

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

Fecha de comité: 10 de mayo de 2016 con EEFF ¹ al 31 de diciembre de 2015		Sector Minero, Perú
Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes Serie A	PC,N2	Estable
Acciones Comunes Serie B	PC,N2	Estable
Equipo de Análisis		
Brenda Bergna A. bbergna@ratingspcr.com	Emma Álvarez Grijalva ealvarez@ratingspcr.com	(511) 208.2530

Primera Clase, Nivel 2: Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente más seguras y menos riesgosas que la mayoría de las acciones en el 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 bajar la calificación de las acciones comunes Serie A y Serie B de Volcan Compañía Minera S.A.A. desde Primera Clase, Nivel 1 a Primera Clase, Nivel 2. La decisión se sustenta en la alta exposición de la Compañía ante la variación de las cotizaciones de los metales, que ha sido desfavorable en los últimos periodos, lo cual junto a las menores ventas programadas de concentrados de terceros, ha derivado en la reducción de utilidad neta. Si bien la empresa ha llevado a cabo diversas medidas como el mayor tratamiento de mineral y programas sistemáticos de reducción del costo de producción y gastos con resultados favorables, esto no ha sido suficiente para contrarrestar la caída de precios que enfrenta en el contexto del mercado actual. Asimismo, la calificación recoge el nivel de endeudamiento registrado debido a la obtención de deuda de corto plazo y el servicio de deuda que ésta genera, la cual presenta una cobertura adecuada dado el nivel de EBITDA que aun sostiene Volcan. Por último, toma en cuenta al avance en los trabajos de exploración reflejado en el incremento del cálculo de reservas que dan cuenta del potencial de recursos minerales a explotar.

Resumen Ejecutivo

- **Resultado neto afectado por la tendencia decreciente en la cotización de los metales y disminución programada del negocio de trading.** Si bien se registró un avance en términos productivos de la empresa, reflejado en los volúmenes de finos vendidos del negocio minero, factores como la caída de los precios de los principales metales como la plata, plomo y zinc deterioraron su resultado en ventas. Asimismo, influyó la significativa disminución de ventas de concentrados de terceros, que sigue esta tendencia desde la decisión tomada por la empresa en el 2014 al representar menores márgenes. 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).
- **Nivel de endeudamiento alto y adecuado ratio de cobertura de servicio de deuda.** Bajo el contexto de mercado que enfrenta la Empresa, presentó en los últimos periodos mayores necesidades de caja, lo que derivó en mayor financiamiento bancario de corto plazo destinado al capital de trabajo, desmejorando ligeramente sus indicadores de apalancamiento. No obstante, el nivel de cobertura del servicio de deuda se encuentra en un nivel adecuado soportado por la magnitud de EBITDA que aun mantiene Volcan.
- **Reconocimiento de gasto extraordinario por desvalorización de activos.** Para el cierre del año 2015, Volcan reconoció una provisión por deterioro de activos de acuerdo a la aplicación de la NIC 36. En tal sentido, dada la coyuntura desfavorable de menores precios de los metales, Volcan reconoció un gasto excepcional por la desvalorización (*impairment*) de activos fijos, activos intangibles y existencias en todas las UM que posee. El reconocimiento total neto del impuesto a la renta diferido ascendió a USD 470.10MM, mermando significativamente la utilidad neta de la Empresa. En relación a la distribución de dicho gasto, las mayores desvalorizaciones se presentaron en las UM Cerro de Pasco y UM Alparmarca. No obstante se recalca que este reconocimiento no afectó el flujo de caja de la Compañía por tratarse de un ajuste contable. Además, de acuerdo a las evaluaciones periódicas que realice la empresa, este gasto podría revertirse en el futuro en caso se presente un incremento significativo en los precios de los metales. Al aislar el efecto del reconocimiento de provisión en la utilidad neta, esta ascendería a USD 16.19MM, significando una reducción de USD 40.64MM (-78.28%) respecto a la ganancia obtenida para el año 2014.
- **Reducción del costo unitario de producción que mitiga en parte el efecto de bajos precios.** La Compañía logró reducir los costos unitarios (USD/TM) en todas sus UM tanto por los menores costos de producción como por el aumento de tonelaje

¹ Auditados por BDO

tratado. La eficiencia en costos es explicada por las medidas adoptadas para disminuir los costos operativos ante la desmejora de los precios de los metales, entre ellas se encuentra 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 pero de menor amplitud de costos ante la coyuntura actual de precios, reflejado en sus iniciativas de búsqueda de eficiencia de costos en cada una de sus UM.

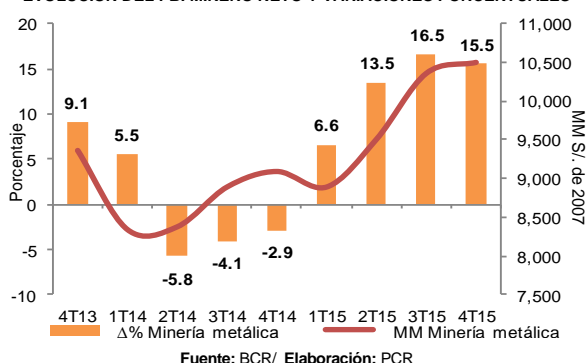
- **Incremento de las reservas totales y mantenimiento de la vida de mina en 8 años.** Al cierre del 2015, y dado el avance de exploraciones emprendido por la Compañía durante dicho año, las reservas crecieron al nivel de 76.89MM TM (año 2014: 73.70MM TM). Ello aunado al incremento de capacidad de tratamiento 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 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 variedad de metales concentrados propios reforzado por la operatividad del 100% de capacidad de la Planta de Óxidos.** El mix de minerales que comercializa la empresa le permite mitigar la concentración de riesgo en el precio de un solo metal. Asimismo, en términos productivos resulta favorable el inicio de la fase operativa al 100% de su capacidad alcanzada por la Planta de óxidos (junio 2015) que le permitiría incrementar la producción de plata en contraste con las disminuciones estimadas para las UM Cerro de Pasco (mina Paragsha) y UM Alpamarca (mina Rio Pallanga) sobre este metal.

Sector²

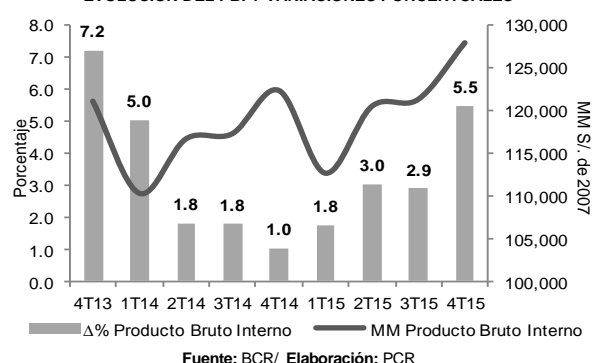
A diciembre 2015, el sector "minería e hidrocarburos" representó el 12.35% del PBI peruano, superior en 0.68% a lo registrado el mismo periodo del año 2014. Es así que el PBI minero metálico creció en 15.5% debido a una mayor producción de cobre, oro, zinc, plata, plomo, entre otros metales. La minería es el tercer sector más importante de la economía nacional detrás de "otros servicios" (49.21%), que agrupa un conjunto de servicios comerciales, financieros, técnicos; y del sector manufacturero (13.46%). Después del sector minero se encuentran los sectores comercio (11.23%), construcción (6.23%), agropecuario (5.29%), electricidad-agua (1.80%) y pesca (0.42%).

Según datos del Ministerio de Energía y Minas (MINEM), durante el 2015, la producción de cobre creció en 23.46% impulsado por la mayor producción de las minas Toromocho y Constancia, así como la recuperación de la producción de Antamina. En cuanto a la producción de oro, esta creció 3.52% por el avance alcanzado en regiones como Ancash, Madre de Dios y Cusco; cabe señalar que se proyecta una disminución en la producción de oro por el agotamiento natural de algunos yacimientos en los próximos años. Respecto al Zinc, su producción aumentó en 8.06% por la recuperación de las leyes de Antamina. En el periodo analizado también se observó el crecimiento de la producción de plomo (+13.88%), plata (+8.86%) y hierro (+1.78%). Por otro lado, la desaceleración de la economía China ha golpeado fuertemente los precios de los metales como el cobre, zinc y aluminio, debido a los temores de una reducción de la demanda del gran importador de materias primas; a pesar de esto, se espera un incremento en la producción de cobre proveniente de Perú, por las ampliaciones de minas que se pondrán en marcha en los próximos años.

EVOLUCIÓN DEL PBI MINERO NETO Y VARIACIONES PORCENTUALES



EVOLUCIÓN DEL PBI Y VARIACIONES PORCENTUALES



Plata

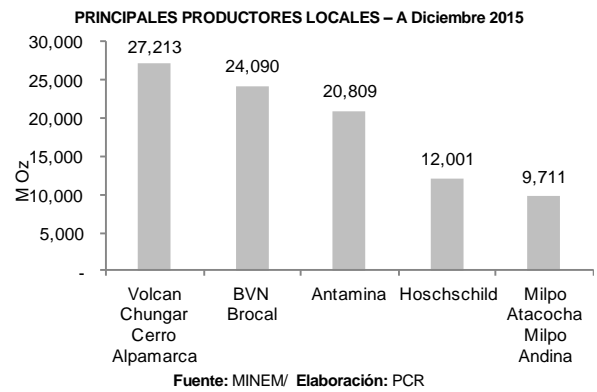
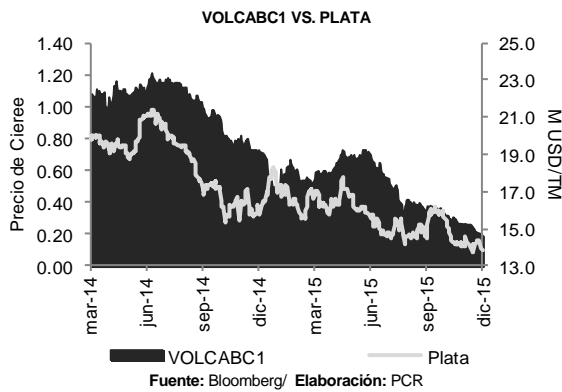
La producción argentífera nacional en el 2015, acumuló 144,698 M Oz (+8.86% con respecto al 2014), producto de los niveles ascendentes de la producción de las Compañías Mineras Buenaventura y El Brocal en 14.92%, Volcan³ (+9.92%), Milpo⁴ (+14.01%) y Antamina (+45.70%). Sin embargo, este crecimiento fue mitigado por la reducción en la producción de la Compañía Minera Ares (Hoschschild) en 12.64%. En relación a la evolución de la cotización de la onza de plata durante el 2015, se mantuvo una tendencia descendente, la cual ubicó al metal en USD/Oz 13.84 a finales del 2015, con respecto al USD/Oz 15.71

² Cabe indicar que para los datos utilizados en los gráficos y variaciones en volúmenes producidos por los Principales Productores Locales se emplea la información reportada oficialmente por el MINEM. La diferencia existente de volúmenes de producción entre ésta información y la reportada en la Memoria Anual 2015 de Volcan (Plata: 24.8 MM Oz, Zinc: 284.9 M TM y Plomo: 59.6 M TM) reside en la inclusión de contenidos marginales tomados en cuenta por el MINEM.

³ Incluye Chungar, E.A. Cerro y Alpamarca

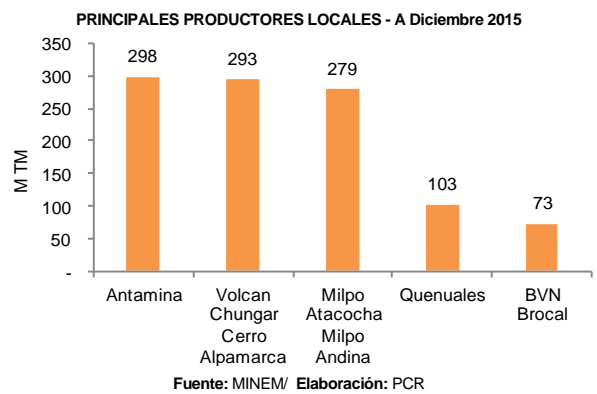
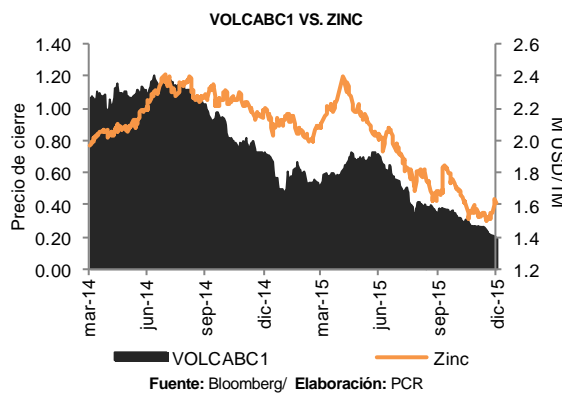
⁴ Incluye Atacocha y Milpo Andina

del año 2014. Se debe mencionar que la cotización de la plata se ve afectada por el fortalecimiento del dólar en el último año, lo cual encarece los commodities que cotizan en dicha moneda.



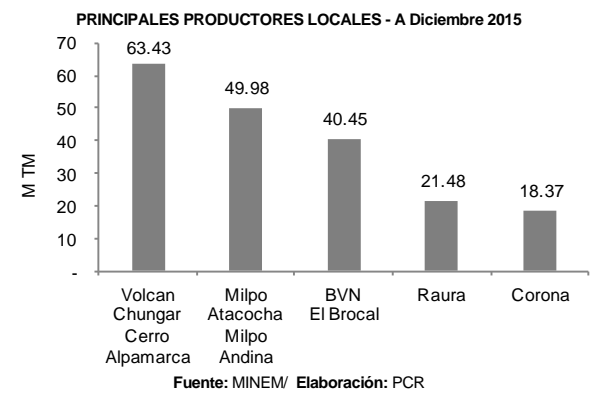
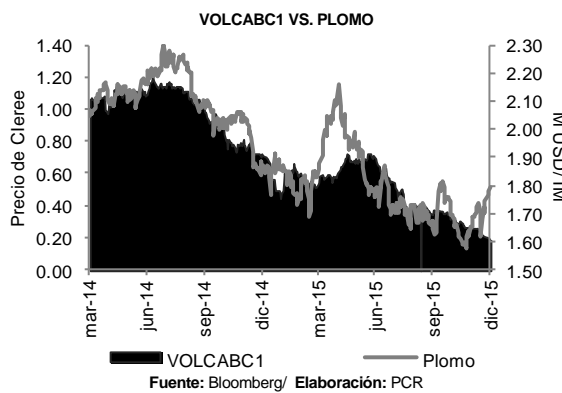
Zinc

Durante el 2015, la producción nacional de zinc logró extraer 1,422 M TM (+8.06% con respecto al año 2014), producto del incremento en la producción de las mineras Antamina (+12.20%), El Brocal (+174.92%) y, en menor medida, Volcan (+1.29%). En contraste con lo anterior, se produjo un descenso en la producción de Quenuales en 7.45%, mitigando el crecimiento. Respecto al precio del zinc, éste disminuyó en 26.12% durante el 2015 al pasar de USD/TM 2,178 en diciembre 2014 a USD/TM 1,609 en diciembre 2015. Esta variación negativa fue causada por la caída de la demanda global de zinc, asociado a la menor demanda de los sectores de construcción y vehicular de EE.UU. y China.



Plomo

La producción nacional de plomo pasó de 277 M TM (2014) a 316 M TM (2015), siendo este un incremento del 13.88%, debido, principalmente a la mayor producción por parte de la Compañía Minera El Brocal y Buenaventura (+92.77%), gracias la puesta en operación de la nueva planta de tratamiento Colquijirca N°2 (Pasco) de El Brocal; además del ascenso de la producción de Volcan (+3.31%), Milpo⁵ (+9.29%) y Raura (+76.21%).

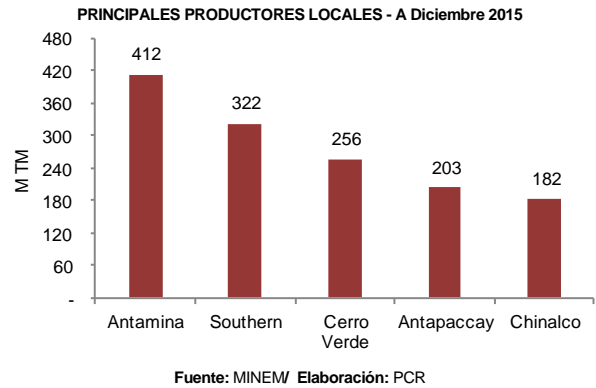
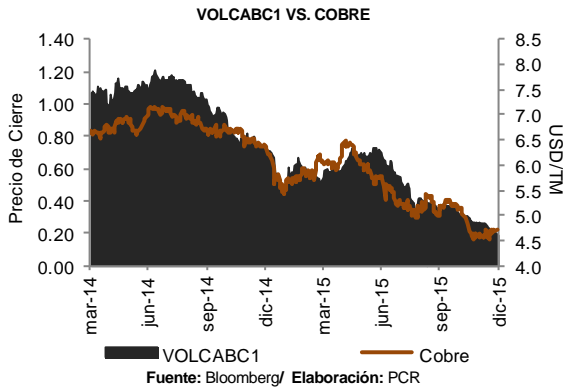


Por su lado, el precio internacional del plomo cerró el año 2015 en USD/TM 1,793, disminuyendo en 3.50% con respecto al cierre del 2014, cuando la cotización del metal se situaba en USD/TM 1,858. Esta disminución estuvo guiada por la tendencia de la oferta global, la desaceleración de la economía China y el fortalecimiento del dólar.

⁵ Incluye Atacocha, Milpo y Milpo Andina

Cobre

La producción nacional de cobre creció solamente en el mes de diciembre en 63.45%, con lo cual logró impulsar el crecimiento anual del metal a 23.46%, produciéndose así 1,700 Miles TM, con respecto a las 1,378 Miles TM en diciembre 2014. Dicho incremento fue producto de la operación de importantes proyectos durante el 2015 como Toromocho y Constancia, así como la recuperación en la producción de Antamina que en el segundo semestre del año concentró sus operaciones en zonas de mayor ley. Es así que las principales minas que mostraron un aumento en su producción fueron Antamina (+13.68%), Cerro Verde (+8.77%) y Chinalco (+21.69%). Por su parte, el precio del cobre continuó con su volatilidad a la baja causado por las perspectivas de una menor demanda por parte de China (cuya desaceleración ha golpeado a los mercados financieros internacionales) y la reducción de la demanda de Japón y EE.UU.; así, el precio del metal rojo pasó de los USD/TM 6,368, a finales del 2014, a USD/TM 4,706 al finalizar el año 2015.



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 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 Animón y Vinchos, respectivamente; Con esta adquisición se incorporaron dos C.H. adicionales: Franchoise 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.

Para enero del 2012, la Compañía emitió bonos a nivel internacional, bajo la Regla 144 A y la Regulación S de la United States Securities Act de 1993, teniendo como destino principal el financiamiento de proyectos de crecimiento como Planta de Óxidos (Cerro de Pasco) y la nueva UM Alparmarca. En tanto, en febrero 2012 Volcan adquiere la Empresa Hidroeléctrica Huanchor S.A.C., mientras que a mediados de ese año se culminó la construcción y se puso en operación de C.H. Baños V, perteneciente a la subsidiaria Empresa Administradora Chungar S.A.C.

Posteriormente, durante el 2013 se consolidó la mina Islay como parte de la UM Chungar; asimismo, se completó la ampliación de la planta concentradora Animón de 4,200 tpd a 5,200 tpd. Por último, cabe resaltar la ampliación de la UM Yauli (plantas Victoria y Andaychagua) logrando el incremento en 9% de la capacidad total de tratamiento de dicha unidad. Al año siguiente (2014), se suscitaron importantes hechos entre los que destacan: la continuación de ampliación de las plantas de tratamiento de la UM Yauli (a 10,800 tpd), el inicio de operación del pique Jacob Timmers en la UM Chungar, la adquisición de la C.H. Tingo (julio 2014). Por último, en el año 2014 también entró en operación la nueva UM Alparmarca y los ajustes operativos a la Planta de óxidos.

Finalmente, resalta que durante el 2015 se continuó con las obras de ejecución y montaje electromecánico ligados a la construcción de la C.H. Rucuy de 20 MW, alcanzando un avance de 80%, sobre el cual se estima inicie funcionamiento en el 3T 2016. Asimismo, se aprobaron una serie de reorganizaciones societarias, siendo estas (i) fusión cigente desde setiembre 2015, mediante la cual Chungar absorbió el íntegro de los patrimonios de El Pilar, Huascarán, Santa Clara, Shalca y Troy; (ii) escisión de un bloque patrimonial compuesto por activos y pasivos asociados a la Planta de óxidos a favor de Empresa Administradora Cerro S.A.C., vigente desde el 1 de octubre de 2015; (iii) fusión por absorción entre Compañía Minera Alparmarca S.A.C., como absorbente, y Empresa Administradora Chungar S.A.C, en calidad de absorbida, que entró en vigencia desde el 1 de enero 2016.

Accionistas, Directorio y Estructura Administrativa

A diciembre 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 acumulada del 56.74%. Así, la serie "A" representa el 40.07% del total acciones de Volcan y el remanente está compuesto por acciones de la serie "B".

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.

ACCIONISTAS (DICIEMBRE 2015)					
Accionistas			Accionistas		
Serie	Participación		Serie	Participación	
Familia Letts	A	46.97%	AFP Integra Fondo 2	B	12.47%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.16%	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	6.58%
Otros	A	25.68%	AFP Integra Fondo 3	B	5.17%
			Otros	B	56.74%
Total		100.00%	Total		100.00%

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

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	César Farfán Bernaldes	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	Jorge Simón Chávez Manrique	Gte. de Geología
Daniel Mate Badenes	Director	Alfonso Rebaza González	Gte. Legal
		Paolo Cabrejos Martin	Gte. Comercial
		Edgardo Zamora Pérez	Gte. Op. Yauli
		James Atalaya Chacón**	Gte. Op. Chungar
		Hernán Flores	Gte. Op. Cerro de Pasco
		Carlos García Zapata	Gte. Op. Andaychagua
		Eduardo Malpartida Espinoza	Gte. Op. Alparmarca

*Desde enero 2015 / ** Desde diciembre 2015

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

Desarrollos Recientes

- El 22 de diciembre de 2015, Volcan informó la reanudación de sus operaciones en la UM Chungar tras llegar a un acuerdo con los pobladores de la Comunidad de Huayllay. La UM había paralizado sus operaciones por 11 días.
- El 17 de diciembre de 2015, Volcan anunció la reorganización societaria en algunas de sus subsidiarias, siendo estas: (i) se formalizó la fusión por absorción entre "Empresa Administradora Chungar S.A.C.", como absorbente, y las empresas "Compañía Minera El Pilar S.A.C.", "Compañía Minera Huascarán S.A.C.", "Compañía Minera Santa Clara y Llacsacocha S.A.C.", "Shalca Compañía Minera S.A.C." y "Recursos Troy S.A.C" como absorbidas, que entró en vigencia el 1 de septiembre de 2015; (ii) la Empresa Administradora Cerro S.A.C aprobó el proyecto de escisión de un bloque patrimonial compuesto por activos y pasivos de la Sociedad con el objeto de crear la sociedad "Óxidos de Pasco S.A.C.", vigente desde el 1 de octubre de 2015; y (iii) en Juntas Generales de Accionistas, se aprobó el proyecto de fusión por absorción entre Compañía Minera Alparmarca S.A.C en calidad de absorbente y Empresa Administradora Chungar S.A.C. en calidad de absorbida, que entró en vigencia el 1 de enero de 2016.
- 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.

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Volcan Compañía Minera se dedica a la exploración, explotación, y beneficio de minerales por cuenta propia y de sus subsidiarias, mediante la extracción, concentración y tratamiento de minerales, 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 cinco unidades mineras (UM): Yauli, Cerro de Pasco, Chungar, Alpamarca y Planta de Óxidos. Esta última, inició su fase de prueba en la quincena de marzo del año 2014 y las operaciones al 100% de capacidad se alcanzaron en junio 2015. Así, la Compañía posee 12 minas, 7 plantas de concentración y una planta de lixiviación (Planta de Óxidos de plata). En los últimos años 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)			
					dic-15	dic-14	Variación	
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	11,350	3,994	3,837	157	4.09%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
	Carahuacra Norte	Tajo abierto						
Cerro de Pasco	Paragsha	Subterránea	Paragsha	2,500	399	771	-372	-48.25%
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Expedito**					
	Vinchos**	Subterránea						
Chungar	Animón	Subterránea	Animón	5,500	1,896	1,954	-58	-2.97%
	Islay	Subterránea						
Alpamarca	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca	2,500	879	593	286	48.23%
	Río Pallanga	Subterránea						
Planta de Óxidos*	Stockpiles		Óxidos	2,500	743	239	504	210.88%
Total				24,350	7,911	7,394	517	6.99%

*Planta de Óxidos se encuentra dentro de UM Cerro de Pasco, en junio 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. La Planta San Expedito paralizó operaciones en noviembre de 2015.

Fuente: Volcan Cia. 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. Asimismo, dentro de esta UM, en noviembre 2015 se paralizaron las operaciones de la Planta de tratamiento San Expedito debido al contexto de bajos precios de los minerales que no hace rentable su operación.

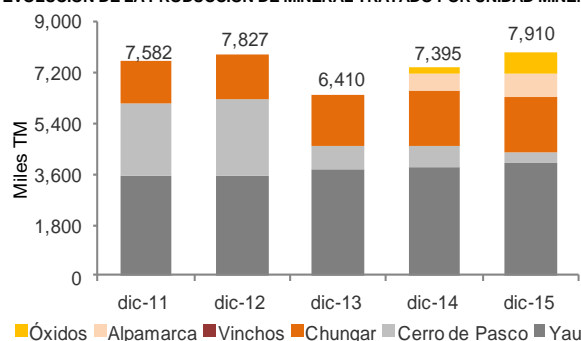
Dado lo anterior, la Compañía enfocó sus esfuerzos en distintos proyectos entre los que destaca la Planta de Óxidos. Dicha planta posee una capacidad de tratamiento de 2,500 tpd, expandible a 4,000 tpd; asimismo los recursos a procesarse en ésta mantiene una vida de mina de 14 años (20 años considerando reservas + recursos inferidos). Éste proyecto es considerado como el principal driver que permitirá el incremento de la producción de plata para la Compañía. La Planta de Óxidos inició operaciones al 100% de capacidad en junio 2015. Para el cierre del año 2015, el tratamiento de mineral acumulado fue de 0.74MM de TM con contenido de 3.60MM Oz/Ag y 5,312 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 tajo abierto, y la mina Río Pallanga que es del tipo subterránea. La última mina mencionada se encuentra en suspensión temporal desde noviembre 2015. La UM Alpamarca posee vetas de plomo, zinc, plata y cobre, con una vida de mina de 3 años (7 años incluyendo reservas + recursos inferidos) y su planta posee una capacidad instalada de 2,500 tpd, expandible a 3,000 tpd. Durante el año 2015 la planta concentradora logró procesar 879 MTM de mineral.

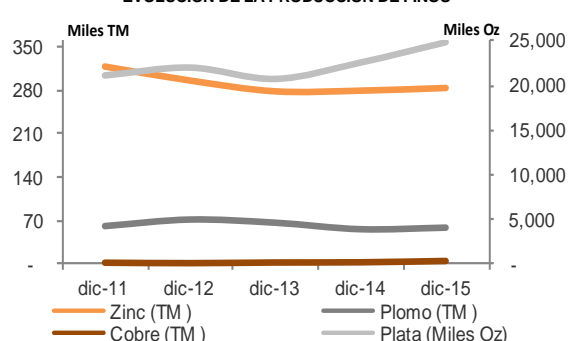
Al cierre del año 2015, el volumen total de mineral tratado total ascendió a 7,910 MTM, representando un avance anual de 6.99%. Dicha evolución obedece, principalmente, al avance de la producción en la Planta de Óxidos (+210.88% A/A) la cual alcanzó el 100% de su capacidad de operación (2,500 tpd) en junio 2015. Adicionalmente, el mayor tratamiento se derivó de los aportes de las UM Alpamarca y UM Yauli, cuyos volúmenes aumentaron en 48.23% y 4.09%, respectivamente. A pesar de lo anterior, se registró una menor producción en la UM Cerro de Pasco (-48.25% A/A) y UM Chungar (-2.97% A/A); en el caso de la

primera UM, el comportamiento se encuentra en línea con la reducción prevista de operaciones. De otro lado, en la UM Chungar la producción fue afectada dos factores (i) a inicios del año 2015 hubieron retrasos en el acceso a la veta principal provocado por un nivel de caudal de agua subterránea superior a la esperada, y (ii) en el 4T 2015 la Compañía se vio forzada a paralizar sus operaciones debido al bloqueo de carreteras por parte de la comunidad de Huayllay, respecto a ello a la fecha ya se resolvieron los conflictos y se reanudó la operación.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE MINERAL TRATADO POR UNIDAD MINERA



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE FINOS



En relación a la producción de finos, se registró el incremento en todos los tipos de finos contenidos en los concentrados de Volcan. De esta manera, el volumen de finos plata aumentó en 10.18% (+2.3 MTMF A/A) sustentado en la producción de la Planta de Óxidos en el contexto de operación al 100% de capacidad, así como los aportes de las UM Yauli y Alpamarca. Asimismo, los finos de zinc pasaron de 280.70 MTMF (diciembre 2014) a 284.90 MTMF (diciembre 2015) a consecuencia de la mayor producción en las UM Yauli y Alpamarca. De igual manera, se registró un importante avance de 26.47% (+0.9MTMF) en la obtención de finos de cobre, impulsado principalmente por la UM Yauli. Por último, los finos de plomo experimentaron un incremento de 4.39% en línea con la producción de la UM Yauli y UM Alpamarca.

PRODUCCIÓN DE FINOS (Acumulado a diciembre 2015)

Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Plata		Total	dic-14	%
	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14			
Zinc (TM)	175,200	158,200	12,300	13,000	88,700	103,600	8,700	5,900	-	-	284,900	280,700	1.50%
Plomo (TM)	25,400	21,900	4,900	5,900	23,400	25,200	5,800	4,000	-	-	59,600	57,000	4.39%
Cobre (TM)	2,500	2,100	-	-	1,000	1,200	800	100	-	-	4,300	3,400	26.47%
Plata (M Oz)	12,900	11,500	1,100	1,900	4,600	5,900	2,700	2,200	3,600	1,100	24,800	22,500	10.18%

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 esta línea, en los últimos años desarrolló proyectos de crecimiento como centrales hidroeléctricas (C.H.) que están ubicadas cerca a sus operaciones. Actualmente cuenta con 10 C.H. interconectadas a la UM Chungar, que en conjunto representa una potencia instalada de 22 MW; al 4T 2015 estas C.H. acumularon una producción de 161.2 GWh. Por otro lado, Volcan posee operaciones y proyectos de la división de energía no interconectados a las operaciones mineras. Entre éstas se encuentra la C.H. Huanchor con una potencia instalada de 20 MW, que alcanzó una producción de 145.8 GWh para el año 2015, ésta vende su 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 activos incluyen (i) la C.H. Rucuy (20 MW) que actualmente se encuentra en etapa de ejecución de obras civiles y montaje electromecánico (diciembre 2015: 80% de avance), se espera que dicho proyecto inicie operaciones en el 2T 2016, y (ii) la C.H. Chancay II (30 MW), para éste ya se contrató el estudio de aprovechamiento hídrico a presentarse a la Autoridad Nacional de Aguas aproximadamente en el 1T 2016.

Inversiones

Las inversiones de la Compañía para el año 2015 ascendieron a USD 173.9MM, siendo significativamente menores a las realizadas en el año 2014 (USD 367.8MM) dada la política de austeridad asumida por Volcan. De manera particular, las inversiones relacionadas a la actividad minera se redujeron en 57.1% (-USD 61.1MM A/A) producto principalmente de la culminación de la construcción de la Planta de Óxidos que representó menores gastos por inversión en proyectos de crecimiento (-84.1% A/A). Aunado a lo anterior, la inversión en unidades operativas registró una disminución de 34.0% debido a la priorización en áreas de sostenibilidad de las operaciones como programas de desarrollo, exploraciones locales.

Por otro lado, la División de Energía registró un incremento, pasando de USD 23.4MM a USD 26.2MM (+12.2% A/A), relacionado a la construcción de la C.H. Rucuy, la cual, según lo reportado por la Compañía se encontraba en un 80% de avance al cierre del año 2015.

INVERSIONES (MM USD)				
Inversiones Consolidadas	dic-15	dic-14	Variación	
Minería	147.6	344.4	-196.8	-57.1%
Unidades Operativas	118.6	179.7	-61.1	-34.0%
Exploración Local	8.5	13.0	-4.5	-34.6%
Desarrollo	51.8	57.8	-6.0	-10.4%
Plantas y Relaveras	28.3	50.1	-21.8	-43.6%
Mina e Infraestructura	22.3	37.8	-15.5	-40.9%
Energía en Unidades	2.4	6.9	-4.5	-65.0%
Soporte y Otros	5.2	14.0	-8.8	-62.6%
Exploraciones Regionales	4.1	7.7	-3.6	-46.2%
Crecimiento y Otros	24.9	157.0	-132.1	-84.1%
División de energía	26.2	23.4	2.8	12.2%
Total	173.9	367.8	-193.9	-52.7%

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	Etapa	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 temprana o la realización de *Joint Ventures*.

PROYECTOS BROWNFIELD Y GREENFIELD EN FASE AVANZADA			
Proyecto	Etapa	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	Palma - Lima	Estim. Rec.	Ag-Zn-Pb

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

Reservas⁶

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee⁷ (JORC), las reservas de Volcan fueron:

RESERVAS									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reservas (Miles TMS)	110,320	123,129	140,260	148,429	135,691	109,673	69,417	73,699	76,891
Vida Útil (años)	13	14	16	18	17	12	8	8	8
Ley de Cabeza									
% Cu	0.04	0.05	0.04	0.06	0.05	0.12	0.12	0.14	0.14
% Pb	1.50	1.30	1.30	1.15	1.12	1.05	0.97	0.92	0.91
% Zn	4.80	4.20	4.00	3.85	3.86	3.75	3.93	3.70	3.69
oz/TM Ag	3.30	3.10	2.90	3.05	3.23	3.23	3.98	3.79	3.47

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

La evolución interanual de las reservas ha seguido una tendencia positiva, aumentando en 4.33% respecto al año 2014, en línea con la continuación del programa sistemático de exploración, iniciado en el segundo semestre 2014, que permitió reponer las reservas minadas. En particular, se registró un importante crecimiento en los niveles de reserva calculados en la UM Chungar (+40.24% A/A) y UM Yauli (+9.17% A/A). Ambos incrementos lograron contrarrestar la disminución de reservas en las UM Cerro de Pasco (-4.86% A/A) y UM Alpamarca (-29.84% A/A). En el primer caso, la reducción se explica por el ajuste hecho a los *Stockpiles* utilizados en la Planta de óxidos, así como por la recategorización a recursos del mineral de la mina subterránea al encontrarse paralizada; en cambio, los menores niveles de reserva de la UM Alpamarca responden al empleo de un nuevo modelo de recursos que actualizó el cálculo de reservas y leyes. Asimismo, es de indicar que para el cálculo del 2015, el mineral remanente de la UM Vinchos fue clasificada como recursos debido a su paralización.

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.

⁶ Información actualizada anualmente.

⁷ 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.

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.

Respecto al **negocio minero**, éste acumuló ventas después de ajustes por USD 706.50MM, las cuales fueron menores en 9.63% (-USD 75.30MM) respecto al año 2014. Este resultado estuvo determinado principalmente por la significativa disminución en las cotizaciones de los metales que comercializa; así, el promedio de precios de venta de los principales minerales como el zinc, plata y plomo disminuyeron en -10.55%, -18.32% y -15.26%, respectivamente. Asimismo, y debido a la tendencia decreciente en los precios, el monto por ventas del negocio minero fue impactado por la pérdida por liquidaciones finales y provisiones por posiciones abiertas la cual pasó de -USD 29.60MM (diciembre 2014) a -USD 42.10MM (diciembre 2015).

En tanto, el costo de ventas de producción minera registró una disminución hasta los USD 578.70MM (-USD 31.90MM, -5.22% vs diciembre 2014) en línea con la serie de medidas de reducción de costo implementadas por la empresa, que se ha visto reflejada en importantes partidas como los costos por mano de obra, la suspensión de compra de mineral de terceros y servicios de terceros en Yauli, energía y otros. De manera similar la carga operativa, representada por la suma de los gastos administrativos y gastos de ventas, pasó de USD 93.10MM (diciembre 2014) a USD 83.80MM (diciembre 2015) explicado principalmente por la adopción de medidas entre las que destaca los menores pagos por primas de seguro y racionalización de algunos gastos administrativos.

A partir de lo mencionado, el resultado operativo del negocio de producción propia (negocio minero) fue de USD 60.80MM (-USD 27.90MM, -31.42% vs diciembre 2014) alcanzando un margen operativo de 8.62% (diciembre 2014: 11.36%). Cabe mencionar que dicho resultado operativo no incluye (i) para el año 2014 la utilidad neta generada por la venta de la C.H. Belo Horizonte (ejecutada en el 2T 2014), ni (ii) para el año 2015 el gasto por provisión por USD 470.10MM debido al reconocimiento contable de la desvalorización de activos de acuerdo a la NIC 36.

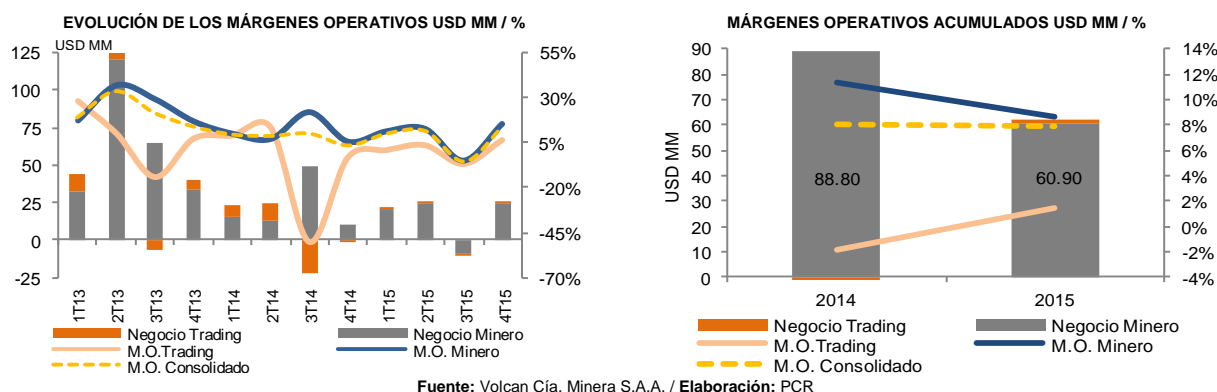
Es de señalar que el costo unitario de las operaciones de Volcan se situó en 53.70 USD/TM, siendo significativamente menor a los 63.90 USD/TM del 2014 (-15.96%. -10.20 USD/TM), mejora que responde tanto a las medidas implementadas por la Compañía como al incremento en el volumen tratado a lo largo del año (+6.99% A/A). Entre las medidas adoptadas para disminuir costos operativos para afrontar los bajos precios de los metales se encuentran 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. Aunado a lo anterior, la disminución del costo de producción estuvo influenciada por la devaluación del Nuevo Sol frente al Dólar estadounidense y la caída del precio del petróleo. En términos específicos, al cierre del año 2015 se logró reducir el costo unitario en todas las UM (Alpamarca -30.25% A/A, Yauli -11.35% A/A, Chungar -10.26% A/A y Cerro de Pasco -2.21% A/A). En el caso de la Planta de Óxidos, desde el inicio de operaciones (junio 2015) hasta el cierre del año, alcanzó un costo unitario de 39.10 USD/TM.

Por su parte, el **negocio de trading** (comercialización de concentrados de terceros) redujo sus ventas significativamente hasta USD 88.10MM (-USD 172.47MM, -66.19% A/A). Este decremento fue esperado dado la decisión del comité ejecutivo de la Compañía (setiembre 2014) que determinó la limitar la compra de concentrados de terceros debido al margen poco significativo obtenido por dicho negocio y su impacto en el resultado consolidado de Volcan. En ese sentido, la Compañía se comprometió a cumplir solo con los contratos pactados en periodos anteriores, los cuales tienen fechas de vencimiento aproximada hasta el año 2017 pero que representan tonelajes menores a vender. De esta manera, la participación de ventas del negocio trading sobre el consolidado de ventas de Volcan pasó de 25.00% (diciembre 2014) a 11.09% (diciembre 2015).

El margen operativo del negocio de trading se ubicó en 1.48% (diciembre 2014: -1.90%) derivado de una utilidad operativa de USD 1.30MM, la cual contrasta con la pérdida operativa al cierre del año 2014 (-USD 4.95MM). Dicho resultado como consecuencia de las menores costos de ventas dada la reducción de compra de concentrados de terceros (-67.51% A/A), aunado a los menores ingresos obtenidos por coberturas (-68.54% A/A). 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.

De manera consolidada (negocio minero + negocio trading), la Compañía acumuló ingresos netos por USD 794.51MM que representaron una disminución de USD 247.84MM (-23.78%) respecto a lo alcanzado al cierre del 2014. El retroceso en ingresos reflejó el efecto de la reducción de los precios promedio de venta de los distintos metales, así como las menores ventas de concentrados de terceros. Asimismo, se redujeron las ganancias por instrumentos financieros, pasando de USD 15.10MM (diciembre 2014) a USD 0.30MM (diciembre 2015). De manera similar, los ingresos estuvieron afectados por (i) el incremento de las pérdidas por ajustes que terminaron en -USD 4.56MM (diciembre 2014: -USD 2.71MM); estos incluyen los

ajustes por futuras liquidaciones de ventas actuales y ajustes por posiciones abiertas en derivados implícitos, y (ii) el resultado por ajustes de liquidaciones finales que pasó de -USD 26.89MM (diciembre 2014) a -USD 37.54MM (diciembre 2015), todo ello en el contexto de la tendencia decreciente de los precios.



A partir de la descomposición de márgenes por negocio y trimestre, se observa que los márgenes del negocio minero mantuvieron una tendencia decreciente a partir del 2T 2013 afectado por la caída de los precios de los metales; si bien no se espera una recuperación de las cotizaciones en el corto plazo, los mayores aportes de la Planta de Óxidos y unidades mineras como Yauli y Alpamarca han mitigado parcialmente el efecto de los precios. Para el 4T 2015 se presentó un mayor margen operativo minero a comparación del 4T 2014 soportado en la eficiencia en costos lograda, de acuerdo al programa y medidas implementadas por la Compañía. De otro lado, el negocio de trading ha presentado resultados operativos variables, así para el 4T 2014 obtuvo una pérdida de -USD 1.60MM como consecuencia de la disminución de ventas que no soportaron el nivel de costos; mientras que para el 4T 2015 el resultado positivo de USD 1.40MM responde a los menores volúmenes de compra de concentrados de terceros y menor carga operativa.

En ese sentido, los márgenes operativos del 4T 2015 fueron de 15.14% (negocio minero) y 6.60% (negocio trading), los cuales en conjunto determinaron una mejora trimestral en el desempeño operativo a 14.14% (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.

A partir de lo explicado, el EBITDA⁸ pasó de USD 256.88MM (diciembre 2014) a USD 217.17MM (diciembre 2015) producto de la disminución de menores cotizaciones de los metales que, sin embargo, fueron atenuados en parte por las menores costos de producción alcanzados, menores gastos administrativos y efectos positivos de la depreciación del nuevo sol y del petróleo que aportaron a la reducción de los gastos operativos. Cabe mencionar que en términos de registros contables, la utilidad operativa del 2014 estuvo impulsada por el reconocimiento de otros ingresos derivados de la venta de la Central Hidroeléctrica Belo Horizonte (realizada en el 2T 2014), favoreciendo en parte al EBITDA obtenido. PCR considera que para el 2016 el desarrollo de operación de la Planta de Óxidos (alcanzada al 100% en junio 2015) y la progresiva reducción del negocio de comercialización de concentrados de terceros, explicarían el comportamiento de los márgenes, limitado a su vez por el desempeño del precio de los principales metales.

Rendimiento Financiero

El resultado neto de Volcan pasó de una ganancia de USD 56.82MM (diciembre 2014) a una pérdida de USD 453.91MM (diciembre 2015). La significativa disminución de la utilidad neta estuvo explicada por el reconocimiento de una provisión por deterioro de activos de acuerdo a la aplicación de la NIC 36. Dicha norma tiene como objetivo que los Estados Financieros reflejen de manera más adecuada el valor de los activos de una empresa; así, en caso el valor en libros de un activo exceda el monto de recuperación del mismo, a través de su utilización o venta, la empresa se encuentra obligada a reconocer una pérdida por deterioro de valor del activo. Es en ese sentido que, dada la coyuntura desfavorable de menores precios de los metales, Volcan reconoció un gasto excepcional por la desvalorización (*impairment*) de activos fijos, activos intangibles y existencias en todas las UM que posee. Por tanto, el reconocimiento total por desvalorización de activos, sumado a otros ajustes contables menores (1.66% del total) alcanzaron los USD 648.70, el cual neto del impuesto a la renta diferido asciende a USD 470.10MM. En relación a la distribución de dicho gasto, las mayores desvalorizaciones se presentaron en las UM Cerro de Pasco y UM Alpamarca con participaciones de 30.29% y 28.93%, respectivamente en el total de la provisión neta.

Dicho reconocimiento no afectó el flujo de caja de la Compañía por tratarse de un ajuste contable. Asimismo, de acuerdo a las evaluaciones periódicas que realice la empresa, este gasto podría revertirse en el futuro en caso se presente un incremento significativo en los precios de los metales.

⁸ El cálculo del EBITDA del año 2015 no considera el efecto total de las provisiones por deterioro de activos (USD 470.10MM netos del impuesto a la renta), dado que se considera como un gasto no recurrente, el cual debería ser evaluado dentro del rendimiento financiero como gasto extraordinario.

Es de mencionar que al aislar el efecto del reconocimiento de provisión en la utilidad neta, esta ascendería a USD 16.19MM, significando una reducción de USD 40.64MM (-78.28%)⁹ respecto a la ganancia obtenida para el año 2014.

Liquidez¹⁰

A diciembre 2015, el indicador de liquidez general disminuyó a 1.35 veces, en comparación a lo registrado al cierre del 2014 (1.40 veces). El desempeño de este indicador estuvo influenciado por la mayor reducción relativa del activo corriente (-15.00%) respecto a la variación del pasivo corriente (-11.84%). En particular, el retroceso del activo corriente fue explicado, en parte, por el menor valor de las existencias de la Compañía que pasaron de USD 197.24MM (diciembre 2014) a USD 106.97MM (diciembre 2015) debido a la pérdida de valor de los *stock piles* de la UM Cerro de Pasco bajo el contexto de caída de precios de los metales; bajo la aplicación de las NIC, la pérdida de valor de este activo fue de USD 69.29MM. De otro lado, la partida "otras cuentas por cobrar" se redujo en USD 8.72MM (-2.42%), las cuales incluyen 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). Por último, se registró la disminución de los "otros activos financieros" en 55.40% respecto al cierre del 2014 (-USD 18.02MM). No obstante lo anterior, la disminución del activo corriente fue ligeramente mitigado por el avance en USD 17.94MM (+10.29%) en el saldo de caja y bancos, a partir de las operaciones de la Compañía, así como el financiamiento obtenido a lo largo del periodo evaluado; este último incluye el financiamiento para las inversiones en la división de energía (C.H. Rucuy).

En relación al pasivo corriente, este pasó de USD 607.93MM (diciembre 2014) a USD 535.93MM (diciembre 2015) producto de la disminución en 2.35% (-USD 5.12MM vs diciembre 2014) del total de deuda de corto plazo. Cabe indicar que dicha deuda responde, en parte, al saldo por sobregiros bancarios (-12.56%), aunado a préstamos bancarios entre los que se encuentran préstamos con Scotiabank (USD 72.17MM), BBVA (USD 99.50MM) e ITAU Banco (USD 10.00MM); sobre sus plazos de vencimiento, los dos primeros expiran en marzo 2016 y el último en febrero 2016 (cuya cancelación ya se efectuó a la fecha de análisis). Asimismo, todos los préstamos se encuentran destinados al financiamiento del capital de trabajo de Volcan. Adicionalmente, es de indicar que la Compañía adquirió a inicios del 2015 un préstamo de mediano plazo con ITAU Banco por USD 27.50MM, con vencimiento en marzo del 2022, para financiar la construcción de la C.H. Rucuy. Aunado a lo anterior, el pasivo corriente estuvo afectado por la reducción de las "cuentas por pagar comerciales", cuyo decremento en USD 63.65MM (-27.77% vs diciembre 2014) obedece a la conclusión y puesta en marcha de la Planta Alpamarca y Planta de Óxidos que para el 2015 significaron menores pasivos por servicios a contratistas.

A partir de lo explicado, el capital de trabajo se mantuvo positivo en USD 185.45MM (diciembre 2014: USD 240.73MM). Asimismo, el ciclo operativo registró un plazo de -11 días al cierre del 4T 2015, sustentado en un periodo promedio de cuentas por cobrar (PMC) de 25 días (diciembre 2014: 29 días), mientras que el promedio de cuentas por pagar (PMP) pasó de 95 días (diciembre 2014) a 90 días (diciembre 2015). Por último, cabe mencionar que el periodo promedio de inventarios¹¹ aumentó levemente a 54 días (diciembre 2014: 44 días).

Solvencia

Para diciembre 2015, Volcan presentó un pasivo total de USD 1,525.10MM, siendo mayor en USD 19.09MM (+1.27%) respecto al cierre del 2014, y representó el 59.75% del total de fondeo. Respecto a su estructura, está compuesto principalmente por pasivos de largo plazo que participaron del 64.86% del total de pasivos y 38.75% del total de fondeo al cierre del 2015. Cabe mencionar estos se encuentran asociados principalmente al financiamiento para los proyectos en unidades mineras y nuevos desarrollos de Volcan.

El pasivo no corriente de la Compañía está asociado en mayor medida a las obligaciones financieras de largo plazo que al cierre del 2015 sumaron USD 623.57MM. Esta deuda financiera está compuesta principalmente por el saldo de emisión de bonos corporativos (bullet) realizado en enero del 2012, 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. En relación a la deuda mencionada, el ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD), si bien ha seguida una tendencia decreciente en los últimos periodos, éste se mantiene en un nivel adecuado. Así, al cierre del 2015 el RCSD fue de 3.57 veces (diciembre 2014: 5.25) explicado por el deterioro del EBITDA así como por el ligero incremento del servicio de deuda dado un mayor monto por deuda estructural. De otro lado, al ratio Deuda Financiera Neta¹²/EBITDA pasó de 2.58 veces (diciembre 2014) a 2.97 veces (diciembre 2015), mientras que el *payback* (Deuda Financiera/EBITDA) desmejoró levemente situándose en 3.85 veces (diciembre 2014: 3.26 veces) dado la reducción del EBITDA obtenido.

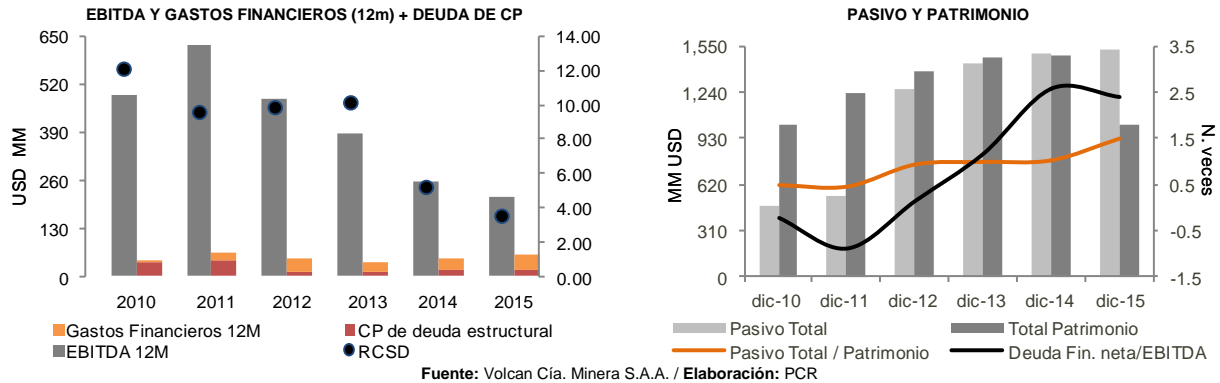
⁹ Es de resaltar que excluyendo los resultados extraordinarios del año 2014 (ganancia de USD 7.50MM por la venta de C.H. Belo Horizonte), la reducción ascendería a USD 33.20MM (-67.20% vs diciembre 2014).

¹⁰ A partir del 2014, 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.

¹¹ No considera el inventario de Stockpiles de Óxidos ya que estos se derivan de una revalorización.

¹² Deuda financiera neta = Deuda financiera - Caja

Cabe mencionar, además, el significativo incremento en la partida “otros pasivos financieros” que pasaron de USD 12.04MM (diciembre 2014) a USD 143.95MM (diciembre 2015). Esta cuenta incluye el valor de diferentes instrumentos utilizados por la Compañía, entre los que se encuentran contratos 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, así como coberturas por tasas de interés relacionados a la deuda financiera que mantiene. Al cierre del 2015 la posición pasiva neta de estos instrumentos se incrementó significativamente respecto al 2014 debido, principalmente, a la opción de refinanciamiento en algunos de los contratos asociados al negocio de venta de concentrados de terceros; esta operación se llevó a cabo en setiembre 2015, la cual se irá amortizando a lo largo del 2016. Otros factores menores que explican la posición pasiva al cierre del 2015 incluyen el cambio en la curva de precios utilizada para el cálculo del valor razonable de los instrumentos derivados y los pasivos generados por estrategias utilizadas por la empresa para la renegociación de algunos de sus contratos de cobertura.



Como segunda fuente de fondeo, el patrimonio de Volcan registró una disminución de USD 463.55MM (-31.09% vs diciembre 2014), alcanzando la suma de USD 1,027.50MM. La disminución del patrimonio obedece a la evolución de los resultados acumulados, los cuales pasaron de ganancias por USD 82.52MM (diciembre 2014) a pérdidas acumuladas por USD 378.36MM; este último en línea con el reconocimiento contable por desvalorización de activos que determinó una pérdida de USD 453.91MM para el cierre del 2015. Por su parte, los “resultados no realizados” registraron un incremento en 16.56% (+USD 3.63MM) correspondientes a la variación neta de pérdidas no realizadas por instrumentos financieros derivados utilizados por Volcan.

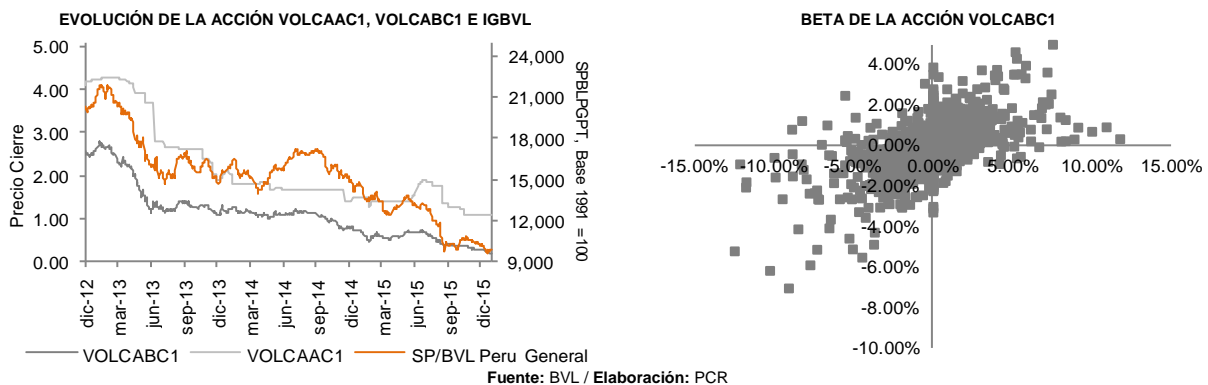
Tanto el pasivo como patrimonio de la Compañía permitieron el financiamiento del activo no corriente que ascendió a USD 1,831.21MM. Es de resaltar que el activo de largo plazo registró una significativa disminución de USD 317.19MM (-14.76%) respecto al cierre del 2014, lo cual se encuentra asociado a los ajustes por deterioro de activos explicado en el apartado de rentabilidad. En particular, Volcan realizó el ajuste por deterioro tanto al valor del activo fijo como activos intangibles que mantiene; de esta manera, los montos de ajuste reconocidos al cierre del 2015 fueron de USD 183.56MM y USD 385.06MM, respectivamente.

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 de diciembre 2015, el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,175.

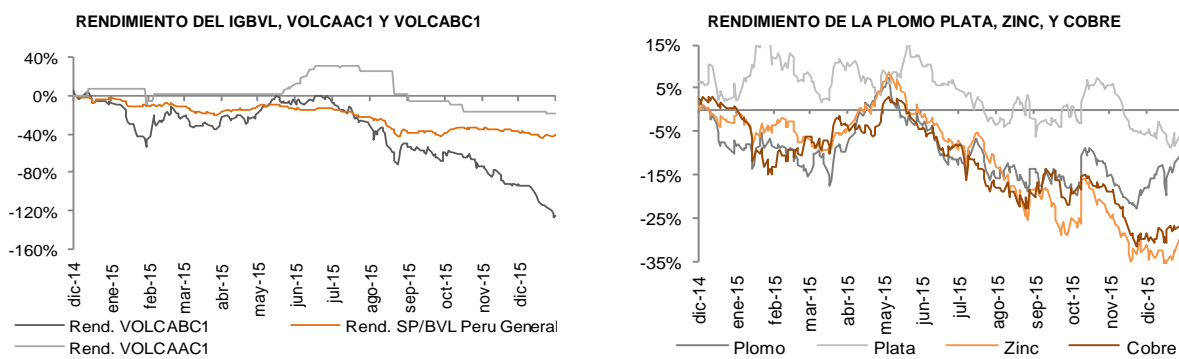
Acción Común Serie A:

Las acciones serie A (VOLCABA1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). Al 31 de diciembre de 2015, el número de acciones en circulación de esta serie fue de 1,633,414,553, con un valor nominal de S/. 1.00 cada una. La cotización al cierre ascendió a S/. 1.09 (diciembre 2014: S/. 1.50). Es de resaltar que la acción es poco líquida, debido a su naturaleza que recae en el control de la Compañía; por 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 31 de diciembre de 2015 sumaron 2,443,157,622 acciones, con un valor nominal de S/. 1.00 cada una. Su cotización al cierre del 2015 fue de S/. 0.19 (diciembre 2014: S/. 0.72). A partir del análisis de sensibilidad desde el año 2010, se calculó un beta de 1.163, utilizando como indicador de mercado al índice SP/BVL Peru General (SPBLPGPT)¹³. Cabe resaltar que la acción VOLCABC1 presenta una liquidez del 100%. Asimismo, las acciones serie B presentan un mayor riesgo que el mercado y alta correlación con el mismo.



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

Al cierre del 4T 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	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 Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

¹³Este 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.

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.						
HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Acciones Comunes Serie A	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
Perspectiva	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (M USD)						
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Activo Corriente	479,358	544,359	1,165,073	964,232	848,656	721,386
Activo Corriente Prueba Ácida	408,430	446,814	1,046,329	855,997	651,420	614,418
Activo No Corriente	1,022,208	1,236,438	1,478,140	1,949,502	2,148,399	1,831,209
Activo Total	1,501,566	1,780,797	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,552,595
Pasivo Corriente	327,986	344,379	427,180	561,652	607,925	535,932
Pasivo No Corriente	152,824	197,525	839,091	876,955	898,084	989,164
Pasivo Total	480,810	541,904	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,525,096
Total Patrimonio	1,020,756	1,238,893	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,027,499
Deuda Financiera	42,911	60,503	706,145	720,571	838,095	836,276
Corto Plazo	37,450	45,538	92,903	108,127	217,825	212,705
Largo Plazo	5,461	14,965	613,242	612,444	620,270	623,571
ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)						
Ventas Netas	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514
Costo de ventas	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738
Utilidad Bruta	476,832	597,916	441,836	371,390	176,605	132,776
Utilidad Operativa	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148
Gastos Financieros	2,982	19,354	35,444	23,823	33,321	43,763
Utilidad Neta	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA y Cobertura						
Total Ingresos (12 meses)	980,600	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514
Costos de Ventas (12 meses)	503,768	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738
Utilidad Neta (12 meses)	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912
Margen neto (acum. en el periodo)	25.84%	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%
EBIT (12 meses)	381,265	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148
Depreciación y Amortización (12 meses)	109,155	113,377	120,953	117,823	161,496	155,026
EBITDA (12 meses)	490,420	623,732	478,130	385,756	256,884	217,174
Gastos Financ. (12m) + Deuda PC de LP (12 m)	40,432	64,892	48,347	37,926	48,930	60,752
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	9.43	7.86	7.39	7.06	1.95	1.02
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	12.13	9.61	9.89	10.17	5.25	3.57
Solvencia						
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.09	0.11	0.56	0.50	0.56	0.55
Pasivo Total / Patrimonio	0.47	0.44	0.92	0.98	1.01	1.48
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.09	0.10	1.48	1.87	3.26	3.85
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0.98	0.87	2.65	3.73	5.86	7.02
Rentabilidad						
ROA (12 meses)*	18.17%	20.04%	9.54%	6.24%	1.92%	-16.36%
ROE (12 meses)*	26.43%	29.11%	16.13%	12.16%	3.83%	-36.05%
Margen Bruto	48.63%	49.35%	37.49%	31.94%	16.94%	16.71%
Margen Operativo	38.88%	42.12%	30.31%	23.04%	9.15%	7.82%
Margen Neto	25.84%	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%
Liquidez						
Liquidez General	1.46	1.58	2.73	1.72	1.40	1.35
Prueba Ácida	1.25	1.30	2.45	1.52	1.07	1.15
Capital de Trabajo	151,372	199,980	737,893	402,580	240,731	185,454
Rotación						
Rotación de cuentas por cobrar*	61	38	35	43	29	25
Rotación de cuentas por pagar*	75	87	91	114	95	90
Rotación de inventarios*	51	57	58	49	44	54
Ciclo Operativo	37	8	2	-22	-22	-11
Indicadores de Mercado						
UPA "A" (USD)	0.10	0.11	0.06	0.05	0.01	0.03
UPA "B" (USD)	0.16	0.18	0.10	0.08	0.02	0.02
Precio/UPA "A" (veces)	50.26	42.67	68.34	45.30	107.61	31.33
Precio/UPA "B" (veces)	23.61	16.99	25.02	14.74	30.96	8.17
Dividendo "A"	0.10	0.11	0.08	0.04	0.02	0.01
Dividendo "B"	0.10	0.12	0.08	0.04	0.02	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.03	0.04	0.03	0.04	0.03	0.07
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.20	0.22	0.24	0.47	0.61	0.58
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.17	0.22	0.26	0.58	0.85	2.21

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