

## VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

Fecha de comité: 24 de febrero de 2016 con EEFF <sup>1</sup> al 30 de junio 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. <a href="mailto:bbergna@ratingspcr.com">bbergna@ratingspcr.com</a>	Emma Álvarez Grijalva <a href="mailto:ealvarez@ratingspcr.com">ealvarez@ratingspcr.com</a>	(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, la variedad de metales que comercializa y los esfuerzos e iniciativas de la Compañía en la reducción de costos en sus procesos; lo anterior mitigó parcialmente el efecto de bajas cotizaciones de los metales y la disminución programada del negocio trading. Sin embargo, la calificación se encuentra limitada por el 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

- **Resultados neto afectados por el contexto de baja cotización de los metales y disminución del negocio de trading.** Pese a la mejora del resultado operativa por parte de la producción minera de Volcan, los mayores gastos financieros, la reducción programada en las ventas de concentrados de terceros, y la caída de los precios de la plata y plomo arrastraron la utilidad consolidada neta. Cabe señalar que en el 1S2014 la Compañía obtuvo utilidad extraordinaria por la venta de C.H. Belo Horizonte lo que incrementó la utilidad neta de ese semestre. PCR considera que la evolución de los márgenes de la Compañía para los próximos periodos se encuentra limitada por el comportamiento del precio de los metales que comercializa, en especial de la plata, cuyo efecto podría ser mitigado parcialmente por el seguimiento en eficiencia en costos y la mayor producción que signifique la operación al 100% de la Planta de Óxidos (alcanzada en junio 2015).
- **Alto nivel de apalancamiento y adecuado ratio de cobertura de servicio de deuda.** Dadas las necesidades de caja, la Compañía adquirió mayores obligaciones de corto plazo, para el financiamiento del capital de trabajo de la Compañía y el financiamiento para la construcción de la hidroeléctrica Rucuy, desmejorando sus indicadores de apalancamiento. A pesar que el nivel de cobertura del servicio de deuda ha venido disminuyendo desde diciembre 2013, la Compañía ha mantenido dicho ratio en un nivel adecuado; así, al 2T 2015 este resultado es explicado por los niveles de EBITDA que mantiene.
- **Reducción del costo unitario de producción.** La Compañía logró reducir los costos de producción por tonelada métrica (USD/TM) en tres UM, entre las cuales Alpamarca presentó el costo unitario más bajo. Esta mejora se debió a las medidas adoptadas para disminuir los costos operativos ante la desmejora de los precios de los metales, estas comprendieron 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 variedad de metales concentrados propios le ha permitido a la Compañía afrontar mejor la baja cotización de los metales.** La recuperación de los precios tanto del zinc como del plomo a mediados de mayo 2015, ayudaron a mitigar en cierta medida los bajos precios de la plata, que aún mantiene una tendencia decreciente. Sin embargo, al 2T 2015 se registraron mayores ganancias por la venta de zinc, plata y cobre debido a la mayor producción propia.
- **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 aunado 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

<sup>1</sup> No auditados

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.

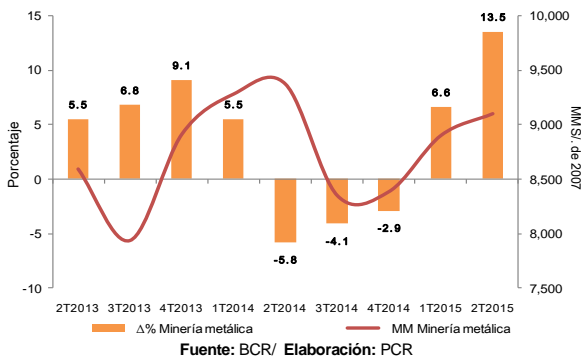
- **La Planta de Óxidos entró a su fase operativa en el 2T 2015.** En junio 2015, la planta de Óxidos alcanzó su capacidad máxima diaria de 2,500 tpd, esto le permitió entrar oficialmente a su fase operativa. La Compañía estima que en un año completo esta planta produzca alrededor de 4 millones de onzas de plata.

## Sector

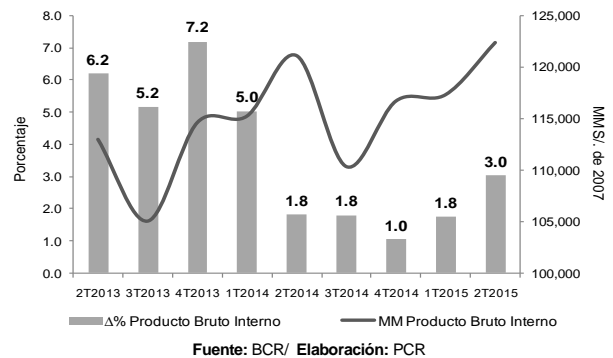
El Perú es un país minero por excelencia dada la calidad de los yacimientos y la diversidad de los mismos, este sector es un importante impulsor del crecimiento económico nacional. Al primer semestre del año 2015, la minería representó el 12% de la economía interna. Durante estos seis primeros meses del presente año, el PBI minero metálico creció 10.1% debido a una mayor producción de cobre, zinc, plomo y oro. El BCRP revisó al alza la tasa de crecimiento de este sector de 6.8% a 11.7% para el 2015 debido a una mayor producción de cobre por parte de las minas de Toromocho y Constancia, y de oro en Yanacocha y Anama. La producción de cobre creció 7.96% aunque se espera que el crecimiento de la producción anual sea de 20.6% ya que Toromocho y Constancia llegarían a producir entre 190-195 mil y 100-125 mil toneladas respectivamente. Mientras tanto, la producción de oro creció durante este primer semestre 7.76% debido a la mayor producción de la minera Barrick que creció 35.4% por la mejora en el proceso de lixiviación de la unidad Lagunas Norte y Yanacocha que aumentó su producción en 16.7% por mejores leyes de mineral. Antapaccay, Anama y Yanacocha aumentaron también su producción.

En tanto la producción de zinc creció 13.33% debido a la recuperación de las leyes en Antamina, ampliación de El Brocal y mayor producción de Milpo. También creció la producción de plomo (+17.64%) por la mayor producción que se dio en El Brocal. La producción de plata (+3.58%) y hierro crecieron levemente a excepción del estaño que ha decrecido en 14.51% en lo que va del año. Por el lado de las cotizaciones de los metales, estas prosiguen con una tendencia bajista pero de forma muy volátil a causa de la incertidumbre y debilidad de la economía China, lenta recuperación de la Eurozona y Estados Unidos.

EVOLUCIÓN DEL PBI MINERO NETO Y VARIACIONES PORCENTUALES



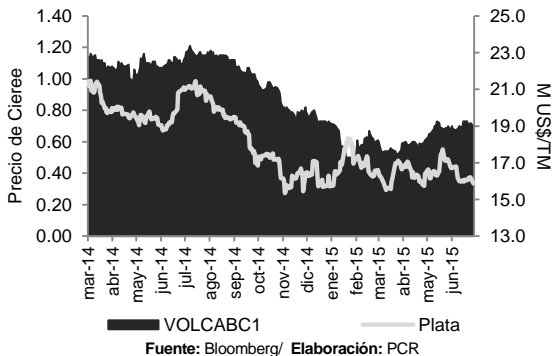
EVOLUCIÓN DEL PBI Y VARIACIONES PORCENTUALES



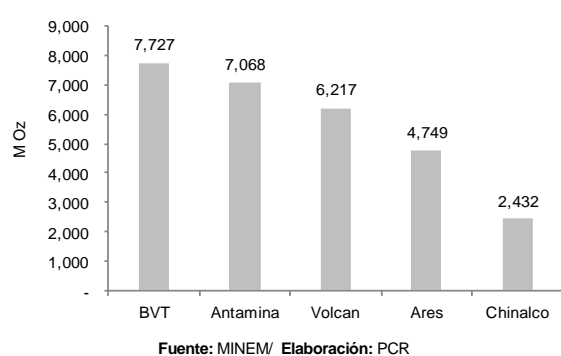
## Plata

La producción argentífera nacional del primer semestre del 2015 se incrementó hasta 66 M Oz, 3.58% más con respecto al primer semestre del 2014. Esto se debió al dinamismo que tuvo la compañía Buenaventura S.A.A. a pesar de la paralización laboral que afectó la producción en su unidad minera de Uchucchacua (Lima). La compañía minera Antamina S.A., así como Volcan aumentaron considerablemente su producción. Por otro lado el precio durante el periodo enero-junio estuvo alrededor del promedio de US\$/Oz 16.6. En tanto la región con mayor producción fue Junín (21.16%), seguido de Pasco (17.28%), Lima (16.85%), y Ancash (13.65%).

VOLCABC1 VS. PLATA

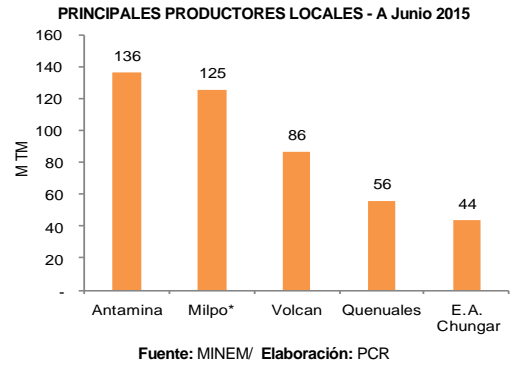
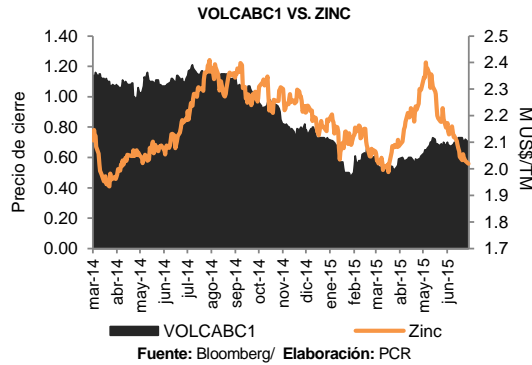


PRINCIPALES PRODUCTORES LOCALES - A Junio 2015



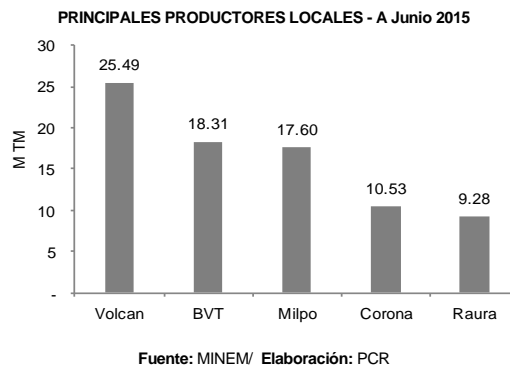
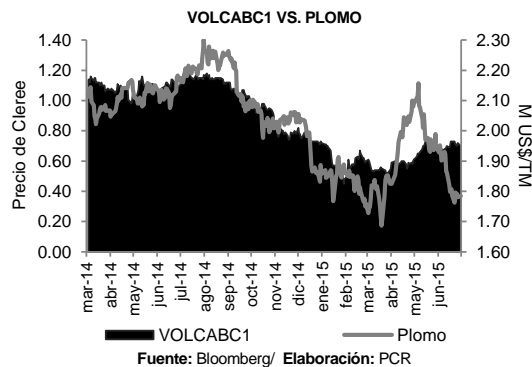
## Zinc

La producción nacional de zinc en el primer semestre del 2015 llegó a 685 MTM (+13.33% S/S). Este incremento de producción se debe a la recuperación en las leyes de Antamina, a la ampliación de El Brocal, así como a una mayor producción de Milpo. Con respecto al precio del zinc, éste tuvo una trayectoria compleja. Su precio pasó de 2,000 US\$/Tm (enero), luego US\$/Tm 2,400 (mayo) para finalizar en US\$/Tm 2,000 (junio). Las principales empresas que aportaron a la producción de zinc durante el primer semestre del 2015 fueron Antamina, Milpo, Volcan, Quenuales, Empresa Administradora Chungar. En tanto la región con mayor producción de zinc fue Ancash (23.08%), seguido de Junín (19.74%), Pasco (19.51%), y Lima (15.37%).



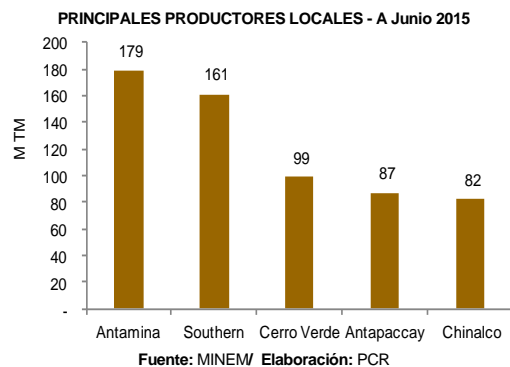
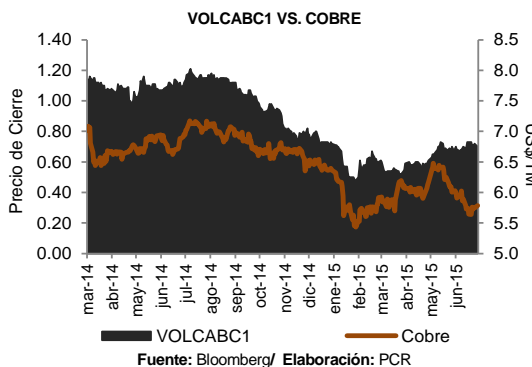
## Plomo

La producción local de plomo en el primer semestre del 2015 fue 152 M Tm (+17.64% S/S). Este buen resultado se debe al gran incremento en la producción de Volcan (+8.68%) y Sociedad Minera El Brocal que obtuvo este rendimiento de su inversión por la ampliación de capacidad de planta de su unidad Colquijirca N°2 (Pasco) y una mayor eficacia en sus costos. A su vez las empresas del grupo Milpo y la compañía minera Raura mantuvieron aceptables tasas de crecimiento de su producción. El precio internacional del plomo llegó a cotizarse a fines de junio en US\$/Tm 1,760. En tanto la región con mayor producción de plomo fue Pasco (30.61%), seguido de Lima (23.48%), Junín (14.45%), e Ica (6.31%).



## Cobre

La producción cuprífera nacional en el primer semestre 2015 alcanzó los 741 M Tm (+7.96% S/S). Esta mayor producción se explica por los mejores resultados de la compañía minera Antamina S.A. que en junio produjo +4% en comparación con ese mes del año anterior. Southern Perú Copper Corporation mantuvo un leve crecimiento (+1.62%) durante el primer semestre. La sociedad Minera Cerro Verde, Compañía Minera Antapaccay S.A. y la Minera Chinalco Perú S.A.A. también aportaron al crecimiento de la producción de cobre durante el primer semestre del 2015. Por su parte el precio del cobre mantuvo una senda desigual llegando al mes de junio a US\$/Tm 5,745. En tanto la región con mayor producción de cobre fue Ancash con casi el 25% de la producción nacional, seguido de Cusco (15.92%), Arequipa (13.45%), Junín (12.47%).



## 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 Ticlio 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 Tunel 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 Animón y Vinchos, respectivamente; Con esta adquisición se incorporaron dos C.H. adicionales: Francoise 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 junio 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 (JUNIO 2015)					
Accionistas			Accionistas		
Serie	Participación		Serie	Participación	
Familia Letts	A	46.96%	AFP Integra Fondo 2	B	13.61%
Empresa Minera Paragsha SA.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%
<b>Total</b>		<b>100.00%</b>	<b>Total</b>		<b>100.00%</b>

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
Christopher 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 Martin	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 Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

## Desarrollos Recientes

- El 26 de marzo de 2015, también se anunció que en Junta Obligatoria Anual de accionistas de Volcan, se ratificó como Presidente al Sr. José Picasso Salinas y como Vicepresidente del Directorio al Sr. José Ignacio de Romaña Letts. Mientras que se nombró como parte del Comité Ejecutivo a los Directores José Bayly Letts y Christopher Eskdale.
- 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 Compañía Minera 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. 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.

#### UNIDADES OPERATIVAS

Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					jun-15	jun-14	Variación	
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	10,800	1,955	1,867	88	4.71%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
Cerro de Pasco	Carahuacra Norte	Tajo abierto		2,500	198	379	-181	-47.76%
	Paragsha	Subterránea	Paragsha					
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Exedito					
Chungar	Vinchos**	Subterránea		5,200	948	968	-20	-2.07%
	Animón	Subterránea	Animón					
Alpamarca	Islay	Subterránea		2,500	426	182	244	134.07%
	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca					
Planta de Óxidos*	Río Pallanga	Subterránea		2,500	299	62	237	382.26%
Total				23,500	3,826	3,458	368	10.64%

\*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.

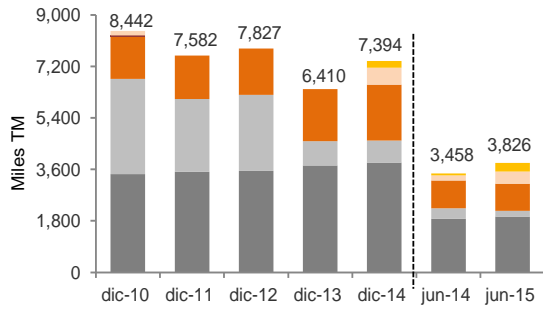
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

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. La Planta de Óxidos 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 2T 2015 ascendió 627 barras de doré con contenido de 1.60 MM Oz/Ag y 2,098 Oz/Au.

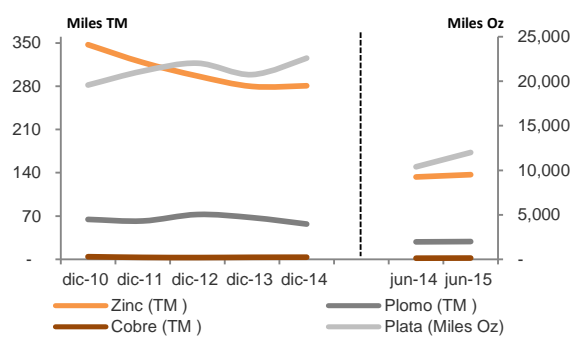
Asimismo, en marzo 2014 Volcan culminó la construcción de la Planta Concentradora Alpamarca, ubicada en la UM Alpamarca (inicio de operaciones abril 2014). En esta unidad también se encuentran la operación Alpamarca, la cual será en un inicio a rajo abierto y posteriormente se trabajará de manera subterránea, 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 semestre del año 2015, la planta concentradora logró procesar 426 MTM de mineral.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE MINERAL TRATADO POR UNIDAD MINERA



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

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE FINOS



Al 2T 2015, el volumen total de mineral tratado fue de 3,826 MTM lo que significó un avance de 10.64% A/A. Este resultado fue apoyado por el incremento de la producción de la Planta de Óxidos (+382.26%), que en junio 2015 alcanzó el 100% de su capacidad diaria (2,500 TPD) entrando oficialmente a su fase operativa; la Compañía estima que en un año ésta planta produzca alrededor de 4.00 MM Oz/Ag. Mientras que el aumento de la producción de la UM Alpamarca (+134.07% A/A) y UM Yauli (+4.71% A/A) también favorecieron el tonelaje tratado. Sin embargo, este crecimiento se vio lastrado por la menor producción en la UM Cerro de Pasco (-47.76%) y UM Chungar (-2.07%); la disminución en la primera fue prevista según el plan de cierre de dicha unidad, mientras que en el caso de la UM Chungar, su retroceso respondió a retrasos en el acceso a la veta principal provocado por un nivel de caudal de agua subterránea mayor a la esperada.

Respecto a la producción de finos, Volcan registró incrementos en todos los finos contenidos en sus concentrados. Así, el volumen de plata se amplió hasta los 12.00 M TMF (+15.48% A/A) gracias al aporte de la Planta de Óxidos, de la UM Yauli y de la UM Alpamarca. De igual manera, los finos de cobre se acrecentaron en 11.11% A/A debido a la mayor producción de la UM Alpamarca. Mientras que el volumen de zinc aumentó 2.78% A/A respondiendo al notable incremento de la producción en las UM Yauli y Alpamarca, que fue contrarrestado por la menor producción de zinc en UM Chungar y UM Cerro de Pasco. Por último, los finos de plomo crecieron 1.77% gracias al desempeño de las UM Yauli y Alpamarca.

PRODUCCIÓN DE FINOS (Acumulado a junio 2015)

Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca- Río Pallanga		Óxidos de Plata		Total		Var %
	jun-15	jun-14	jun-15	jun-14	jun-15	jun-14	jun-15	jun-14	jun-15	jun-14	jun-15	jun-14	
Zinc (TM)	84,200	74,500	6,100	6,900	42,600	49,900	4,000	1,900	-	-	136,900	133,200	2.78%
Plomo (TM)	11,700	10,700	2,400	3,000	12,000	13,300	2,600	1,200	-	-	28,800	28,200	1.77%
Cobre (TM)	1,100	1,100	-	-	500	600	400	100	-	-	2,000	1,800	11.11%
Plata (M Oz)	6,200	5,651	500	722	2,300	2,929	1,400	821	1,600	268	12,100	10,391	15.48%

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 que pertenecen a la UM Chungar, que en conjunto representan una potencia instalada de 22 MW y que al 2T 2015 alcanzaron una producción de 44 GWh. Además, 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 Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN). Adicionalmente, opera la C.H. Tingo (1.25 MW de potencia y 82 Km de líneas de transmisión) que fue adquirida a mediados de 2014; para esta C.H. se planteó un proyecto de ampliación para alcanzar la potencia de 10 MW y así abastecer exclusivamente a la UM Alpamarca, sin embargo a la fecha este proyecto se encuentra en *stand-by* por lo que se ha postergado su fecha de conclusión. Por su parte, los proyectos de energía incluyen la C.H. Rucuy (20 MW) que actualmente se encuentra en etapa de construcción (diciembre 2015: 80% de avance), y la C.H. Chancay II (30 MW) cuya ingeniería definitiva de obras civiles se encuentra próxima a concluirse; además se espera que dichos proyectos inicien operaciones a inicios del 2016 y del año 2017, respectivamente.

## Inversiones

Durante el 2S 2015, las inversiones totales de la Compañía descendieron de USD 195.8MM a USD 87.3MM (-55.4% A/A). Acorde a la política de austeridad de la Compañía, las inversiones en Minería disminuyeron de USD 188.3MM a USD 76.4MM (-59.4% A/A) a finales del primer semestre, puesto que la inversión en proyectos de crecimiento mineros disminuyeron considerablemente (-82.9%) luego de culminarse la construcción de la planta Óxidos y la Planta Alpamarca. De igual manera, la inversión en las

Unidades Operativas cayó en 30.2% alcanzando USD 56.6MM en las áreas de Soporte (-56.1%), Energía en Unidades (-51.4%), Plantas y Relaveras (-51.5%), Mina e Infraestructura (-49.0%) y Exploración Local (-10.4%); aunque, dicha caída fue atenuada por el aumento de las inversiones en Desarrollo (+3.6%). Las Exploraciones Regionales también se redujeron a USD 2.0MM (-25.3% A/A).

Por otro lado, la División de Energía registró un incremento, pasando de USD 7.50 MM a USD 10.80 MM acumulado a junio 2015 (+45.3%), relacionado a la construcción de la C.H. Rucuy, la cual, según lo reportado por la Compañía se encontraba en un 67% de avance al cierre de junio 2015.

Inversiones Consolidadas	INVERSIONES (MM US\$)		Variación	
	jun-15	jun-14		
<b>Minería</b>	<b>76.4</b>	<b>188.3</b>	<b>-111.9</b>	<b>-59.4%</b>
<b>Unidades Operativas</b>	<b>56.6</b>	<b>81.0</b>	<b>-24.4</b>	<b>-30.2%</b>
Exploración Local	5.3	5.9	-0.6	-10.4%
Desarrollo	27.3	26.4	0.9	3.6%
Plantas y Relaveras	11.3	23.3	-12.0	-51.5%
Mina e Infraestructura	9.9	19.4	-9.5	-49.0%
Energía en Unidades	1.4	2.9	-1.5	-51.4%
Soporte y Otros	1.4	3.3	-1.9	-56.1%
<b>Exploraciones Regionales</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>-25.3%</b>
<b>Crecimiento y Otros</b>	<b>17.8</b>	<b>104.6</b>	<b>-86.8</b>	<b>-82.9%</b>
<b>División de energía</b>	<b>10.8</b>	<b>7.5</b>	<b>3.3</b>	<b>45.3%</b>
<b>Total</b>	<b>87.3</b>	<b>195.8</b>	<b>-108.5</b>	<b>-55.4%</b>

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

La Compañía Minera Volcan posee 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	Etap	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
	Piritas 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 temprana o la realización de *Joint Ventures*.

PROYECTOS BROWNFIELD Y GREENFIELD EN FASE AVANZADA			
	Proyecto	Etap	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

## Reservas<sup>2</sup>

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee<sup>3</sup> (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
<b>Ley de Cabeza</b>								
% 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 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

<sup>2</sup> Información actualizada anualmente.

<sup>3</sup> JORC es un código para informar sobre Recursos Minerales y Reservas de Mina, el cual establece estándares mínimos, recomendaciones y normas para la información pública de resultados de exploraciones, recursos minerales y reservas de mina.

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.

Las ventas del **negocio minero** ascendieron a USD 383.90MM, es decir, se incrementaron en 6.88% A/A (+USD 24.70MM). Entre los principales factores que explican este resultado se encuentran **(i)** el mayor volumen de ventas de finos de producción propia como plata, y cobre durante el primer semestre del año apoyado por los aportes de UM Yauli, la planta de Óxidos de Plata (que alcanzó el 100% de su capacidad diaria) y de la UM Alpamarca, y **(ii)** el favorable incremento del precio promedio del zinc (+4.33%), el cual representó el 50.67% de las ventas totales de Volcan. Es de resaltar que este resultado se registró bajo un contexto de disminución en los precios; así a junio 2015 se presentó una variación de los precios promedio de la plata en -17.41% y el plomo en -10.67%, cuyos valores de venta en dólares participaron de 37.34% y 8.67% del total de ventas, respectivamente.

Por su parte, el costo de ventas de la producción minera se incrementó en 3.86% A/A, pasando de USD 290.380MM (al 2T 2014) a USD 301.60MM (2T 2015), como consecuencia del mayor reconocimiento por depreciación y amortización del costo de producción; sin embargo, éste fue contrarrestado parcialmente por la menor compra de mineral, cuyo costo pasó a ser nulo luego de la suspensión de la compra de mineral de terceros en Yauli.

Por otro lado, la carga operativa del negocio minero, compuesta por los gastos administrativos y gastos de ventas, se redujeron en 4.48% (-USD 1.88MM A/A) explicado principalmente por las medidas implementadas por la Compañía en el contexto de menores precios de los metales que comercia que derivó en menores pagos de seguros y racionalización de algunos de los gastos administrativos. Todo ello sumó una utilidad operativa para el negocio minero de USD 45.20 MM (+USD 16.10MM, +55.33% A/A) que deriva un margen operativo de 11.77% para el 1S 2015 (1S 2014: 8.10%).

Cabe señalar que al término del 1S 2015, Volcan consiguió un costo unitario de 56.00 USD/TM, menor en 13.30% a lo registrado en el 1S 2014 (64.60 USD/TM), esta mejora se debió a las medidas adoptadas para disminuir costos operativos para afrontar los bajos precios de los metales, éstas comprendieron 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. Además, influyeron en el decremento el costo de producción unitario la devaluación del Nuevo Sol respecto al Dólar Estadounidense (+12.60% Soles/USD) y la caída del precio del petróleo (-43.90% USD/barril). De esta manera, al cierre de junio 2015 las UM que lograron reducir sus costos unitarios fueron Chungar (-11.70%), Yauli (-9.20%) y Alpamarca (-19.00%), cabe señalar que esta última es la UM de menor costo unitario en la Compañía. Asimismo, la Planta de Óxidos alcanzó operar al 100% en junio 2015 con un costo unitario ascendente a 37.00 USD/TM.

Respecto al **negocio de trading**, las ventas pasaron de USD 164.17MM (1S 2014) a USD 45.80MM (1S 2015), registrando un descenso de 72.10% como consecuencia de la decisión del comité ejecutivo de la Compañía (septiembre 2014) que determinó limitar la compra de concentrados de terceros, 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. De este modo, la participación de este negocio en las ventas consolidadas de Volcan disminuyó a 10.66% en junio 2015 (vs 31.37% a junio 2014). Igualmente, el costo de ventas por el negocio de comercialización se redujeron en USD 96.01MM (-69.12% A/A).

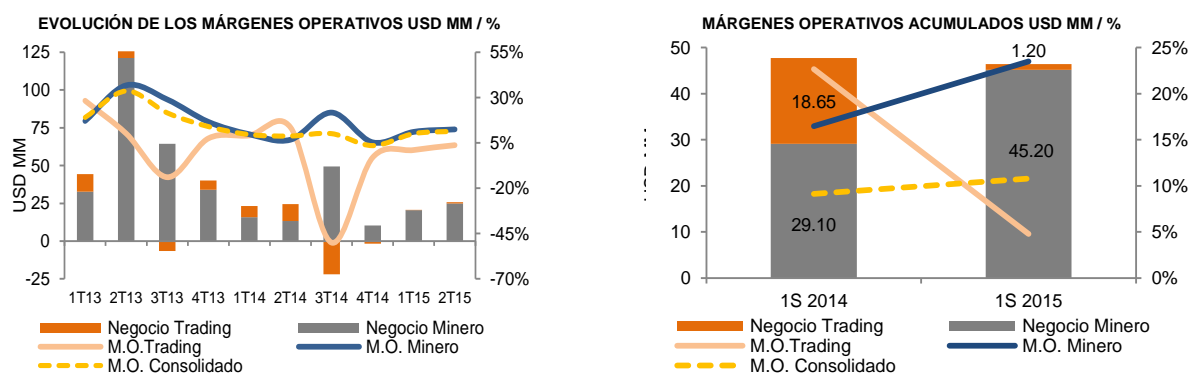
Adicionalmente, el menor volumen vendido de concentrados de terceros se reflejó en menores gastos por ventas (en conceptos como fletes y embarque) que pasaron de USD 6.53MM a USD 1.30MM (-80.10%); sin embargo, ello no logro contrarrestar el efecto de menores ventas, por lo que el resultado operativo del negocio de trading fue de USD 1.20 MM (-93.57% A/A) mucho menor a lo registrado durante el 1S 2014 (USD 18.65MM), con un margen operativo de 2.62% (1S 2014: 11.36%). Es importante mencionar que la Compañía 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. Asimismo, es de 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.



En términos consolidados (negocio minero + negocio de trading) Volcan alcanzó ingresos netos por USD 429.70 MM al cierre del 1S 2015, monto menor en 17.90% respecto a los USD 523.40 MM acumulados al 1S 2014, lo cual fue explicado por las menores ventas de concentrados de terceros, así como por la reducción de los precios promedio de venta de la plata (-17.41% A/A), plomo (-10.67% A/A) y cobre (-14.16% A/A), metales que representaron el 37.34%, 8.67% y 2.23% de las ventas totales antes de ajustes. Además, los ingresos por cobertura se convirtieron en pérdidas, pasando de USD 12.8MM (1S 2014) a -USD 3.5MM (1S 2015). En cambio, los factores que mitigaron la caída de los ingresos totales fueron los ajustes por liquidaciones de embarques de periodos anteriores que disminuyeron de -USD 19.90 MM a -USD 16.70 MM (-16.08%), y los ajustes por posiciones abiertas de ventas que se redujeron de USD 12.20 MM a USD 1.10 MM (-90.99%).

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 2T 2013 al 2T 2014, afectado principalmente por la caída del precio de la plata. Si bien la cotización de los metales no ha registrado recuperación en los periodos siguientes, el inicio de operaciones y aportes de Alpamarca y la Planta de Óxidos (durante el 2T 2014) han permitido mitigar parcialmente el efecto de los precios, reflejado en la tendencia estable del margen operativo minero hasta el 2T 2015. Por su parte, 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); en cambio, para el 4T 2014 el resultado operativo responde a la disminución de las ventas que no soportaron el nivel de costos. A partir del 2015, la utilidad operativa por el negocio de comercialización retornó a los saldos positivos.

En ese sentido, los márgenes operativos del 2T 2015 fueron de 12.44% (negocio minero) y 3.73% (negocio trading), los cuales en conjunto determinaron una mejora trimestral en el desempeño operativo a 10.80% (1T 2015: 10.07%; 4T 2014: 3.47%). Al analizar los márgenes diferenciados de ambos negocios, se observa que el negocio minero mantiene márgenes superiores y de naturaleza más estable, mientras que el negocio trading presenta márgenes menores y más volátiles.



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

De esta manera, el EBITDA del periodo analizado aumentó a USD 134.30 MM (+USD 4.41 MM, +3.39% A/A) debido a los menores costos de producción, el incremento del precio del zinc en 5.10% (metal cuya participación es del 52.92% del total de ventas), además de los menores gastos administrativos y los efectos de la depreciación del nuevo sol que apoyaron al descenso de los gastos operativos. No obstante, en términos anualizados, el EBITDA (12 meses) terminó en USD 261.29MM, siendo menor en 7.43% (-USD 20.99MM) respecto al acumulado al 1S 2014; es de mencionar que al 2T 2014 se reconocieron otros ingresos derivados de la venta de la Central Hidroeléctrica Belo Horizonte, lo cual favoreció el EBITDA obtenido para dicho periodo. PCR considera que para los próximos trimestres, el desarrollo de operación de la Planta de Óxidos de Plata (alcanzado al 100% en junio 2015) y la limitación del negocio de comercialización de concentrados de terceros, explicarían el comportamiento de los márgenes, pero esto se verá delimitado por el comportamiento del precio de la plata.

### Rendimiento Financiero

A la fecha de corte, la utilidad neta de la Compañía pasó de USD 30.43 MM (1S 2014) a USD 25.93 MM (1S 2015), es decir, disminuyó en -14.79% debido a las menores ventas alcanzadas; ello a pesar de la disminución de gastos administrativos por menores pagos de seguros y por el efecto de la depreciación del nuevo sol; además del menor monto pagado como impuesto por regalías mineras. Cabe señalar que en junio 2014, Volcan obtuvo utilidades extraordinarias por la venta de la Central Hidroeléctrica Belo Horizonte (localizado en Huánuco) a Odebrecht Energía del Perú S.A., la ganancia neta de dicha transacción fue USD 7.5 MM. Respecto al rendimiento, el ROE se ubicó en 3.48% (2T 2014: 6.00%) mientras que el ROA fue de 1.75% (2T 2014: 3.08%).

## Liquidez<sup>4</sup>

Al 2T 2015, la liquidez general fue de 1.39 veces, manteniéndose en un nivel similar al alcanzado a diciembre 2014 (1.40 veces). En particular, la variación del ratio fue influenciada por la disminución tanto del activo corriente (-1.82%) como del pasivo corriente (-1.57%). La reducción del activo corriente se dio, en parte, por la disminución de “otros activos financieros” a USD 22.55 MM (-30.68%), dado el menor valor razonable de los instrumentos financieros derivados de coberturas y menores primas por cobrar. Además, las “existencias” también se redujeron a USD 182.71 MM (-7.30%) por el menor mineral extraído (materia prima), y 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 83.20MM (junio 2015). Asimismo, la partida “otras cuentas por cobrar” disminuyeron a USD 352.78 MM (-2.30%), ésta incluye el crédito fiscal por IGV a favor de la Compañía, préstamos a sus empresas relacionadas (como capital de trabajo) y préstamos a terceros (devengan intereses a la tasa de mercado). La caída del activo corriente fue mitigada parcialmente por el incremento del saldo en caja y bancos (+8.66%), en línea con lo alcanzado en las operaciones de la empresa así como por el financiamiento obtenido en los primeros meses del año 2015 para las operaciones de la Compañía e inversiones en la división de energía (C.H.Rucuy).

Por su parte, el pasivo corriente fue de USD 598.40 MM (-1.57% vs diciembre 2014) como resultado de menores “cuentas por pagar comerciales” (-20.71%) que alcanzaron los USD 181.44 MM (2T 2015), sumado a la reducción de las “otras cuentas por pagar” que bajaron a USD 159.50 MM (-1.09%). Por el contrario, se registró el incremento de la deuda financiera de largo plazo, siendo el monto por préstamos bancarios ascendente a USD 0.22MM (diciembre 2014: USD 0.20MM). Cabe indicar que éste incremento se debió al crecimiento de los sobregiros bancarios (+20.09%), aunado a los préstamos bancarios entre los que se encuentran préstamos con el BBVA que suman USD 106.83 MM (+0.63%), y con Scotiabank (USD 77.48 MM, -3.15% respecto a diciembre 2014); ambos mantienen plazos de vencimiento en marzo 2016 y tienen como destino el financiamiento del capital de trabajo de la Compañía. Es de mencionar que Volcan también obtuvo un préstamo de mediano plazo con ITAU banco por USD 27.50MM, el cual se encuentra destinado al financiamiento de la construcción de la C.H Rucuy y con vencimiento en marzo 2022. De esta manera, el capital de trabajo se ubicó en USD 234.78 MM (-USD 5.95, -2.47%).

Por otro lado, el ciclo operativo de Volcan registró un plazo de -5 días para el periodo 2T 2015, este resultado se sustenta en el aumento del periodo promedio de cuentas por cobrar (PMC) a 33 días desde los 29 días registrados a diciembre 2014, mientras que el promedio de cuentas por pagar (PMP) pasó de los 95 días (diciembre 2014) a 84 días (junio 2015). Mientras que el periodo promedio de inventarios<sup>5</sup> aumentó levemente de 44 días (diciembre 2014) a 46 días a junio 2015.

## Solvencia

A junio 2015, Volcan registró un pasivo total de USD 1,476.69MM, disminuyendo en 1.95% (-USD 29.32MM) respecto a diciembre 2014, además esta cuenta tiene una participación de 49.32% del total de fondeo. Cabe señalar que son los pasivos de largo plazo los que tienen una participación mayoritaria, representando el 59.63% del total de pasivos y el 29.97% del total de fondeo, esta cuenta se encuentra asociada al financiamiento necesario para los proyectos en unidades mineras y nuevos desarrollos de Volcan.

En relación al pasivo no corriente, éste se encuentra compuesto principalmente por “obligaciones financieras de largo plazo” que alcanzaron los USD 617.46MM (representa el 41.80% del pasivo total), “impuestos diferidos” por USD 174.90MM y “provisiones por cierres de minas” por USD 73.94MM. 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 Alparmarca 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. Mientras que los “otros pasivos financieros” disminuyeron a USD 11.98MM (-0.51% vs diciembre 2014) a causa del menor volumen de contratos firmados 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.

A pesar que el nivel de cobertura del servicio de deuda ha venido disminuyendo desde diciembre 2013 (10.17 veces), la Compañía ha mantenido dicho ratio en un nivel adecuado. De acuerdo al total de obligaciones financieras a junio 2015, el ratio de cobertura del servicio de deuda (RCS) se ubicó en 3.44 veces desde 6.15 a diciembre 2014, este resultado se explica en mayor medida por el mayor monto por deuda estructural de corto plazo al 2T 2015. En cuanto al ratio Deuda Financiera Neta<sup>6</sup>/EBITDA, este pasó de 2.58 veces (diciembre 2014) a 2.62 veces (junio 2015), mientras que el *payback* (Deuda Financiera/EBITDA) desmejoró levemente ya que pasó de 3.26 veces (diciembre 2014) a 3.35 veces (junio 2015) debido al incremento de la deuda financiera de corto plazo, que tiene como destino el financiamiento del capital de trabajo de la Compañía y el financiamiento para la construcción de la hidroeléctrica Rucuy.

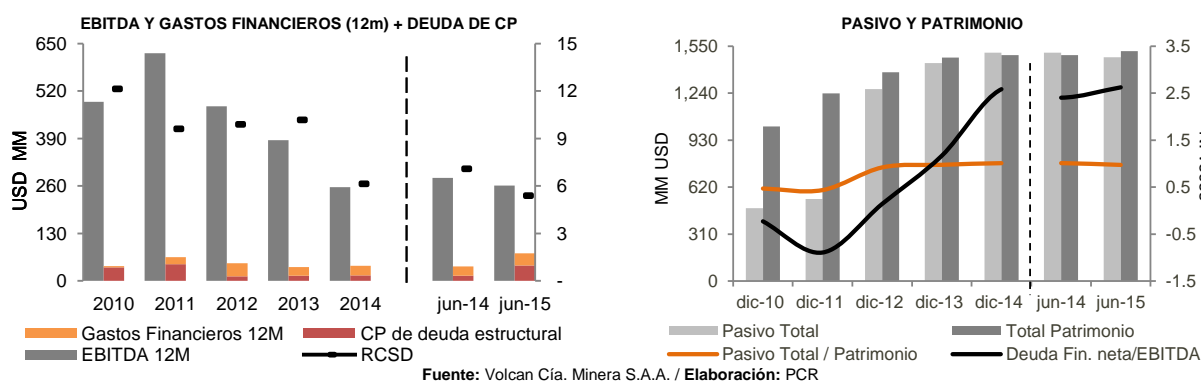
<sup>4</sup> Incluye la reclasificación de USD 62MM a caja y equivalentes de efectivo (proveniente de la cuenta inversiones financieras), de acuerdo a la opinión del auditor. Dicho monto corresponde a inversiones en acciones en la Bolsa de Santiago mantenida desde el año 2012, las cuales se consideran suficientemente líquidas para su venta, de ser necesario.

<sup>5</sup> No considera el inventario de Stockpiles de Óxidos ya que estos se derivan de una revalorización.

<sup>6</sup> Deuda financiera neta = Deuda financiera - Caja

Por otro lado, el patrimonio de la Compañía se incrementó ligeramente en +USD 26,364MM (+1.77%), pasando de USD 1,491.05MM en diciembre 2014 a USD 1,517.41MM al cierre segundo trimestre 2015, debido principalmente al aumento de los “resultados acumulados” que alcanzaron los USD 101.37MM (+22.85%). Es de indicar que este efecto se registró a pesar del decremento de los “resultados no realizados” (-29.82% vs diciembre 2014), que a la vez representan la variación neta de pérdidas no realizadas por instrumentos financieros derivados utilizados por Volcan. Cabe señalar que en todos los años evaluados se observa la capitalización de utilidades. El capital social se mantuvo en el mismo nivel de USD 1,531.74MM.

Las fuentes de fondeo detalladas líneas arriba permitieron el financiamiento del activo no corriente, el cual ascendió a USD 2,160.91MM y experimentó un avance de +USD 12.51MM (0.58%) respecto a diciembre 2014. Dicha variación responde al incremento de las inversiones en “activo fijo neto” a USD 1,262.29MM (+1.32%), donde pesaron más las reclasificaciones o ajustes de lo registrado en las cuentas de edificios y maquinaria sobre la depreciación de los mismos. Asimismo, el “impuesto a la renta diferido” se amplió a USD 97.86MM (+9.02%) gracias al aumento de la pérdida tributaria recuperable. Sin embargo, el resultado del activo fijo fue mitigado por el descenso de los “activos intangibles” que sumaron USD 759.68MM (-1.03%) dado el aumento de la amortización de los desarrollos y exploraciones de la Compañía.



## Instrumentos Calificados

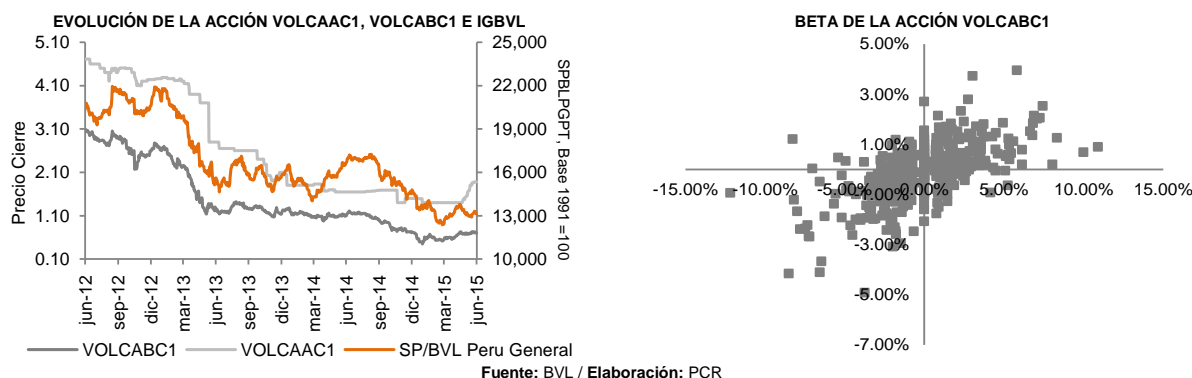
El capital social de Volcan se encuentra representado por dos tipos de acciones, serie A y serie B, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, así como en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa de Madrid de Labitex. Al cierre del 1T 2015, el número total de acciones en circulación 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 30 de junio 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/. 1.88 (junio 2014: S/. 1.65). 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 esta acción no brindaría un análisis efectivo del riesgo.

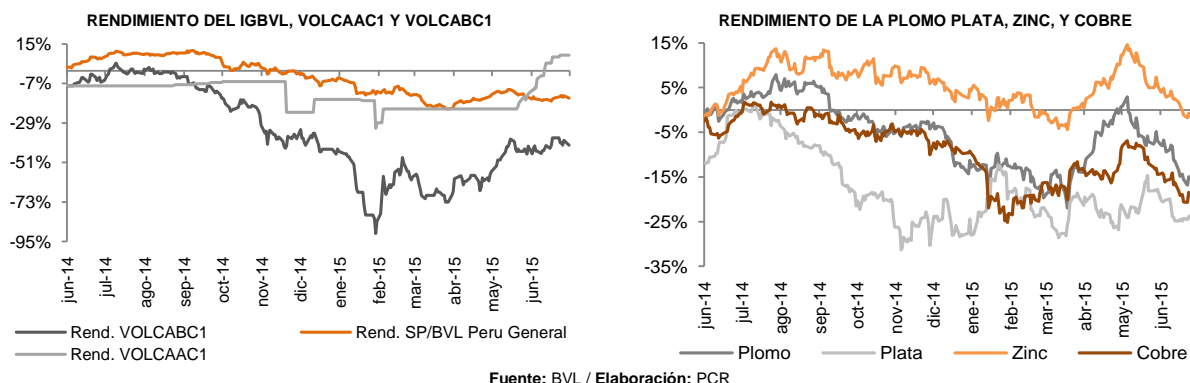
### Acción Común Serie B:

Las acciones bajo la serie B (VOLCABC1) no tienen derecho a voto pero sí derecho preferencial al momento de recibir dividendos, este último no es acumulable. Al 30 de junio 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/. 0.70 (junio 2014: S/. 1.10). A partir del análisis de sensibilidad desde el año 2010, se calculó un beta de 1.125, utilizando como indicador de mercado al índice SP/BVL Peru General (SPBLPGPT)<sup>7</sup>. Cabe resaltar que la acción VOLCABC1 presenta una liquidez del 100%, lo cual indica que su beta puede exhibir resultados más precisos. Asimismo, las acciones serie B presentan un mayor riesgo que el mercado y presentan una alta correlación con el mismo.



<sup>7</sup> Este índice empezó a ser utilizado desde mayo 2015, sigue la historia del antiguo IGBVL y mantiene su año base (1991). Este índice está diseñado para ser el referente del mercado peruano reflejando la tendencia promedio de las principales acciones cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima.

Al cierre del 2T 2015, la cotización de la acción de Volcan estuvo altamente relacionada a las variaciones de cotización de la plata y el plomo. A mediados de mayo, los precios de los metales empezaron a recuperarse por la esperanza puesta en los estímulos económicos adoptados por el gobierno Chino, sin embargo, los posteriores indicadores desfavorables sobre el crecimiento de China avivaron los temores de una menor demanda de materias primas por parte de este país. Asimismo, los precios fueron afectados por la incertidumbre sobre el inicio de alza de tasas de interés de la Reserva Federal y la lenta recuperación de la economía Estadounidense. Dicho contexto facilitó el fortalecimiento del dólar y, por consiguiente, el debilitamiento del precio de los metales preciosos debido a la pérdida de interés como refugio seguro de inversión.



### 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.

Fecha de Entrega	DIVIDENDO POR ACCIÓN			
	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	
may-15*	0.0075		0.007875	

\*Aprobado en marzo 2015.

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

## Anexo

<b>VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.</b>							
<b>HISTORIAL DE CALIFICACIONES</b>							
	<b>jun-13</b>	<b>sep-13</b>	<b>dic-13</b>	<b>mar-14</b>	<b>jun-14</b>	<b>sep-14</b>	<b>dic-14</b>
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
<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (M USD)</b>							
	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>jun-14</b>	<b>jun-15</b>
Activo Corriente	479,358	544,359	1,165,073	964,232	848,656	921,190	833,187
Activo Corriente Prueba Ácida	408,430	446,814	1,046,329	855,997	651,420	815,603	650,477
Activo No Corriente	1,022,208	1,236,438	1,478,140	1,949,502	2,148,399	2,075,995	2,160,912
Activo Total	1,501,566	1,780,797	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,997,185	2,994,099
Pasivo Corriente	327,986	344,379	427,180	561,652	607,925	612,396	598,403
Pasivo No Corriente	152,824	197,525	839,091	876,955	898,084	894,810	878,286
Pasivo Total	480,810	541,904	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,507,206	1,476,689
Total Patrimonio	1,020,756	1,238,893	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,489,979	1,517,410
Deuda Financiera	42,911	60,503	706,145	720,571	838,095	838,073	874,919
Corto Plazo	37,450	45,538	92,903	108,127	217,825	224,593	257,460
Largo Plazo	5,461	14,965	613,242	612,444	620,270	613,480	617,459
<b>ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)</b>							
Ventas Netas	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	523,377	429,700
Costo de ventas	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	429,405	344,496
Utilidad Bruta	476,832	597,916	441,836	371,390	176,605	93,972	85,204
Utilidad Operativa	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	59,386	46,421
Gastos Financieros	2,982	19,354	35,444	23,823	26,179	14,623	22,221
Utilidad Neta	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	30,433	25,933
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Total Ingresos (12 meses)	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	1,079,323	948,674
Costos de Ventas (12 meses)	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	832,703	780,837
Utilidad Neta (12 meses)	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	87,418	52,323
EBIT (12 meses)	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	157,427	82,423
Depreciación y Amortización (12 meses)	109,155	113,377	120,953	117,823	161,496	124,849	178,867
EBITDA (12 meses)	490,420	623,732	478,130	385,756	256,884	282,276	261,290
Gastos Financieros (12m) + Deuda PC de LP (12 m)	40,432	64,892	48,347	37,926	41,788	39,827	75,887
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	9.43	7.86	7.39	7.06	2.28	3.95	1.09
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	12.13	9.61	9.89	10.17	6.15	7.09	3.44
<b>Solvencia</b>							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.09	0.11	0.56	0.50	0.56	0.56	0.59
Pasivo Total / Patrimonio	0.47	0.44	0.92	0.98	1.01	1.01	0.97
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.09	0.10	1.48	1.87	3.26	2.97	3.35
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0.98	0.87	2.65	3.73	5.86	5.34	5.65
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)*	18.17%	20.04%	9.54%	6.24%	1.92%	3.08%	1.75%
ROE (12 meses)*	26.43%	29.11%	16.13%	12.16%	3.83%	6.00%	3.48%
Margen Bruto	48.63%	49.35%	37.49%	31.94%	16.94%	17.95%	19.83%
Margen Operativo	38.88%	42.12%	30.31%	23.04%	9.15%	11.35%	10.80%
Margen Neto	25.84%	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	5.81%	6.04%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	1.46	1.58	2.73	1.72	1.40	1.50	1.39
Prueba Ácida	1.25	1.30	2.45	1.52	1.07	1.33	1.09
Capital de Trabajo	151,372	199,980	737,893	402,580	240,731	308,794	234,784
<b>Rotación</b>							
Rotación de cuentas por cobrar*	61	38	35	43	29	41	33
Rotación de cuentas por pagar*	75	87	91	114	95	84	84
Rotación de inventarios*	51	57	58	49	44	46	46
Ciclo Operativo	37	8	2	-22	-22	3	-5
<b>INDICADORES DE MERCADO</b>							
UPA "A" (USD)	0.10	0.11	0.06	0.05	0.01	0.02	0.02
UPA "B" (USD)	0.16	0.18	0.10	0.08	0.02	0.01	0.01
Precio/UPA "A" (veces)	50.26	42.67	68.34	45.30	107.61	88.56	118.41
Precio/UPA "B" (veces)	23.61	16.99	25.02	14.74	30.96	88.31	65.95
Dividendo "A"	0.10	0.11	0.08	0.04	0.02	0.02	0.01
Dividendo "B"	0.10	0.12	0.08	0.04	0.02	0.02	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.03	0.04	0.03	0.04	0.03	0.01	0.02
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.20	0.22	0.24	0.47	0.61	0.55	0.49
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.17	0.22	0.26	0.58	0.85	0.55	0.89

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