

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

Fecha de comité: 10 de mayo de 2016 con EEFF¹ al 31 de marzo de 2016 **Sector Minero, Perú**

Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes Serie A	PC,N2	Estable
Acciones Comunes Serie B	PC,N2	Estable
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo	p1	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.

p1: Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.

“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 2 a las acciones comunes Serie A y Serie B, y p1 al Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Volcan Compañía Minera S.A.A. La decisión se sustenta en el nivel de flujo de caja que sostiene la empresa, lo cual junto a activos realizables deriva en adecuados indicadores de liquidez. Asimismo, si bien el nivel de EBITDA y su respectivo margen han sido afectados en los últimos periodos por la coyuntura de menores cotizaciones, la cobertura de generación (EBITDA) a la deuda financiera no se alteraría significativamente ante la emisión del programa evaluado. Ello debido a que la estructura de la emisión contempla como destino de los fondos captados el reemplazo de obligaciones financieras de corto plazo que actualmente mantiene la Compañía. Adicionalmente, considera que Volcan maneja un Plan de Contingencia que le permitiría gestionar alternativas ante un probable escenario ácido en las cotizaciones de los commodities. 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

- **Resultados afectados por la tendencia decreciente en la cotización de los metales pero buen manejo de caja que mantiene niveles adecuados de liquidez.** Las ventas del negocio minero han seguido una tendencia decreciente debido a la caída de los precios de los principales metales como la plata, plomo y zinc. Asimismo, influyó la significativa disminución de ventas de concentrados de terceros, en línea con la decisión tomada por la empresa en el 2014 al ser un negocio con 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) y mayor recuperación en el proceso productivo. A pesar de dicho contexto, Volcan ha sostenido un nivel de generación de caja que resulta adecuado para cumplir con sus obligaciones de corto plazo; lo cual junto a activos corrientes, determina indicadores de liquidez estables en el tiempo.
- **Menor costo unitario de producción que mitiga parcialmente el efecto de bajos precios.** La Compañía logró reducir los costos unitarios (USD/TM) en todas sus UM soportado en los menores costos de producción. La eficiencia en costos es explicada por las medidas adoptadas para disminuir la carga operativa 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.
- **Emisión de deuda destinada al reemplazo de obligaciones de corto plazo que no afectaría el nivel de cobertura.** Dado el contexto de mercado al que se encuentra expuesta la Empresa, en los últimos periodos han presentado mayores necesidades de caja, lo que derivó en mayor financiamiento bancario de corto plazo destinado al capital de trabajo. Respecto a las últimas, la empresa diversificaría sus fuentes mediante la emisión en el mercado de valores para el reemplazo de algunos de sus pasivos financieros corrientes. En ese sentido, se estima el mantenimiento de sus niveles de apalancamiento. De otro lado, si bien el nivel de EBITDA fue afectado por la coyuntura actual de menores precios, no se espera la alteración significativa de los indicadores de cobertura.

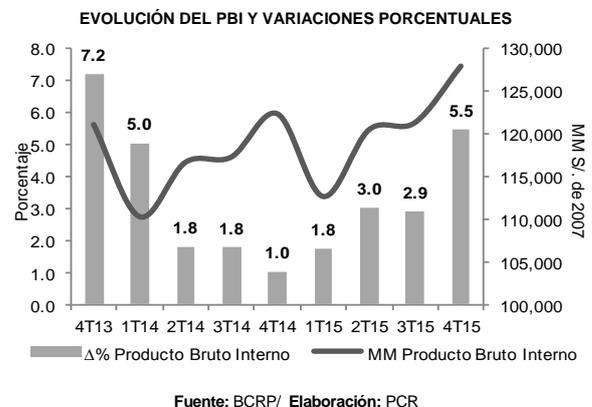
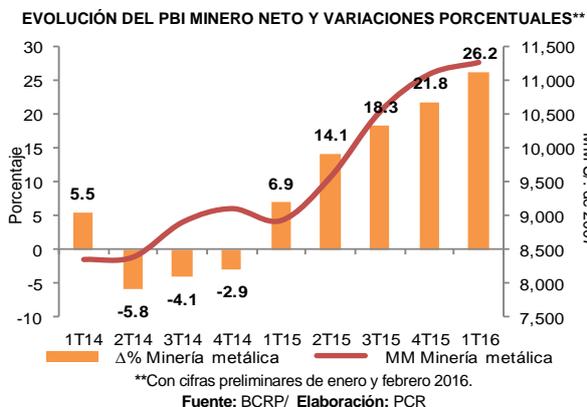
¹ No auditados

- **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 Alparmarca (mina Rio Pallanga) sobre este metal.

Sector²

El Perú es un país minero por excelencia dada la calidad de los yacimientos y diversidad de los mismos. Así, el país posee grandes reservas de minerales, siendo uno de los productores más importantes a nivel mundial. Según el Reporte de tendencias en exploración del SNL Metals & Mining³, el Perú se ubica como el séptimo puesto entre los países y regiones con mejor destino en exploración minera. La relevancia del sector también se refleja en su participación en la estructura del PBI peruano; así, la minería metálica se ubica como el tercer sector más importante de la economía local (8.3% del PBI global), detrás del sector servicios (49.2%), que agrupa un conjunto de servicios comerciales, financieros, técnicos; y del sector manufacturero (13.5%). Asimismo, al 1T 2016, los productos mineros⁴ representaron el 55.34% del total de exportaciones peruanas siendo los principales el cobre, el oro, el plomo, el zinc y la plata en términos monetarios

A partir de las cifras reportadas por el BCRP a febrero 2016, el crecimiento promedio del PBI minero metálico ascendió a 26.2%, lo cual refleja la mayor producción nacional de cobre como consecuencia de la mayor actividad de Cerro Verde tras su ampliación, aunado a la puesta en marcha del proyecto Las Bambas (desde finales del 2015). Asimismo, destaca el incremento de producción de metales como plata (+13.95%), oro (+7.31%), molibdeno (+14.75%) y plomo (+1.65%). Al contrario, se registró la reducción de producción de zinc (-7.00%), hierro (-8.27%) y estaño (-6.59%). En términos de expectativas de crecimiento, el BCRP⁵ estima un avance de 11.2% en el sector minería metálica para el 2016, sustentado en el incremento de producción de cobre proveniente de Cerro Verde (550 MTM) y Las Bambas (250 MTM) para este año. En tanto, para el 2017 se espera un menor crecimiento, siendo de 9.4%.



Plata

La producción argentífera nacional al 1T 2016 alcanzó los 37.80 MM Oz (+13.97% vs 1T 2015) que fue impulsado principalmente por el avance en producción de las Compañías mineras Antamina (+93.92%), Buenaventura y El Brocal (+9.46%) y Milpo⁶ (+4.14%). Dicho crecimiento fue parcialmente mitigado por la menor producción de Volcan (-4.16%) afectado a la vez por la suspensión de operaciones de la mina Paragsha (UM Cerro de Pasco) y reducción de producción de la UM Chungar. Respecto a la evolución de la cotización de la onza de plata, durante el 1T 2016 mantuvo una evolución ligeramente al alza respecto a lo observado durante los últimos meses del 2015; al cierre del trimestre alcanzó un precio promedio de 14.85 USD/Oz, contrastando con los 16.75 USD/Oz del 1T 2015. 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.

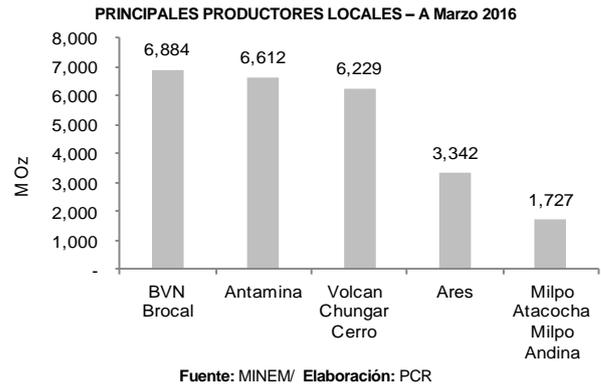
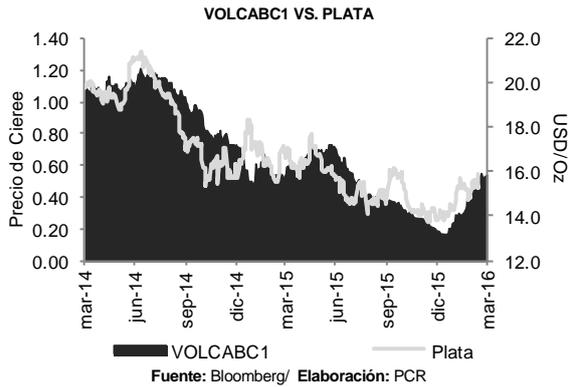
² Cabe indicar que para los datos utilizados en los gráficos y variaciones en volúmenes producidos por los Principales Productores Locales se emplea la información reportada oficialmente por el MINEM. La diferencia existente de volúmenes de producción entre ésta información y la reportada por Volcan reside en la inclusión de contenidos marginales tomados en cuenta por el MINEM.

³ "World Exploration Trends 2016". SNL Metals & Mining.

⁴ BCRP. Incluye productos metálicos, siderometalúrgicos, metalmeccánico y joyería.

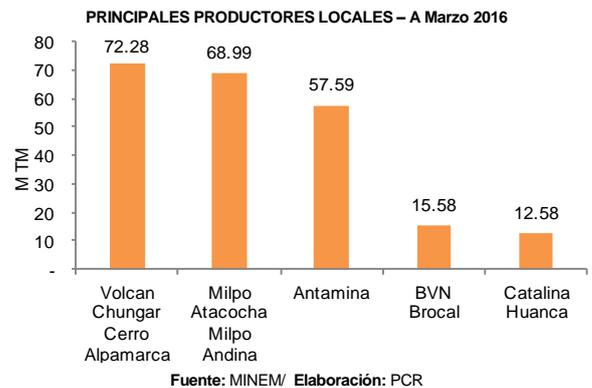
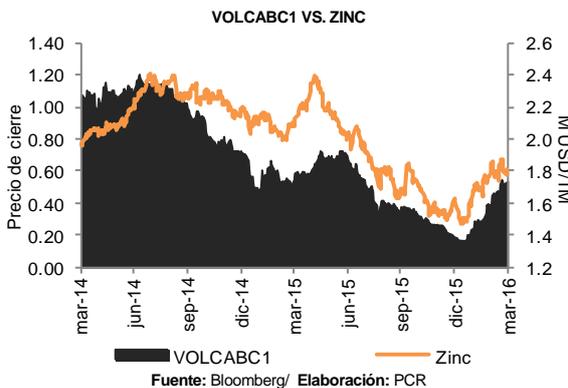
⁵ BCRP – Reporte de inflación Marzo 2016.

⁶ Incluye Atacocha y Milpo Andina



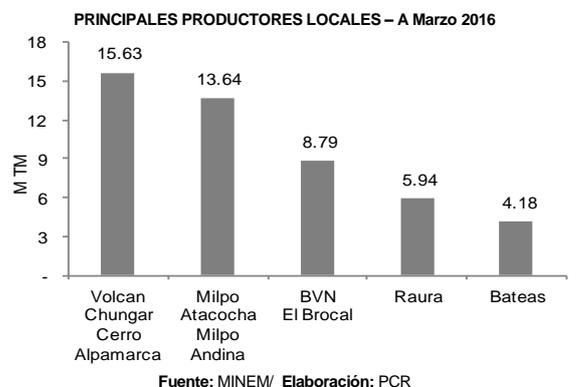
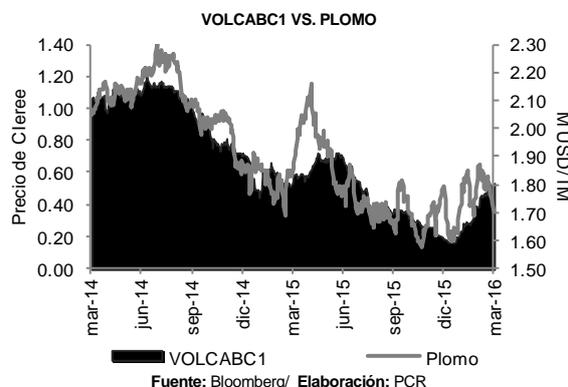
Zinc

Al 1T 2016, la producción nacional de zinc acumuló 320 M TM, siendo menor en -6.95% respecto al mismo periodo del año 2015, producto de las menores recuperaciones alcanzadas en las principales minas productoras de este metal. Así, se registró una menor producción de zinc en Milpo (-21.55%) y Antamina (-9.19%). No obstante, ello fue contrastado parcialmente por lo obtenido por Volcan y sus subsidiarias (+4.37%). En tanto, el precio promedio (1T 2016) del zinc se ubicó en 1,684 USD/TM, siendo menor en 19.44% respecto al 1T 2015; sin embargo, presentó una ligera mejora frente promedio del último trimestre del 2015 (1,633 USD/TM). La variación respecto al 1T 2015 fue explicada por la caída de la demanda global de zinc, así como el nivel de oferta que aún se mantiene a nivel global.



Plomo

Para este metal la producción nacional avanzó a 78 MTM (1T 2015: 77 MTM) como consecuencia del crecimiento de producción en importantes yacimientos de empresas como Milpo⁷ (+47.28%), Volcan (+2.57%) y Raura (+20.92%). Lo anterior contrarrestó la disminución registrada en Buenaventura y El Brocal, cuya producción pasó de 10.9 MTM (1T 2015) a 8.8 MTM (1T 2016). Respecto al precio, la cotización promedio del plomo pasó de 1,820 USD/TM (1T 2015) a 1,740 USD/TM (1T 2016) guiado por la tendencia de la oferta global, la desaceleración de la economía China y el fortalecimiento del dólar.

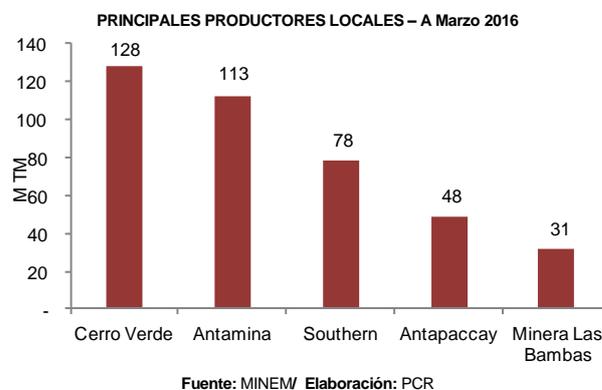
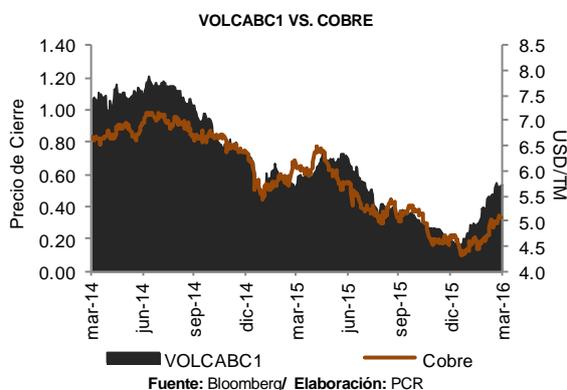


Cobre

La producción nacional de cobre registró un incremento sustancial alcanzando los 514 MTM (+51.03% vs 1T 2015) guiado por el aporte de principales proyectos como Las Bambas, Constancia y Toromocho que entraron en operación durante los últimos meses

⁷ Incluye Atacocha, Milpo y Milpo Andina

del 2015. Asimismo, como consecuencia de las ampliaciones en sus operaciones, las compañías Cerro Verde y Antamina presentaron mayor producción de cobre en +47.13% y 42.60%, respectivamente. Por su parte, el precio promedio del cobre registró una recuperación respecto al desempeño del 4T 2015; no obstante, registró una disminución de 19.85% vs 1T 2016 (precio promedio 1T 2016: 4,678 USD/TM). Dicha variación responde a 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.



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: 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. 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 Alpamarca. 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 Alpamarca 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 Alpamarca 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 marzo 2016, 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".

ACCIONISTAS (MARZO 2016)						
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación	
Familia Letts	A	46.97%	AFP Prima Fondo 2	B	12.12%	
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.16%	AFP Integra Fondo 2	B	11.82%	
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%	Otros	B	62.56%	
Total		100.00%	Total		100.00%	

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

Además, se eligió como Presidente del Directorio al Sr. José Picasso Salinas y como Vicepresidente al Sr. José Ignacio de Romaña Letts. Asimismo, el comité ejecutivo se encuentra 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	Roberto Servat Pereira de Sousa	Gte. de Responsabilidad Social
Pablo Moreyra Almenara	Director	Alfonso Rebaza González	Gte. Legal
Madeleine Osterling Letts	Director	Paolo Cabrejos Martin	Gte. Comercial
Irene Letts Colmenares De Romaña	Director	César Farfán Bernaldes	Gte. Exploraciones Regionales
Daniel Mate Badenes	Director	David Brian Gleit	Gte. de Relaciones con Inversionistas
		Jorge Simón Chávez Manrique	Gte. de Geología
		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. Alpamarca

** Desde diciembre 2015

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

Desarrollos Recientes

- El 31 de marzo de 2016, en Junta General de Accionistas, se acordó reducir el capital social de la Compañía, pasando este de S/. 4,076.57MM a S/. 3,546.62MM mediante la disminución del valor nominal de todas las acciones clase A y clase B, de S/. 1.00 a S/. 0.87.
- 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 Alpamarca 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.

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. En primer lugar, se considera el 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; esta mina se encuentra en suspensión operacional desde noviembre del 2015. 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.

UNIDADES OPERATIVAS								
Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					mar-16	mar-15	Variación	
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	11,350	984	983	1	0.10%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
Cerro de Pasco	Carahuacra Norte	Tajo abierto		2,500	0	98	-98	-100.00%
	Paragsha**	Subterránea	Paragsha					
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Expedito***					
Chungar	Vinchos***	Subterránea		5,500	509	479	30	6.26%
	Animón	Subterránea	Animón					
Alpamarca	Islay	Subterránea		2,500	224	206	18	8.74%
	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca					
Planta de Óxidos*	Río Pallanga	Subterránea		2,500	226	97	129	132.99%
	Stockpiles		Óxidos					
Total				24,350	1,943	1,863	80	4.29%

*Planta de Óxidos alcanzó una producción al 100% de su capacidad en junio 2015. Los volúmenes a marzo 2015 corresponden a la fase de ajustes operativos.

**La mina Paragsha se encuentra en suspensión desde noviembre 2015.

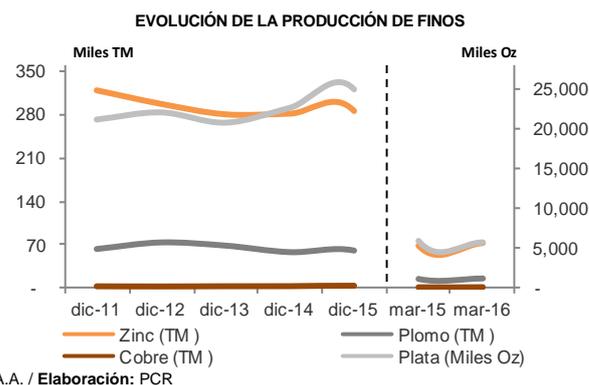
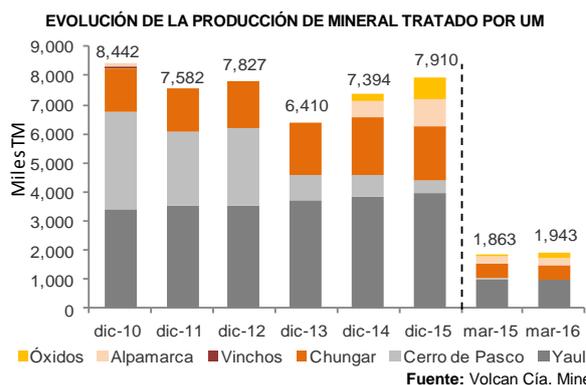
***La mina Vinchos se encuentra en suspensión por decisión de la Compañía desde el 29/12/2014. La Planta San Expedito paralizó operaciones en noviembre de 2015.

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

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 1T 2016, el tratamiento de mineral acumulado fue de 0.23MM de TM con contenido de 1.00MM Oz/Ag y 933 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. Al cierre del 1T 2016, la planta concentradora procesó 224 MTM de mineral.

En términos de producción, el nivel de tratamiento al 1T 2016 alcanzó los 1,943 MTM, siendo mayor en 4.29% respecto al mismo periodo del año anterior. En particular, el mayor mineral tratado responde, principalmente, a la producción de la Planta de Óxidos (132.99% A/A) que alcanzó el 100% de capacidad de operación (2,500 tpd) en junio 2015. Asimismo, la evolución del volumen tratado se deriva del aporte de las UM Alpamarca, UM Chungar y UM Yauli cuyos volúmenes crecieron en 8.74%, 6.26% y 0.10%, respectivamente. Cabe indicar que las variaciones mencionadas lograron contrarrestar la nula producción de la UM Cerro de Pasco para el 1T 2016, lo cual se encuentra en línea con la reducción prevista de operaciones de dicha unidad.



Respecto a la producción de finos, Volcan obtuvo el incremento de todos los tipos de finos contenidos en sus concentrados, a excepción de los finos de plata. En ese sentido, el volumen de finos de zinc y plomo aumentaron en 6.09% (+4.10 MTMF A/A) y 5.59% (+0.80 MTMF A/A), respectivamente, dada las mayores leyes de cabeza en la UM Yauli y los aportes de las UM Chungar y UM Alpamarca. Asimismo, los finos de cobre pasaron de 1.1 MTMF (marzo 2015) 1.2 MTMF (marzo 2016) sustentado en las mayores leyes de la UM Yauli y producción de la UM Chungar. En contraste, los finos de plata disminuyeron a 5.8 MM Oz (marzo 2015: 5.9 MM Oz) como consecuencia de la suspensión de operaciones de la mina Paragsha (UM Cerro de Pasco) y la menor producción de la UM Chungar; sin embargo, su efecto fue mitigado, en parte, por la producción alcanzada en la Planta de óxidos, considerando que opera al 100% de capacidad desde junio 2015, aunado al aporte de la UM Yauli.

PRODUCCIÓN DE FINOS (Acumulado a marzo 2016)

Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Plata		Total		Var %
	mar-16	mar-15	mar-16	mar-15	mar-16	mar-15	mar-16	mar-15	mar-16	mar-15	mar-16	mar-15	
Zinc (MTM)	46.0	41.7	-	2.6	22.9	21.1	2.5	1.8	-	-	71.4	67.3	6.09%
Plomo (MTM)	7.4	5.8	-	1.2	5.8	6.1	1.8	1.2	-	-	15.1	14.3	5.59%
Cobre (MTM)	0.8	0.6	-	-	0.4	0.3	0.1	0.2	-	-	1.2	1.1	9.09%
Plata (MM Oz)	3.2	3.1	-	0.3	1.1	1.3	0.5	0.7	1.0	0.6	5.8	5.9	-1.69%
Oro (M Oz)	0.6	-	-	-	-	-	-	-	0.9	0.8	1.5	0.8	94.79%

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, 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.) 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 cierre del 1T 2016 estas C.H. acumularon una producción de 38.7 GWh. Además, se considera la C.H. Tingo cuya producción fue de 2.3 GWh que aportó al consumo de energía de la Compañía. 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 29.2 GWh para el 1T 2016, ésta vende su energía a clientes libres y regulados del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN). En tanto, 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 (1T 2016: 90% 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.

Inversiones

Al 1T 2016, las inversiones de Volcan fueron de USD 18.5MM, representando una reducción de 56.5% respecto al mismo periodo del año 2015. Dicho comportamiento responde, en primer lugar, a la menor inversión asociada a la actividad minera, la cual pasó de USD 36.1MM (marzo 2015) a USD 16.7MM (marzo 2016), en línea con la culminación de la construcción de la Planta de Óxidos, disminuyendo los gastos de inversión en proyectos de crecimiento (-97.7% A/A). Adicionalmente, la inversión en unidades operativas disminuyó en 42.5% dado la priorización en áreas de sostenibilidad de las operaciones futuras.

INVERSIONES (MM USD)

Inversiones Consolidadas	mar-16	mar-15	Variación	
Minería	16.7	36.1	-19.4	-53.7%
Unidades Operativas	16.1	28.1	-12.0	-42.5%
Exploración Local	0.1	3.1	-3.0	-97.8%
Desarrollo	9.6	13.5	-3.9	-29.4%
Plantas y Relaveras	1.6	3.2	-1.6	-48.2%
Mina e Infraestructura	4.1	7.0	-2.9	-41.2%
Energía en Unidades	0.5	0.6	-0.1	-12.0%
SopORTE y Otros	0.2	0.6	-0.4	-64.5%
Exploraciones Regionales	0.4	0.6	-0.2	-30.7%
Crecimiento y Otros	0.2	7.4	-7.2	-97.7%
División de energía	1.7	6.4	-4.7	-72.6%
Total	18.5	42.5	-24.0	-56.5%

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

Por su parte, las inversiones en la División de Energía se redujeron en 72.6% en contraste con el 1T 2015, explicado por la fase en la construcción de la C.H. Rucuy, la cual, según lo reportado por la Compañía se encontraba en un 90% de avance al 1T 2016.

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

Reservas⁸

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee⁹ (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.

Análisis Financiero

Eficiencia Operativa

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

Al cierre del 1T 2016, las ventas después de ajustes del **negocio minero** (producción propia) ascendieron a USD 169.50MM, siendo menores en USD 15.00MM (-8.13%) respecto al mismo periodo del año 2015. La disminución de ingresos estuvo explicada principalmente por la significativa caída en las cotizaciones de los metales que vende la Compañía; en detalle se registró las reducciones de los precios promedios de venta del zinc, plata, cobre y plomo en -20.31%, -10.78%, -17.64% y -

⁸ Información actualizada anualmente.

⁹ 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.

3.66%, respectivamente. No obstante, lo anterior fue mitigado parcialmente por el efecto positivo del resultado en coberturas, el cual pasó de una pérdida de USD 3.10MM (1T 2015) a una ganancia por instrumentos de cobertura de USD 11.90MM (1T 2016).

Por su parte, el costo de ventas del negocio minero alcanzó los USD 123.70MM (-USD 23.50MM, -15.96% vs 1T 2015) producto de (i) la disminución del costo de producción directo (-7.9%), dado los menores volúmenes vendidos de concentrados, y (ii) la reducción de la carga por depreciación y amortización, en línea con los ajustes por desvalorización aplicados en el último trimestre del 2015 a los activos fijos, activos intangibles y existencias. De igual manera, la carga operativa, entendida como la suma de los gastos administrativos y gastos de ventas, mejoró hasta USD 15.60MM (1T 2015: USD 18.40MM) explicado principalmente por la adopción de medidas entre las que destaca los menores pagos por primas de seguro y racionalización de los gastos en personal y consultorías, entre otros gastos administrativos. En ese sentido, el resultado operativo del negocio minero al 1T 2016 fue de USD 40.00MM (+USD 19.60MM, +96.08% vs 1T 2015), derivando en un margen operativo de 23.60% (1T 2015: 11.06%).

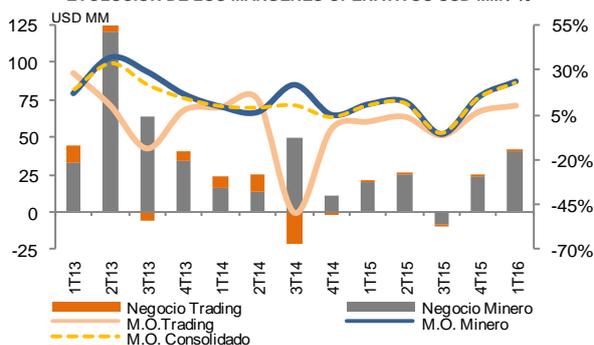
En términos del costo unitario en las operaciones de la Compañía, éste se ubicó en 48.20 USD/TM, significando una reducción de 15.14% respecto al 1T 2015 (56.80 USD/TM). La eficiencia alcanzada en costos obedece a las medidas implementadas por la Compañía en los últimos años. Entre las medidas adoptadas 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. Cabe resaltar, además, el efecto positivo de la devaluación del nuevo sol frente al dólar, así como la disminución del precio del petróleo, los cuales tuvieron un efecto positivo en el costo total de producción. Desde la perspectiva de costo unitario por UM, se presentó la reducción de costos en todas las UM operativas (Alpamarca -33.16% A/A, Yauli -6.06% A/A y Chungar -2.23% A/A). Asimismo, la Planta de Óxidos alcanzó un costo unitario ascendente a 39.30 USD/TM, considerando que inició operaciones en junio 2015.

En tanto, las ventas del **negocio de trading** (comercialización de concentrados de terceros) disminuyeron, pasando de USD 19.00MM (1T 2015) a USD 13.90MM (1T 2016), lo cual responde a la decisión del comité ejecutivo de la Compañía (setiembre 2014) en donde se determinó limitar la compra de concentrados de terceros debido al margen poco significativo que resultaba de este negocio, así como por su impacto en el resultado consolidado de Volcan. Por ello, las ventas estimadas para los próximos periodos de este negocio contemplan solo el cumplimiento de contratos pactados en periodos anteriores, los cuales representarían menores tonelajes a vender, con fechas de vencimiento aproximada hasta el año 2017. Dado este comportamiento, la participación de ventas antes de ajustes del negocio trading participaron del 7.90% del consolidado de la Compañía (1T 2015: 9.21%).

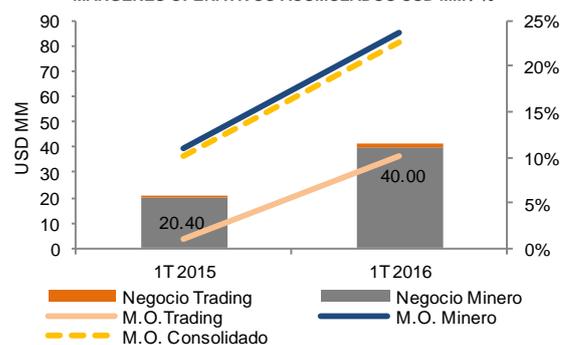
La menor compra de concentrados de terceros derivó en menores costos de ventas (-33.15% A/A) para este negocio, así como en la reducción de los gastos de ventas (-60.80% A/A) que incluye conceptos como fletes y embarques. Ello determinó un resultado operativo del negocio de trading ascendente a USD 1.40MM (1T 2015: USD 0.20MM), con un margen de 10.07%. Es de mencionar 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 relación al resultado consolidado de Volcan (negocio minero + negocio trading), los ingresos netos alcanzados al 1T 2016 fueron de USD 183.41MM, siendo menores en 9.88% (-USD 20.11MM) respecto al 1T 2015. El retroceso de las ventas fue guiado por la reducción de los precios promedio de venta de los metales, aunado a las menores ventas de concentrados de terceros, según lo esperado. Adicionalmente, los ingresos fueron influenciados por los ajustes netos positivos obtenidos al 1T 2016; dichos ajustes fueron soportados a su vez por la ganancia por instrumentos de cobertura, cuyo saldo pasó de -USD 2.10MM (1T 2015) a USD 11.80MM (1T 2016).

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES OPERATIVOS USD MM / %



MÁRGENES OPERATIVOS ACUMULADOS USD MM / %



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

Con el objetivo de realizar un análisis más detallado, PCR decidió descomponer los márgenes por trimestre. En ese sentido, se observa que los márgenes del negocio minero siguieron una tendencia decreciente desde el 2T 2013 como consecuencia de la caída de los precios de los metales; no obstante, para los últimos trimestres se ha mantenido un comportamiento más estable y creciente por la eficiencia en costos alcanzada, así como el aporte de las UM Yauli, UM Alpamarca y la Planta de Óxidos que entró en operación en junio 2015. Por otro lado, el negocio trading ha presentado márgenes operativos de naturaleza más volátil, debido al efecto de las menores ventas de concentrados de terceros en relación a la evolución de sus costos. Así, los márgenes operativos al 1T 2016 se ubicaron en 23.60% (negocio minero) y 10.07% (negocio trading), estos en conjunto derivaron en una mejora del desempeño operativo de la Compañía a 22.63%.

En línea con lo explicado, el EBITDA¹⁰ a 12 meses terminó en USD 229.02MM (marzo 2015: USD 264.40MM, diciembre 2015: USD 217.17MM), explicado por la disminución de las cotizaciones de los metales que afectaron el nivel de ingresos de la empresa, lo cual fue mitigado, en parte, por la disminución en los costos de producción, gastos administrativos, aunado a los efectos positivos de la depreciación del nuevo sol y menor precio del petróleo para el periodo analizado. PCR considera que para los siguientes trimestres del 2016 el desarrollo de operación de la Planta de Óxidos (alcanzada al 100% en junio 2015), la progresiva reducción del negocio de comercialización de concentrados de terceros y las eficiencias adicionales en términos de costos, explicarían el comportamiento de los márgenes, limitado a su vez por el desempeño del precio de los principales metales.

Rendimiento Financiero

La utilidad neta de Volcan alcanzó la suma de USD 19.35MM, siendo mayor en USD 6.44MM (+49.88%) a lo obtenido al 1T 2015. Asimismo, el margen neto se ubicó en 10.55% (1T 2015: 6.34%). La mejora en el resultado fue explicado por el mayor margen bruto alcanzando, aunado a los efectos positivos de la eficiencia en gastos de ventas y administración registrados. Adicionalmente, influyó el mayor saldo en “otros ingresos” como consecuencia de la inversión en bonos recomprados por la empresa, los cuales aumentaron su valor para el periodo analizado. Es de mencionar que este resultado se obtuvo aún bajo el ligero incremento de los gastos financieros netos, dado que mostraron un crecimiento de 32.03% (+USD 2.08MM). Lo anterior debido a que hasta mayo 2015 la Compañía capitalizaba parte de los intereses de los bonos, al tratarse de una emisión destinada exclusivamente para la construcción de los proyectos Planta de óxidos y UM Alpamarca; no obstante, al entrar en operación dichos proyectos, la empresa empezó a reconocer la totalidad de intereses generados a su emisión internacional.

Liquidez¹¹

La liquidez general de Volcan se situó en 1.28 veces, disminuyendo ligeramente respecto al cierre del 2015 (1.35 veces) al presentarse un incremento relativamente mayor del pasivo corriente (+10.99%) en relación a la variación del activo corriente (+5.27%). Respecto al activo de corto plazo (marzo 2016: USD 759.41MM), su evolución positiva responde principalmente al aumento de las “otras cuentas por cobrar”, las cuales acumularon una porción corriente de USD 380.05MM (+USD 27.69MM, +7.86% vs diciembre 2015) y se encuentra compuesta, en mayor medida, por el crédito fiscal por IGV a favor de la Compañía (significando que las compras fueron mayores a las ventas, excluyendo exportaciones), préstamos para capital de trabajo a empresas relacionadas, y préstamos a terceros bajo una tasa de interés de mercado. Asimismo, influyó en el activo corriente el incremento de las cuentas por cobrar comerciales que sumaron USD 73.42MM, en línea con las ventas alcanzadas y similar al mismo periodo del año anterior. Cabe resaltar que se registró la disminución en la cuenta “otros activos financieros” (-USD 2.11MM, -14.56% vs diciembre 2015) sustentado en el menor valor de los instrumentos derivados de cobertura liquidados y derivado implícito por la venta de concentrados, dado los menores volúmenes vendidos.

En tanto, el pasivo corriente terminó en USD 594.85MM (diciembre 2015: USD 535.93MM) derivado del incremento de deuda de corto plazo, en particular, por el mantenimiento de contratos currency swap USD/PEN (USD 110.00MM) como coberturas por tasas de interés relacionados a la deuda financiera que mantiene. Asimismo, las obligaciones corrientes corresponden al saldo por sobregiros bancarios, que pasaron de USD 14.04MM (diciembre 2015) a USD 31.41MM (marzo 2016), así como por préstamos bancarios destinados a cubrir las necesidades de capital de trabajo con instituciones como Scotiabank (USD 80.00MM) e ITAU Unibanco (USD 33.00MM). 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.

En esta línea, el capital de trabajo se mantuvo positivo en USD 164.56MM (diciembre 2015: USD 185.45MM). Por su parte, el ciclo operativo fue de -6 días al cierre del 1T 2016, derivado de un periodo promedio de cobro (PMC) ascendente a 34 días (diciembre 2015: 25 días), así como por un plazo promedio de pago (PMP) de 94 días (diciembre 2015: 90 días). Finalmente, cabe mencionar que el periodo promedio de inventarios¹² se mantuvo en 54 días.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

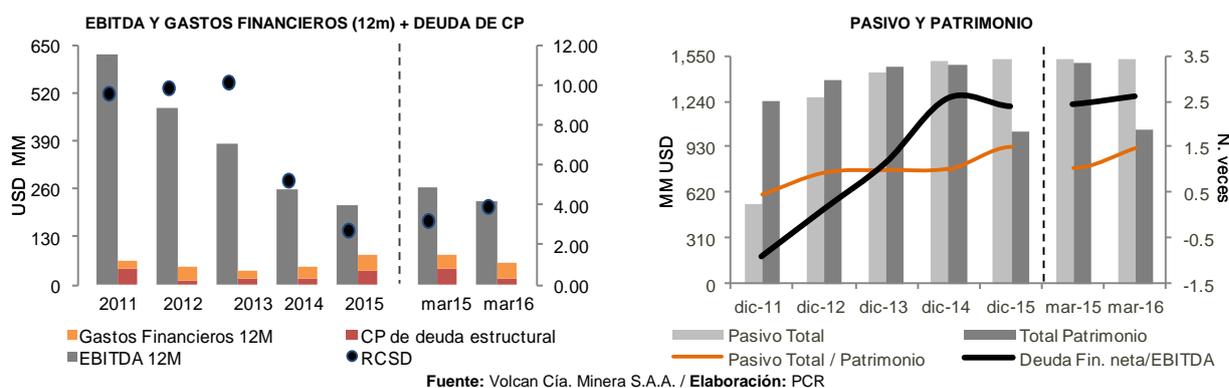
¹² No considera el inventario de Stockpiles de Óxidos ya que estos se derivan de una revalorización.

Solvencia

A marzo 2016, la Compañía registró un pasivo total de USD 1,530.80MM (59.32% del total de fondeo), significando un incremento mínimo de 0.37% (+USD 5.70MM) respecto al cierre del 2015. La composición del pasivo se distribuye principalmente en pasivos de largo plazo, que representaron el 61.14% del total de pasivos y 36.27% del total de fondeo, y son destinados al financiamiento de los proyectos en unidades mineras y nuevos desarrollos de Volcan.

A partir de lo anterior, al cierre de marzo 2016, las obligaciones financieras de largo plazo de la Compañía fueron de USD 583.66MM. Dicha deuda 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, cuyo saldo al 1T 2016 asciende a USD 549.76MM (vencimiento en febrero 2022, tasa de interés fija anual de 5.375% y pago de intereses semestral), que tuvo como objetivo el financiamiento de los proyectos Alpamarca y Planta de Óxidos. Entre otras de sus características, esta 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), se ubicó en 3.93 veces (marzo 2015:3.23 veces), lo cual aun se considera como adecuado. Por su parte, la evolución del EBITDA afectada por el efecto de menores cotizaciones, derivó en un ratio Deuda Financiera Neta¹³/EBITDA de 2.75 veces (marzo 2015: 2.64 veces).

Es preciso mencionar que el pasivo de largo plazo también estuvo influenciado por la reducción de la cuenta “otros pasivos financieros” que terminaron en USD 109.39MM (-USD 34.56MM, -24.01%). 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. A marzo 2016, la posición pasiva neta de dichos instrumentos fue de USD 135.99MM (diciembre 2015: USD 171.34MM), disminuyendo derivado del cambio en el valor razonable de los instrumentos derivados utilizados por la empresa.



Como segunda fuente de fondeo, el patrimonio de Volcan ascendió a USD 1,049.74MM (diciembre 2015: USD 1,027.50MM), cuyo incremento responde al efecto neto del reconocimiento de pérdidas acumuladas y disminución del valor nominal de las acciones representativas del capital social de la empresa. Así, mediante la Junta General de Accionistas con fecha 31 de marzo de 2016 se decidió disminuir el valor del total de acciones de la empresa, pasando estas de S/. 1.00 a S/. 0.87 cada una; dicha variación afectó el saldo de capital social registrado en el balance de Volcan determinando una reducción de USD 278.56MM (-18.19% vs diciembre 2015). Además, el cambio de valor de las acciones afectó la valorización de las acciones de tesorería (-USD 43.73MM, -18.19%); estos valores refieren a las acciones de la empresa que fueron adquiridas por algunas de sus subsidiarias. Por último, se registró la disminución de las reservas de capital, pasando de USD 119.84MM (diciembre 2015) a USD 3.55MM (marzo 2016).

Las fuentes de fondeo permitieron el financiamiento del activo no corriente que terminó en USD 1,821.13MM, siendo menor en USD 10.08MM (-0.55%) frente a diciembre 2015, producto de la disminución del valor del activo fijo neto (-USD 14.94MM, -1.37%) en línea con la depreciación acumulada. Es importante mencionar que respecto al comportamiento histórico, el saldo en activos fijos presentó una disminución al cierre del año 2015 asociado a los ajustes realizados por deterioro de activos.

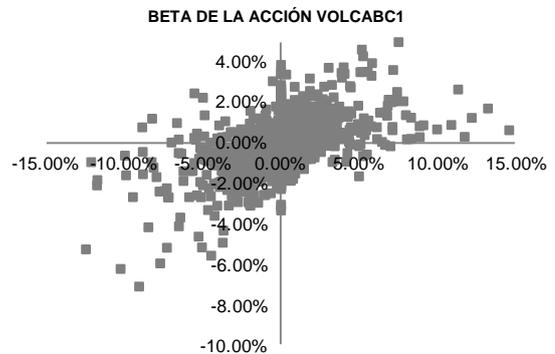
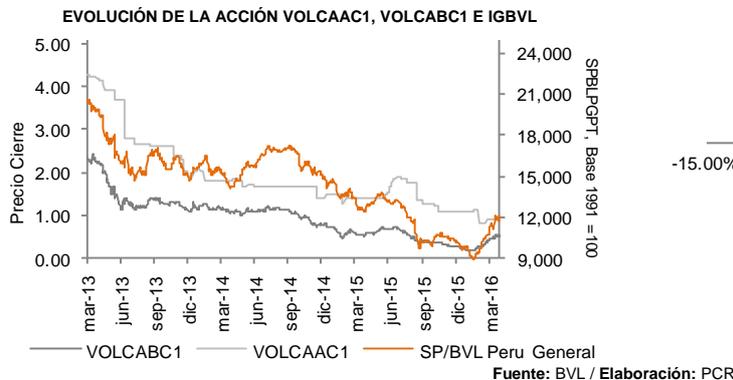
Instrumentos Calificados

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 marzo 2016 el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,175.

¹³ Deuda financiera neta = Deuda financiera – Caja. Cabe indicar que el ratio no incluye la deuda por sobregiros bancarios (marzo 2016: USD 45.46MM), de considerarse dicha deuda el ratio ascendería a 2.95 veces.

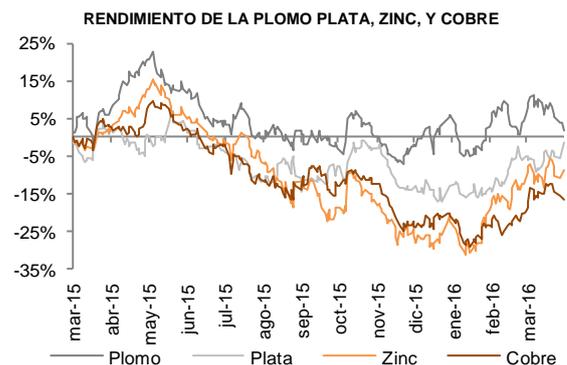
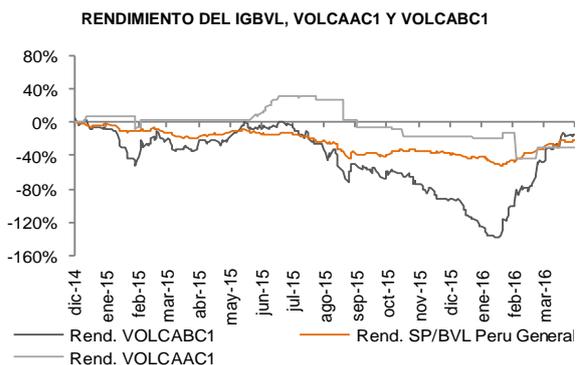
Acción Común Serie A:

Las acciones serie A (VOLCABA1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). Al 31 de marzo de 2016, el número de acciones en circulación de esta serie fue de 1,633,414,553, con un valor nominal de S/. 0.87 cada una. La cotización al cierre fue de S/. 0.90 (marzo 2015: S/. 1.40). 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 marzo de 2016 sumaron 2,443,157,622 acciones, con un valor nominal de S/. 0.87 cada una. Su cotización al cierre del 1T 2016 ascendió a S/. 0.54 (marzo 2015: S/. 0.55). A partir del análisis de sensibilidad desde el año 2010, se calculó un beta de 1.18, utilizando como indicador de mercado al índice SP/BVL Peru General (SPBLPGPT)¹⁴. 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.



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	9.01%	0.006	9.01%
may-12			0.021	
nov-12			0.021	
abr-13	0.03	10.00%	0.0315	10.00%
jun-13			0.0315	
ene-14			0.0315	
mar-14	0.015	9.00%	0.01575	9.00%
ene-15			0.01575	
may-15*			0.01575	

*Aprobado en marzo 2015.
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

¹⁴ 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.

Primer Programa de Papeles Comerciales

El Programa será hasta por un monto en circulación de USD 200.00MM o su equivalente en Nuevos Soles y tendrá una vigencia de 6 años a partir de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores ("SMV"), con posibilidad de ser renovado según lo establecido por el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores-MAV, aprobado por Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01. El Programa comprenderá una o más emisiones de Valores cuyos términos y condiciones serán definidos por las personas designadas por la Empresa. Los términos y condiciones de las emisiones serán informados a la SMV y a los inversionistas a través de los Actos Complementarios de Emisión, los Complementos del Prospecto Marco correspondientes y del Aviso de Oferta.

Los recursos obtenidos de la colocación del Primer Programa de Papeles Comerciales serán destinados para reemplazar la parte de la deuda financiera de corto plazo existente.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DEL PROGRAMA

Características	Primera Emisión
Serie	Una o más series
Monto de la Emisión	Primera emisión hasta USD 50.00MM
Plazo de la emisión	Hasta 1 año
Emisor	Volcan Compañía Minera S.A.
Estructurador	BTG Pactual Perú S.A.C.
Opción de rescate	La Empresa podrá rescatar los Instrumentos de Corto Plazo, de acuerdo con lo señalado en el artículo 330 de la LGS, siempre que se respete lo dispuesto en el artículo 89 de la Ley del Mercado de Valores.
Garantía	Garantía genérica sobre el patrimonio de la Empresa

Fuente: BTG Pactual Perú S.A.C. / Elaboración: PCR

Anexo

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.							
HISTORIAL DE CALIFICACIONES							
	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15	dic-15
Acciones Comunes Serie A	PC N1	PC N2					
Acciones Comunes Serie B	PC N1	PC N2					
Perspectiva	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo	Estable
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (M USD)							
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-15	mar-16
Activo Corriente	544,359	1,165,073	964,232	848,656	721,386	863,277	759,407
Activo Corriente Prueba Ácida	446,814	1,046,329	855,997	651,420	614,418	671,704	657,351
Activo No Corriente	1,236,438	1,478,140	1,949,502	2,148,399	1,831,209	2,157,721	1,821,131
Activo Total	1,780,797	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,552,595	3,020,998	2,580,538
Pasivo Corriente	344,379	427,180	561,652	607,925	535,932	629,928	594,852
Pasivo No Corriente	197,525	839,091	876,955	898,084	989,164	896,702	935,944
Pasivo Total	541,904	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,525,096	1,526,630	1,530,796
Total Patrimonio	1,238,893	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,027,499	1,494,368	1,049,742
Deuda Financiera	60,503	706,145	720,571	838,095	854,603	895,429	867,573
Corto Plazo	45,538	92,903	108,127	217,825	231,032	275,497	283,913
Largo Plazo	14,965	613,242	612,444	620,270	623,571	619,932	583,660
ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)							
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-15	mar-16
Ventas Netas	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514	203,519	183,412
Costo de ventas	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738	165,291	135,797
Utilidad Bruta	597,916	441,836	371,390	176,605	132,776	38,228	47,615
Utilidad Operativa	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148	20,587	41,462
Gastos Financieros	19,354	35,444	23,823	33,321	43,763	11,644	10,635
Utilidad Neta	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912	12,908	19,346
INDICADORES FINANCIEROS							
EBITDA y Cobertura							
Total Ingresos (12 meses)	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514	1,001,428	774,407
Costos de Ventas (12 meses)	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738	831,490	632,244
Utilidad Neta (12 meses)	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912	59,678	-447,474
Margen neto (acum. en el periodo)	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%	6.34%	10.55%
EBIT (12 meses)	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148	92,634	83,023
Depreciación y Amortización (12 meses)	113,377	120,953	117,823	161,496	155,026	171,762	145,993
EBITDA (12 meses)	623,732	478,130	385,756	256,884	217,174	264,396	229,016
Gastos Financieros (12m) + Deuda PC de LP (12 m)	64,892	48,347	37,926	48,930	79,079	81,930	58,210
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	7.86	7.39	7.06	1.95	0.79	1.13	1.43
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	9.61	9.89	10.17	5.25	2.75	3.23	3.93
Solvencia							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.11	0.56	0.50	0.56	0.56	0.59	0.57
Pasivo Total / Patrimonio	0.44	0.92	0.98	1.01	1.48	1.02	1.46
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.10	1.48	1.87	3.26	3.94	3.39	3.79
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0.87	2.65	3.73	5.86	7.02	5.77	6.68
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	20.04%	9.54%	6.24%	1.92%	-16.36%	2.01%	-15.98%
ROE (12 meses)	29.11%	16.13%	12.16%	3.83%	-36.05%	4.03%	-35.18%
Margen Bruto	49.35%	37.49%	31.94%	16.94%	16.71%	18.78%	25.96%
Margen Operativo	42.12%	30.31%	23.04%	9.15%	7.82%	10.12%	22.61%
Margen Neto	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%	6.34%	10.55%
Liquidez							
Liquidez General	1.58	2.73	1.72	1.40	1.35	1.37	1.28
Prueba Ácida	1.30	2.45	1.52	1.07	1.15	1.07	1.11
Capital de Trabajo	199,980	737,893	402,580	240,731	185,454	233,349	164,555
Rotación							
Rotación de cuentas por cobrar	38	35	43	29	25	27	34
Rotación de cuentas por pagar	87	91	114	95	90	77	94
Rotación de inventarios	57	58	49	44	54	45	54
Ciclo Operativo	8	2	-22	-22	-11	-5	-6
Indicadores de Mercado							
UPA "A" (USD)	0.11	0.06	0.05	0.01	0.03	0.00	0.00
UPA "B" (USD)	0.18	0.10	0.08	0.02	0.02	0.01	0.01
Precio/UPA "A" (veces)	42.67	68.34	45.30	107.61	31.33	442.14	189.65
Precio/UPA "B" (veces)	16.99	25.02	14.74	30.96	8.17	104.10	68.20
Dividendo "A"	0.11	0.08	0.04	0.02	0.01	0.02	0.02
Dividendo "B"	0.12	0.08	0.04	0.02	0.01	0.02	0.02
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.04	0.03	0.04	0.03	0.07	0.04	0.04
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.22	0.24	0.47	0.61	0.58	0.65	0.71
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.22	0.26	0.58	0.85	2.21	1.11	0.80

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