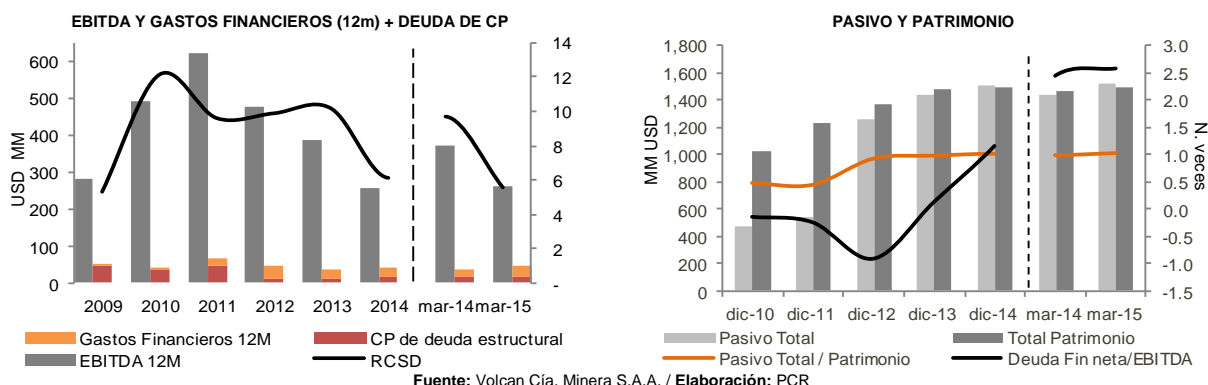
El patrimonio de la Compañía mantuvo un nivel constante, siendo de USD 1,494.37MM al cierre del primer trimestre 2015 (+USD 3.32MM, +0.22% vs diciembre 2014) debido al incremento de los resultados acumulados que pasaron de USD 82.52MM (diciembre 2014) a USD 84.15MM (marzo 2015). El patrimonio también estuvo guiado por el saldo en los resultados no realizados que sumaron -USD 21.24MM, los cuales representan la variación neta de pérdidas no realizadas por instrumentos financieros derivados utilizados por Volcan. Es preciso indicar, que todos los años evaluados se observa la capitalización de utilidades. El capital social asciende a USD1, 531.74MM a marzo 2015.

Las fuentes de fondeo detalladas permitieron el financiamiento del activo no corriente, el cual ascendió a USD 2,157.72MM significando un avance de USD 9.32MM (+0.43%) respecto a diciembre 2014. La variación del activo no corriente fue explicado, en mayor medida, por el incremento de inversiones en activo fijo en USD 8.50MM, así como por el incremento del

⁶ No considera el inventario de Stockpiles de Óxidos ya que estos se derivan de una revalorización.

⁷ Deuda financiera neta = Deuda financiera - Caja

impuesto a la renta diferido a USD 97.16MM (+8.24%). No obstante, dicho efecto fue parcialmente mitigado por la disminución de los activos intangibles (-USD 6.37MM, -0.83%) dado los menores costos por exploraciones y desarrollos, aunado a las amortizaciones de las operaciones vigentes. Cabe mencionar que al cierre del 2014, esta cuenta registró un decremento de 11.26% (vs diciembre 2013) debido al reconocimiento de desvalorización de activos (*write off*) relacionados a la mina subterránea Paragsha (UM Cerro de Pasco).



Instrumentos Calificados

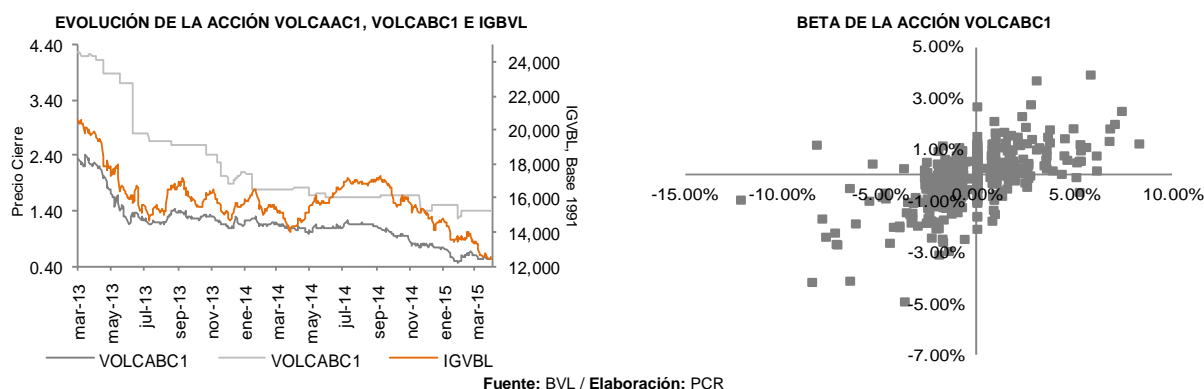
El capital social de Volcan se encuentra representado por dos tipos de acciones, serie A y serie B, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, así como en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa de Madrid de Labitex. Al cierre del 1T 2015, el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,175.

Acción Común Serie A:

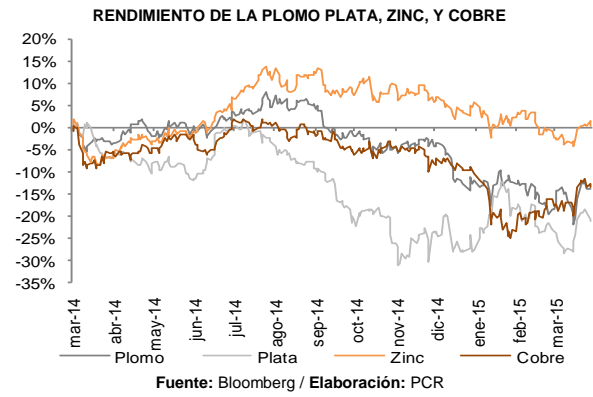
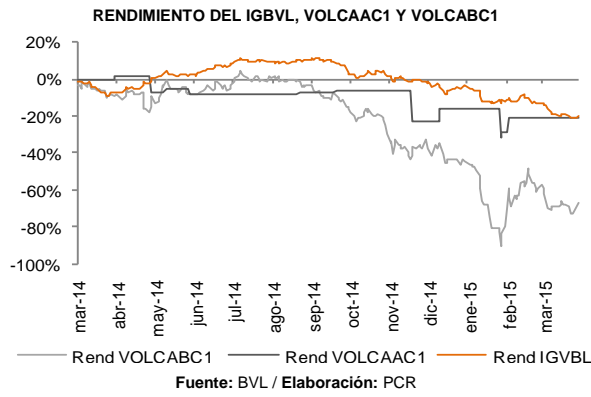
Las acciones serie A (VOLCABA1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). Al 31 de marzo de 2015, el número de acciones en circulación fue de 1,633,414,553, con un valor nominal de S/. 1.00 cada una. La cotización al cierre ascendió a S/. 1.40 (marzo 2014: S/. 1.80). Es de resaltar que la acción es poco líquida, debido a su naturaleza que recae en el control de la Compañía. Dado ello, hallar el beta de la acción no brindaría un análisis efectivo del riesgo.

Acción Común Serie B:

Las acciones bajo la serie B (VOLCABC1) no otorgan derecho a voto pero sí derecho preferencial al momento de recibir dividendos, este último no es acumulable. Al 31 de marzo de 2015, estas sumaron 2,443,157,622 acciones, con un valor nominal de S/. 1.00 cada una. Su cotización al cierre fue de S/. 0.55, mientras que para el mismo periodo del año anterior el valor al cierre ascendió a S/. 1.07. A partir del análisis de sensibilidad desde el año 2010, se calculó un beta de 1.114, utilizando como indicador de mercado al índice IGVBL. La acción VOLCABC1 presenta una liquidez del 100%, lo cual indica que el beta de la acción sí podría exhibir resultados más precisos. Asimismo, las acciones serie B presentan un mayor riesgo que el mercado y presentan una alta correlación con el mismo.



Al cierre del 1T 2015, la cotización de la acción de la Compañía se encuentra altamente relacionada a las variaciones de cotización de la plata. Esta última se ha visto afectada por la pérdida de interés como refugio e inversión, en un contexto de especulaciones sobre el inicio de alza de tasas de interés en Estados Unidos, lo cual ha provocado el fortalecimiento del dólar y el consecuente debilitamiento del precio de los metales preciosos.



Política de Dividendos

En Junta General de Accionistas del 26 de marzo de 1998, se aprobó la política de dividendos de Volcan. Esta consiste en distribuir hasta el 20% de la utilidad de libre disposición del ejercicio, siempre y cuando las disponibilidades de caja de la Compañía lo permitan, luego de cumplir los compromisos de inversión asumidos, y teniendo en cuenta las limitaciones que pudieran derivarse de los convenios de financiación vigentes.

DIVIDENDO POR ACCIÓN				
Fecha de Entrega	Serie A		Serie B	
	Efectivo S/.	En Acciones	Efectivo S/.	En Acciones
abr-12	0.0571		0.006	
may-12		9.01%		9.01%
nov-12	0.02		0.021	
abr-13	0.003		0.0315	
jun-13		10.00%		10.00%
ene-14	0.010		0.0105	
mar-14	0.015	9.00%	0.01575	9.00%
ene-15*	0.005		0.00525	

*Aprobado en diciembre 2014.

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

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS							
HISTORIAL DE CALIFICACIONES							
	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Acciones Comunes Serie A	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1
Acciones Comunes Serie B	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1
Perspectiva	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)							
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-14	mar-15
Activo Corriente	479,358	544,359	1,165,073	964,232	848,656	879,022	863,277
Activo Corriente Prueba Ácida	408,430	446,814	1,046,329	855,997	651,420	764,684	671,704
Activo No Corriente	1,022,208	1,236,438	1,478,140	1,949,502	2,148,399	2,033,716	2,157,721
Activo Total	1,501,566	1,780,797	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,912,738	3,020,998
Pasivo Corriente	327,986	344,379	427,180	561,652	607,925	550,968	629,928
Pasivo No Corriente	152,824	197,525	839,091	876,955	898,084	893,548	896,702
Pasivo Total	480,810	541,904	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,444,516	1,526,630
Total Patrimonio	1,020,756	1,238,893	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,468,222	1,494,368
Deuda Financiera	42,911	60,503	706,145	720,571	838,095	768,918	895,429
Corto Plazo	37,450	45,538	92,903	108,127	217,825	154,969	275,497
Largo Plazo	5,461	14,965	613,242	612,444	620,270	613,949	619,932
ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)							
Ventas Netas	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	244,442	203,519
Costo de ventas	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	199,547	165,291
Utilidad Bruta	476,832	597,916	441,836	371,390	176,605	44,895	38,228
Utilidad Operativa	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	23,341	20,587
Gastos Financieros	2,982	19,354	35,444	23,823	26,179	6,411	11,644
Utilidad Neta	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	10,053	12,908
INDICADORES FINANCIEROS							
Total Ingresos (12 meses)	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	1,174,503	1,001,428
Costos de Ventas (12 meses)	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	823,873	831,490
Utilidad Neta (12 meses)	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	161,004	59,678
EBIT (12 meses)	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	247,021	92,634
Depreciación y Amortización (12 meses)	109,155	113,377	120,953	117,823	161,496	124,925	171,762
EBITDA (12 meses)	490,420	623,732	478,130	385,756	256,884	371,946	264,396
Gastos Financieros (12m) + Deuda PC de LP	40,432	64,892	48,347	37,926	41,788	38,336	47,288
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	9.43	7.86	7.39	7.06	2.28	6.44	1.96
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	12.13	9.61	9.89	10.17	6.15	9.70	5.59
Solvencia							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.09	0.11	0.56	0.50	0.56	0.53	0.59
Pasivo Total / Patrimonio	0.47	0.44	0.92	0.98	1.01	0.98	1.02
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.09	0.10	1.48	1.87	3.26	2.07	3.39
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0.98	0.87	2.65	3.73	5.86	3.88	5.77
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	18.17%	20.04%	9.54%	6.24%	1.92%	5.75%	2.01%
ROE (12 meses)	26.43%	29.11%	16.13%	12.16%	3.83%	11.33%	4.03%
Margen Bruto	48.63%	49.35%	37.49%	31.94%	16.94%	18.37%	18.78%
Margen Operativo	38.88%	42.12%	30.31%	23.04%	9.15%	9.55%	10.12%
Margen Neto	25.84%	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	4.11%	6.34%
Liquidez							
Liquidez General	1.46	1.58	2.73	1.72	1.40	1.60	1.37
Prueba Ácida	1.25	1.30	2.45	1.52	1.07	1.39	1.07
Capital de Trabajo	151,372	199,980	737,893	402,580	240,731	328,054	233,349
Rotación							
Rotación de cuentas por cobrar*	61	38	35	43	29	46	27
Rotación de cuentas por pagar*	75	87	91	114	95	91	77
Rotación de inventarios*	51	57	58	49	44	50	45
Ciclo Operativo	37	8	2	-22	-22	5	-5
INDICADORES DE MERCADO							
UPA "A" (USD)	0.10	0.11	0.06	0.05	0.01	0.00	0.00
UPA "B" (USD)	0.16	0.18	0.10	0.08	0.02	0.00	0.01
Precio/UPA "A" (veces)	50.26	42.67	68.34	45.30	107.61	669.64	442.14
Precio/UPA "B" (veces)	23.61	16.99	25.02	14.74	30.96	238.57	104.10
Dividendo "A"	0.10	0.11	0.08	0.04	0.02	0.04	0.02
Dividendo "B"	0.10	0.12	0.08	0.04	0.02	0.04	0.02
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	0.02	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.03	0.04	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.20	0.22	0.24	0.47	0.61	0.54	0.65
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.17	0.22	0.26	0.58	0.85	0.61	1.11

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