

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

Informe con EEFF¹ al 30 de junio 2016
Periodicidad de actualización: Trimestral

Fecha de comité: 02 de febrero de 2017
Sector Minería, Perú

Equipo de Análisis

Adrian Coello Martínez
acoello@ratingspcr.com

Emma Álvarez Grijalva
ealvarez@ratingspcr.com

(511) 208.2530

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	jun-16
Fecha de comité	29/05/12	29/05/13	25/04/14	08/05/15	10/05/2016	10/05/2016	02/02/2017
Acciones Comunes, Serie A	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Acciones Comunes, Serie B	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN1	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Programa de Instrumentos de Corto Plazo					PE1	PE1	PE1
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

Primera Clase - Nivel 2 (PEPCN2): Las acciones calificadas en esta categoría son probablemente más seguras y menos riesgosas que la mayoría de las acciones en el mercado. Muestran una buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.

PE1: Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.

La categorías de las emisiones corto plazo podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) para mejorar o desmejorar, respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías "2" y "3" inclusive.

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. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<http://www.ratingspcr.com/Informes.html>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Racionalidad

En Comité de Clasificación de riesgo, PCR decidió mantener la calificación de PEPrimera Clase Nivel 2 a las acciones comunes Serie A y Serie B, y PE1 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 la empresa ha mantenido mejores niveles de cash cost que le ha permitido generar mayores ganancias. A su vez, la clasificación toma en cuenta el deterioro del nivel de solvencia y la incertidumbre de las cotizaciones de los commodities. Por último, Volcan mostró avances en los trabajos de exploración reflejado en el incremento del cálculo de reservas que dan cuenta del potencial de recursos minerales a explotar.

Perspectiva u observación

La perspectiva se mantiene estable debido al mejor desempeño operativo de la empresa pero a su vez asume el incierto contexto económico y financiero internacional.

Resumen Ejecutivo

- **Resultados afectados a causa de los menores precios promedio de los metales comercializados.** 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, se generó un menor volumen de ventas del rubro de "trading" debido a una decisión tomada por la empresa en el 2014 al ser un negocio con menores márgenes.
- **Eficiencia en costos operativos permite mayores márgenes de ganancia.** La Compañía logró reducir o mantener 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. Teniendo en cuenta que la reducción de costos fue mayor a la caída en las ventas, la utilidad bruta, utilidad operativa y utilidad neta aumentaron en 19.24%, 54.05% y 33.96% respectivamente respecto al cierre del primer semestre del 2015. Asimismo la generación EBITDA mantuvo solo un ligero incremento respecto a junio 2015 de 3.38% debido a una disminución de la depreciación y amortización.

¹ EEFF No Auditados.

- **Aceptables indicadores de liquidez pero un deterioro del nivel de solvencia.** 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. Sin embargo, el creciente endeudamiento externo respecto a la disminución del capital social ha permitido que durante los dos últimos años el nivel de solvencia (Pasivo/Patrimonio) se mantenga mayor a la unidad.
- **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.
- **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 Unidad Minera (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.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de: (i) la metodología para Calificación de riesgo de acciones vigente, el cual fue aprobado en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de julio 2016 y (ii) la metodología para Calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, el cual fue aprobado en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de julio 2016.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes al 30 de junio de 2016.
- **Riesgo de Mercado:** Manual de riesgo de mercado.
- **Riesgo de Liquidez:** Estructura de financiamiento, detalle activos y pasivos de fácil convertibilidad.
- **Riesgo de Solvencia:** estructura de pasivos y reportes de aumentos de capital.
- **Riesgo Operativo:** Análisis de Gerencia y Notas de prensa.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontraron limitaciones referentes a la información.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** un problema latente sería la volatilidad de los precios de los minerales, los cuales si disminuyen pueden contraer las ganancias esperadas por la compañía. Asimismo se debe tener en consideración cuánto margen o flexibilidad tiene para seguir reduciendo sus costos y de esta manera seguir mejorando la operatividad de la empresa. A su vez, es importante mencionar que un riesgo previsible es el considerable aumento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa durante los últimos meses.

Hechos de Importancia

- El 23 de enero del 2017, se aprobó en sesión de Directorio la repartición de dividendos con cargo a los resultados acumulados del 31 de diciembre 2014. El pago de dividendo en efectivo a razón de S/ 0.0116953974997 soles por cada Acción Común clase "A" y S/ 0.0122801673747 soles, por cada Acción Común clase "B".
- El 05 de enero del 2017 se comunica a la SMV que una clasificadora de riesgo internacional ha mejorado la calificación crediticia desde B2 a Ba3, con una perspectiva estable, para la deuda de largo plazo de la compañía.
- El 12 de diciembre de 2016, se comunica a la SMV que una calificadora Internacional mantiene el Grado de Inversión y ratifica la calificación de BBB- para la deuda de largo plazo. Además, la calificadora mejora la perspectiva de "negativa" a "estable".
- El 05 de julio del 2016, el Directorio de la Compañía en Sesión aprobó el pago de un dividendo en efectivo a razón de S/0.0125 por la acción A y S/ 0.013125 por acción B.
- El 30 de mayo del 2016 se comunica a la SMV la colocación de la serie A del primer programa de Instrumentos de Corto Plazo de Volcan por un monto de USD 50.00 MM con fecha de vencimiento el 26 de mayo del 2017.
- 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.

Contexto Económico²

El Perú es un país minero por excelencia dada la diversidad y riqueza geológica con la que cuenta, lo cual lo convierte en el sector que mayor aporta al crecimiento económico nacional, al representar más del 50% de las exportaciones. Al primer semestre del 2016, el sector “minería e hidrocarburos” representó el 13.80% de la economía nacional, superior en 1.81% a lo registrado el mismo periodo del año 2015. Es así que el PBI minero metálico creció en 28.7% debido a una mayor producción de cobre, oro, plata, y plomo, entre otros metales. La minería es el segundo sector más importante de la economía nacional detrás de “otros servicios” (49.13%), que agrupa un conjunto de servicios comerciales, financieros y técnicos. Después del sector minero se encuentran los manufacturero (12.58%), sectores comercio (10.92%), agropecuario (5.84%), construcción (5.52%), electricidad-agua (1.92%) y pesca (0.30%).

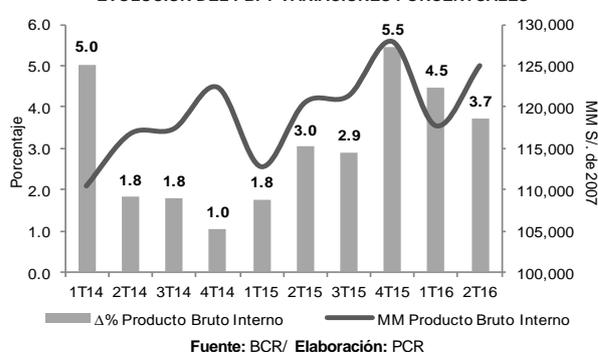
Según datos del Ministerio de Energía y Minas (MINEM), a junio del 2016 el sector Minería e Hidrocarburos creció 19.82% respecto a su similar del año anterior; principalmente por la expansión de la actividad minera metálica (+28.7%) sustentado en la mayor producción de cobre y plata; la producción de cobre creció en 51.46% impulsado por el proyecto las Bambas y la plena capacidad de operación de Cerro Verde. En cuanto a la producción de plata, esta ascendió 15.74% sustentada en el mayor volumen de producción del proyecto Inmaculada de la Compañía Ares, Minera Antamina, y Buenaventura. Respecto al oro, esta incrementó en 7.38% por la mayor producción artesanal informal. En el periodo analizado también se observó el crecimiento de la producción de plomo, destacando la participación de Minera Chungar, Antamina y Atacocha; en tanto la producción de zinc, hierro y estaño se redujeron en 7.98%, 0.55%, 7.17% respectivamente.

El contexto internacional generó presiones a la alza del precio de los metales preciosos ante la menor posibilidad de la subida de la tasa de interés por parte de la FED y al desenlace del referéndum que decidió la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Por otro lado, la baja fortaleza de los indicadores económicos de China impactó en el precio del cobre manteniendo la tendencia a la baja, reforzándose esta tendencia con la decisión del MSCI³ de no incluir las acciones locales de China en el índice de los países emergentes.

EVOLUCIÓN DEL PBI MINERO NETO Y VARIACIONES PORCENTUALES



EVOLUCIÓN DEL PBI Y VARIACIONES PORCENTUALES



Contexto Sistema

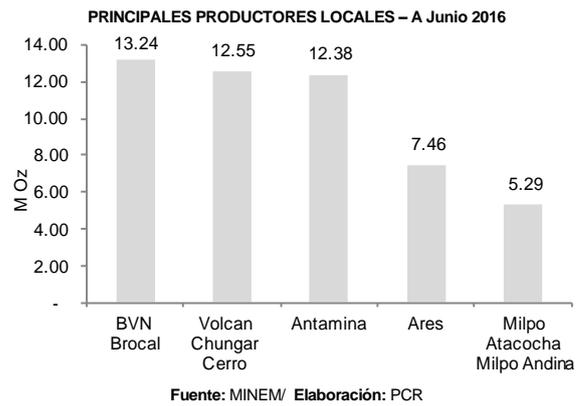
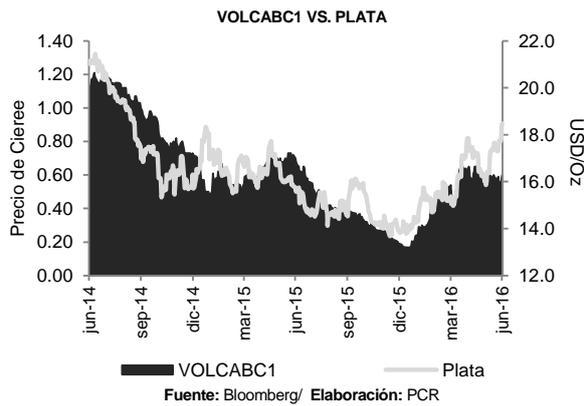
Plata

La producción argentífera nacional al 2T 2016 alcanzó los 76.54M Oz (+15.74% vs 1S 2015) que fue impulsado principalmente por el avance en producción de las Compañías mineras Antamina (+59.67%), Ares (+43.18%), Buenaventura y El Brocal (+27.37%) y Milpo⁴ (+10.00%). Dicho crecimiento fue parcialmente mitigado por la menor producción de Volcan (-5.25%) por la menor producción de sus unidades mineras Andaychahua y San Cristobal. Respecto a la evolución de la cotización de la onza de plata, durante el 2T 2016 mantuvo una evolución positiva con precios a la alza, al cierre de este trimestre alcanzó un precio promedio de 16.80 USD/Oz, contrastando con los 14.94 USD/Oz del 1T 2016. La cotización de la plata se mantuvo en línea con el comportamiento del oro, en la búsqueda de valores de refugio para protegerse ante la incertidumbre tras el triunfo del BREXIT y las preocupaciones por el panorama del crecimiento global.

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.

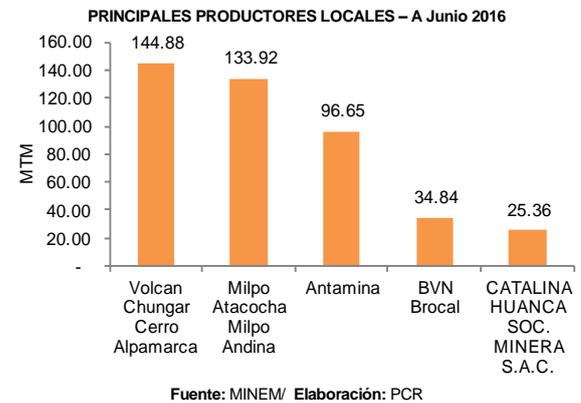
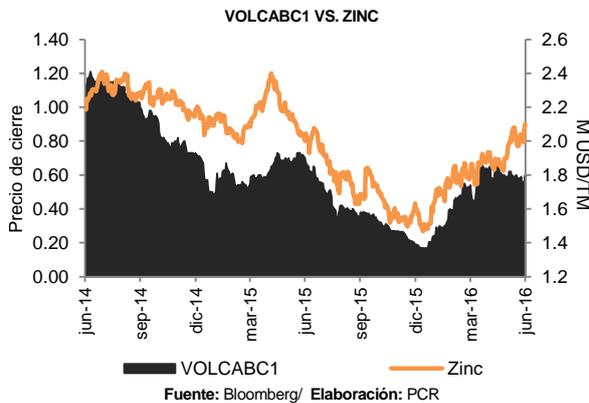
³ Morgan Stanley Capital International.

⁴ Incluye Atacocha y Milpo Andina



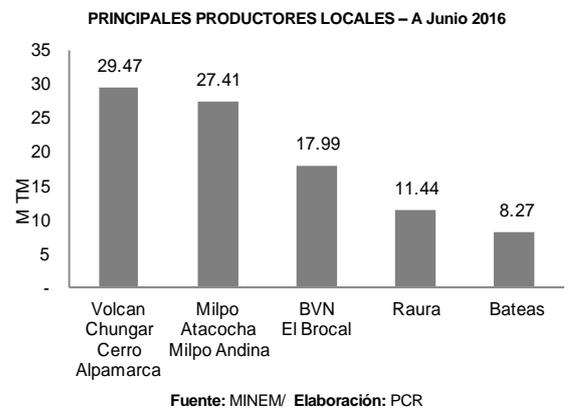
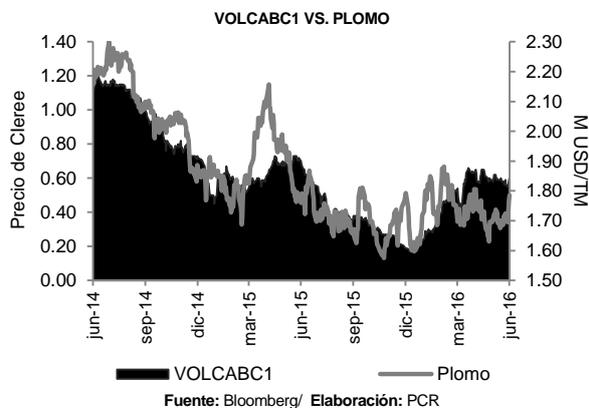
Zinc

Al 1S 2016, la producción nacional de zinc acumuló 630.33 MTMF, siendo menor en -7.98% respecto al mismo periodo del año 2015, producto de la menor producción de Antamina (-28.87%), Milpo (-6.50%), y Quenuales por el cierre de operaciones de la mina Iscaycruz; no obstante, Volcan y sus subsidiarias⁵ crecieron en 4.37%. En tanto, el precio promedio (2T 2016) del zinc se ubicó en 1,918 USD/TM, siendo mayor en 12.73% respecto al 1T 2016. La variación respecto al 1T 2015 fue explicada por el pronóstico de escases de suministros, dada el cierre de grandes minas, lo que originó una mayor demanda del metal, y los datos finales de comercio chino que mostraron incremento en las importaciones.



Plomo

Para este metal la producción nacional avanzó a 155.97 MTM (1S 2015: 151.45 MTM) como consecuencia del crecimiento de producción en importantes yacimientos de empresas como Milpo⁶ (+6.41%), Volcan (+4.86%) y Bateas (+98.50%). Lo anterior contrarrestó la disminución registrada en Buenaventura y El Brocal, cuya producción pasó de 18.31 MTM (1S 2015) a 17.99 MTM (1S 2016). Respecto al precio, mostro un levemente incremento en el último mes impulsado por el recuperación de los costos del crudo y el cierre de minas a nivel global, es así que el precio pasó de 1,697 USD/TM al 2T 2015 a 1,785 USD/TM al 2T 2016.

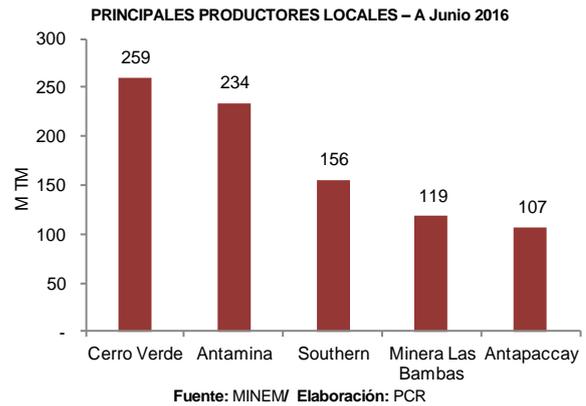
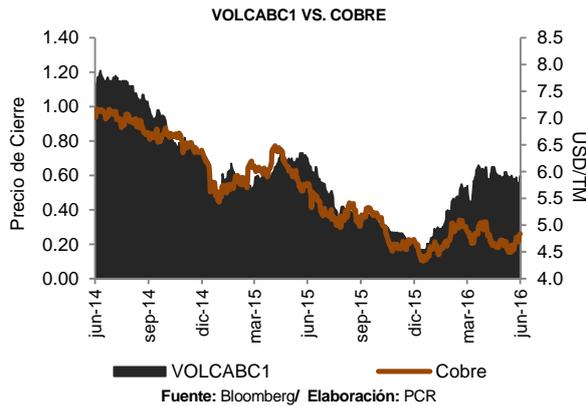


⁵ VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A., EMP. ADMINISTRADORA CHUNGAR S.A.C., COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.

⁶ Incluye Atacocha, y Milpo Andina

Cobre

La producción nacional de cobre registró un incremento sustancial alcanzando los 1,122 MTM (+51.46% vs 1S 2015) guiado por los mayores niveles de extracción de la compañía minera Cerro Verde debido a su nueva planta concentradora del mismo nombre que logró su máxima capacidad operativa, permitiéndole crecer en 162.71% acumulado semestral; en segundo lugar se encuentra Antamina que alcanzó los 233.64 MTMF, acumulando un crecimiento de 30.82%; seguidamente se ubicó Southern Perú con una menor producción acumulada (-3.23%) que alcanzó los 155.72 MTMF al cierre del primer semestre del presente año asimismo se resalta el aporte del proyecto Las Bambas, que ha logrado ubicarse en el cuarto lugar con una producción de 118.58 MTMF. En suma estas representan más del 70% de la producción total de cobre. En relación al precio del cobre, este ha experimentado presiones a la baja respecto al 1T 2016, mostrando una leve recuperación en el mes de junio, cerrando el 2T 2016 en 4,840 USD/TM (1T 2016: 4,881 USD/TM). Dicha variación responde a menores importaciones de China, al haber alcanzado un fuerte nivel de inventarios acumulados al 1T2016, con el fin de aprovechar oportunidades de arbitraje anticipando una mayor demanda en el segundo trimestre; por otro lado China muestra indicadores económicos mixtos.



Análisis de la Institución

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 de 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 vertiginoso.

Las adquisiciones continuaron en los años siguientes, siendo 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. Durante ese 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 incrementar 9% 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 99%, sobre el cual se estima inicie funcionamiento en el 3T 2016. Asimismo, se aprobaron una serie de reorganizaciones societarias, siendo estas **(i)** fusión vigente 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.

Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social Accionariado, Directorio y Plana Gerencial

A junio 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 70.57%. Así, la serie "A" representa el 40.07% del total acciones de Volcan y el remanente está compuesto por acciones de la serie "B".

ACCIONISTAS (Junio 2016)					
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación
Familia Letts	A	46.97%	IN Fondo 2	B	11.82%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.16%	RI Fondo 2	B	10.69%
Blue Streak International N.V.	A	8.38%	Profuturo AFP –PR Fondo 2	B	6.92%
Sandown Resources S.A.	A	7.81%			
Otros	A	25.68%	Otros Accionistas	B	70.57%
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 (JUNIO 2016)			
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 Martín	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 Arévalo	Gte. Op. Cerro de Pasco
		Carlos García Zapata	Gte. Op. Andaychagua
		Eduardo Malpartida Espinoza	Gte. Op. Alpamarca

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

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 hasta la suspensión total de actividades al cierre del primer semestre del 2016. Esto es 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. Con estos acontecimientos la unidad minera de Cerro de Pasco al cierre de junio 2016 evidenció una nula producción de mineral tratado.

Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)			
					Jun-16	jun-15	Variación	
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	11,350	1,883	1,955	-72	-3.86%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel					
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua					
	Carahuacra	Subterránea						
Cerro de Pasco	Carahuacra Norte	Tajo abierto		2,500	0	198	-198	-100.00%
	Paragsha**	Subterránea	Paragsha					
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Expedito***					
Chungar	Vinchos***	Subterránea		5,500	1,014	948	66	6.96%
	Animón	Subterránea	Animón					
Alpamarca	Islay	Subterránea		2,500	451	426	25	5.87%
	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca					
Planta de Óxidos*	Río Pallanga	Subterránea		2,500	449	299	150	50.17%
	Stockpiles	Óxidos						
Total				24,350	3,797	3,826	-29	-0.76%

*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.

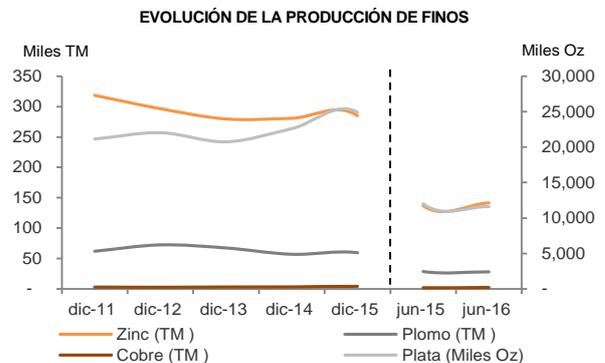
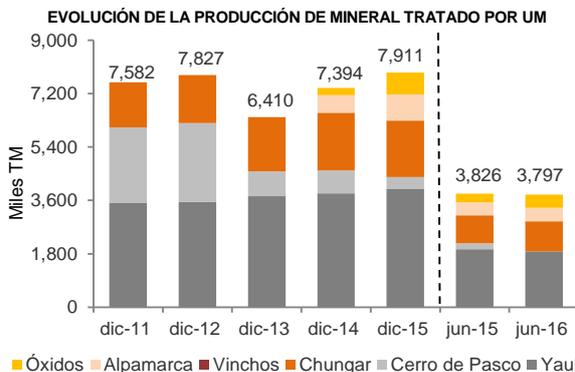
***La mina Vinchos se encuentra en suspensión por decisión de la Compañía desde el 29/12/2014. La Planta San Expedito paralizó operaciones en noviembre de 2015.

Fuente: Volcan Cía. 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 2T 2016, el tratamiento de mineral acumulado fue de 0.45MM de TM con contenido de 2.1MM Oz/Ag y 1,807 Oz/Au.

En la unidad minera de Alpamarca se encuentra la operación Alpamarca, la cual en un inicio es 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 2T 2016, la planta concentradora procesó 451 MTM de mineral.

En términos de producción, el nivel de tratamiento al 2T 2016 alcanzó los 3,797 MTM, siendo ligeramente menor en 0.76% respecto al mismo periodo del año anterior. Este similar nivel de mineral tratado responde, principalmente, a la menor producción de la UM Yauli (-3.86%) y la suspensión de las actividades de la UM Cerro de Pasco que sin embargo fue contrarrestado por mayores producciones de la UM Chungar (+6.96% A/A) y la planta de Óxidos (+50.17% A/A).



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

Respecto a la producción de finos, Volcan vio incrementado el volumen de finos de cobre (+0.40 MTMF A/A), oro (+0.81 MOz) y zinc (+4.60 MTMF) en 20.00%, 38.56% y 3.36% respectivamente. En el caso del cobre se da por las mayores leyes de cabeza de mineral de la UM Yauli y Chungar; en tanto el aumento en el oro es por el inicio de producción en la UM Yauli. En contraste, los finos de plata (-0.30 MMOz) y plomo (-0.50 MTM) disminuyeron en 2.52% y 1.74% respectivamente. En ambos casos la disminución se debe principalmente a la suspensión de operaciones de la UM Cerro de Pasco. El decrecimiento de la producción de finos de plata se ve agravado además por las menores leyes en la UM de Alpamarca que sin embargo que fue atenuada por el incremento en la planta de óxidos de plata. En el caso del plomo también hubo una caída importante de producción de finos en las operaciones de Chungar que a su vez fue amortiguada por un aumento en la producción de la UM de Alpamarca.

PRODUCCIÓN DE FINOS (Acumulado a junio 2016)

Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Plata		Total		Var
	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	jun-16	jun-15	%
Zinc (TM)	89.3	84.2	-	6.1	47.4	42.6	4.9	4.0	-	-	141.6	137.0	3.36%
Plomo (TM)	13.4	11.7	-	2.4	11.1	12.0	3.6	2.6	-	-	28.2	28.7	-1.74%
Cobre (TM)	1.5	1.1	-	-	0.7	0.5	0.3	0.4	-	-	2.4	2.0	20.00%
Plata (M Oz)	6.4	6.2	-	0.5	2.2	2.3	0.9	1.4	2.1	1.6	11.6	11.9	-2.52%
Oro (M Oz)	1.1	-	-	-	-	-	-	-	1.8	2.1	2.9	2.1	38.56%

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. Es así que en los últimos años se 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 2T 2016 estas C.H. acumularon una producción de 73.1GWh. Además, se considera a la C.H. Tingo cuya producción fue de 4.6 GWh aportando de esta manera 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 69.5 GWh para el 2T 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 (2T 2016: 98.5% de avance). Se espera que dicho proyecto inicie operaciones a fines del mes de julio 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 2T 2016, las inversiones de Volcan fueron de USD 45.20MM, representando una reducción de 48.2% 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 76.4MM (junio 2015) a USD 41.0MM (junio 2016), en línea con la culminación de la construcción de la Planta de Óxidos, disminuyendo los gastos de inversión en proyectos de crecimiento (-97.8% A/A). Adicionalmente, la inversión en unidades operativas disminuyó en 29.9% dado la priorización en áreas de sostenibilidad de las operaciones futuras.

INVERSIONES (MM USD)

Inversiones Consolidadas	jun-16	jun-15	Variación	
Minería	41.0	76.4	-35.4	-46.3%
Unidades Operativas	39.7	56.6	-16.9	-29.9%
Exploración Local	2.1	5.3	-3.2	-60.4%
Desarrollo	20.1	27.3	-7.2	-26.4%
Plantas y Relaveras	5.1	11.3	-6.2	-54.9%
Mina e Infraestructura	11.1	9.9	1.2	12.1%
Energía en Unidades	0.6	1.4	-0.8	-57.1%
Soporte y Otros	0.8	1.4	-0.6	-42.9%
Exploraciones Regionales	0.9	2.0	-1.1	-55.0%
Crecimiento y Otros	0.4	17.8	-17.4	-97.8%
División de energía	4.1	10.8	-6.7	-62.0%
Total	45.2	87.3	-42.1	-48.2%

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

Por su parte, las inversiones en la División de Energía se redujeron en 62.0% en contraste con el 2T 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 98.5% de avance al 2T 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. Estos proyectos se plasmaron a finales del año pasado los cuales se mencionan a continuación:

PROYECTOS MINEROS

Proyecto	Etapa	Capex (USD MM)	Ritmo Producción	Leyes
Proyectos mineros de CP y LP	Polimetálicos Pared Oeste	65.00	2,500 tpd	4.11% Zn, 1.46% Pb, 1.88 Oz/t Ag
	Oyama - Yauli	Por definir	1,500 tpd	0.94% Cu, 0.73 Oz/t Ag
	Rondoni	Por definir	Por definir	0.83% Cu
	Piritas de Plata - Cerro	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 - Yauli	Factibilidad
	Islay - Chungar	Desarrollo
	Río Pallanga - Alpamarca	Desarrollo
	Colquihuarmi - Alpamarca	Desarrollo
Greenfield	Palma - Lima	Estim. Rec.

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

Reservas⁷

De acuerdo con las normas internacionales establecidas por el Joint Ore Reserves Committee⁸ (JORC), las reservas de Volcan fueron:

	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. Sin embargo, es importante mencionar que el negocio de trading solo representa 6.71% del total de las ventas de la compañía.

Al cierre del 1S 2016, las ventas después de ajustes del **negocio minero** (producción propia) ascendieron a USD 354.70MM, siendo menores en USD 29.20MM (-7.61%) 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 -16.65%, -4.5%, -19.24% y -6.97%, respectivamente. No obstante, lo anterior fue mitigado parcialmente por el efecto positivo del resultado de ajuste por posiciones abiertas el cual pasó de una pérdida de USD 0.20MM (1S 2015) a una ganancia de USD 23.40MM (1S 2016).

Por su parte, el costo de ventas del negocio minero alcanzó los USD 252.50MM (-USD 49.10MM, -16.28% vs 1S 2015) producto de (i) la disminución del costo propio de producción (-8.1%), 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. La mayor reducción del costo minero en comparación a la disminución de las ventas condujo a un incremento en la utilidad bruta y por consiguiente a una ganancia operativa que se ve reflejada en el EBITDA que alcanzó USD 140.3 (+USD 5.2MM; +3.8% vs 1S2015).

En términos del costo unitario de las operaciones de la Compañía al cierre del primer semestre, éste se ubicó en 49.4 USD/TM, significando una reducción de 11.8% respecto al 1S 2015 (56.0 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 las UM de Yauli (-2.1% A/A) y Alpamarca (-33.0% A/A) respecto al cierre del primer semestre del año anterior. Sin embargo se presentó un aumento en las UM de Chungar (+1.1% A/A) y en la Planta de Óxidos (+4.0% A/A) considerando que esta última inició operaciones en junio 2015.

⁷ Información actualizada anualmente.

⁸ 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.

En tanto, las ventas del **negocio de trading** (comercialización de concentrados de terceros) disminuyeron, pasando de USD 45.80MM (1S 2015) a USD 25.50MM (1S 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 7.62% del consolidado de la Compañía (1S 2015: 10.59%).

Asimismo, la menor compra de concentrados de terceros derivó en menores costos de ventas (-38.8% A/A) para este negocio, así como en la reducción de los gastos de ventas que incluye conceptos como fletes y embarques. Sin embargo la reducción de costos fue menor a la reducción de ventas lo que generó pérdida bruta por USD 0.6MM (-USD 3.4MM vs 1S 2015). Esto a su vez generó un EBITDA negativo por USD 1.4MM (1S 2015: USD 1.2MM). 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 1S 2016 fueron de USD 380.20MM, siendo menores en 11.52% (-USD 49.53MM) respecto al 1S 2015. El retroceso de las ventas fue guiado por la reducción de los precios promedio de venta de los metales (con excepción del precio del oro), aunado a las menores ventas de concentrados de terceros, según lo esperado. Sin embargo esta reducción de ingresos se vio aminorada por el aumento del total de las provisiones de posiciones abiertas los cuales aumentaron de USD 1.10MM (1S 2015) a USD 25.30MM (1S 2016), lo que generó que la caída de las ventas antes de coberturas sea menor (1S2015: USD 433.20MM vs 1S2016: USD 384.41MM).

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.

En línea con lo explicado, el EBITDA⁹ a 12 meses terminó en USD 221.71MM (a junio 2015: USD 261.29MM, diciembre 2015: USD 217.17MM), siendo mucho menor al cierre del primer semestre del 2015 lo cual se explica básicamente por las menores cotizaciones de los metales que evidentemente afectaron el nivel de ingresos de la compañía; sin embargo la caída fue amortiguado por una mejor eficiencia en costos y gastos aunado a los efectos positivos de la depreciación del 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 un mejor comportamiento de los márgenes, limitado a su vez por el desempeño del precio de los principales metales.

Rentabilidad

La utilidad neta de Volcan alcanzó la suma de USD 34.74MM, siendo mayor en USD 8.81MM (+33.96%) a lo obtenido al 1S 2015. Asimismo, el margen neto se ubicó en 9.14% (1S 2015: 6.04%). La mejora en el resultado fue explicado por la mayor reducción relativa de los costos y gastos operativos respecto a la disminución de sus ingresos por ventas. Es importante mencionar que si bien los ingresos se vieron reducidos principalmente por los menores precios de los minerales, la eficiencia en costos permitió incrementar su utilidad bruta en USD 16.39MM (+19.24%), lo que sumado a también una importante reducción de gastos operativos USD 8.70MM (-22.43%) influenciado por el mayor saldo en "otros ingresos operativos" como consecuencia de los beneficios obtenidos por la recompra de bonos.

Liquidez y flujo de efectivo¹⁰

La liquidez general de Volcan se situó en 1.24 veces, disminuyendo respecto al cierre del 2015 (1.35 veces) al presentarse un incremento relativamente mayor del pasivo corriente (+19.40%) en relación a la variación del activo corriente (+9.75%). Respecto al activo de corto plazo (junio 2016: USD 791.71MM), su evolución positiva responde principalmente al aumento de las "otras cuentas por cobrar", las cuales acumularon una porción corriente de USD 387.82MM (+USD 35.47MM, +10.07% vs diciembre 2015), compuestas en mayor medida por impuestos por recuperar (151MM), diversas a personal, terceros, relacionadas y anticipos (223MM) y costos diferidos (14MM).

⁹ 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. EBITDA por periodo fue de 1S 2015: 134.30MM y del 1S 2016: 138.83.

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.

Asimismo, influyó en el activo corriente el incremento de las cuentas por cobrar comerciales que sumaron USD 71.13MM (+USD 15.88MM, +28.75% vs diciembre 2015), en línea con las ventas alcanzadas; así como el aumento de otros activos financieros (+USD 24.88MM, +171.46% vs diciembre 2015).

En tanto, el pasivo corriente terminó en USD 639.92MM (diciembre 2015: USD 535.93MM) derivado del incremento de deuda de corto plazo 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 este incremento se sustenta en el crecimiento de sobregiros bancarios y préstamos bancarios que ascendieron a USD 235.82MM (+USD 40.11MM; +20.49% vs diciembre 2015) destinados a cubrir las necesidades de capital de trabajo financiadas por instituciones como Scotiabank (USD 80.00MM) e ITAU Unibanco (USD 33.00MM), aumento de otras cuentas por pagar de corto plazo (+USD 32.90MM, +23.56%) y el aumento de parte corriente de la deuda de largo plazo (+USD 27.94MM, +79.10% vs diciembre 2015).

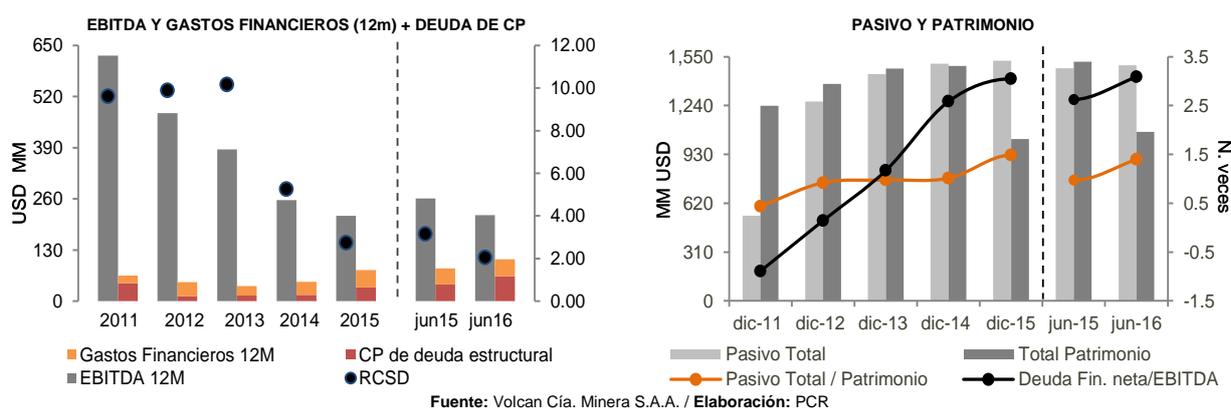
En esta línea, el capital de trabajo se mantuvo positivo en USD 151.80MM (diciembre 2015: USD 185.45MM). Por su parte, el ciclo operativo fue de -12 días al cierre del 1S 2016, derivado de un periodo promedio de cobro (PMC) ascendente a 34 días (diciembre 2015: 25 días), así como por un plazo promedio de pago (PMP) de 102 días (diciembre 2015: 90 días). Finalmente, cabe mencionar que el periodo promedio de inventarios¹¹ aumentó ligeramente a 56 días (diciembre 2015: 54 días).

Solvencia/ Cobertura

A junio 2016, la Compañía registró un pasivo total de USD 1,496.52MM (58.26% del total de fondeo), mostrando un ligero descenso de 1.87% (-USD 28.58MM) respecto al cierre del 2015. La composición del pasivo se distribuye principalmente en pasivos de largo plazo, que representaron el 57.24% del total de pasivos y 33.35% del total de fondeo, los cuales son destinados al financiamiento de los proyectos en unidades mineras y nuevos desarrollos de Volcan.

A partir de lo anterior, al cierre de junio 2016, las obligaciones financieras de largo plazo de la Compañía fueron de USD 568.01MM. 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 1S 2016 asciende a USD 535.26MM (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 (RCS D), se ubicó en 2.05 veces (junio 2015: 3.15 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 Neta¹²/EBITDA de 2.83 veces (junio 2015: 2.75 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 85.21MM (-USD 58.74MM, -40.28%). 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 junio 2016, la posición pasiva neta de dichos instrumentos fue de USD 107.08MM (diciembre 2015: USD 171.34MM), disminuyendo debido principalmente por los menores instrumentos derivados liquidados y primas.



Como segunda fuente de fondeo, el patrimonio de Volcan ascendió a USD 1,072.19MM (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

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 indicar que el ratio no incluye la deuda por sobregiros bancarios (junio 2016: USD 45.33MM), de considerarse dicha deuda el ratio ascendería a 3.04 veces.

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 otras reservas de capital, pasando de USD 140.13MM (diciembre 2015) a USD 23.85MM (junio 2016).

Las fuentes de fondeo permitieron el financiamiento del activo no corriente que terminó en USD 1,777.00MM, siendo menor en USD 54.21MM (-2.96%) frente a diciembre 2015, producto de (i) la disminución del valor del activo fijo neto (-USD 22.94MM, -2.08%) en línea con la depreciación acumulada y (ii) la menor cantidad de impuesto diferido (-USD 29.90MM, -11.08%).

Instrumentos Calificados

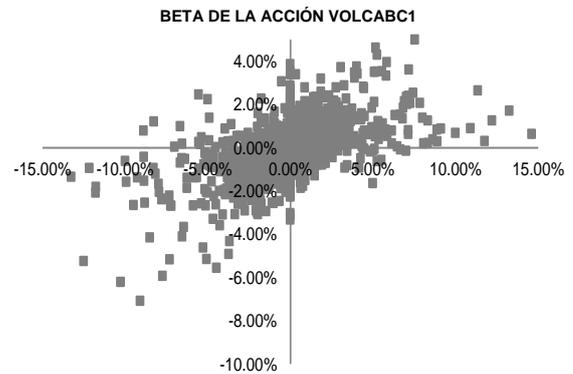
El capital social de Volcan se encuentra representado por dos tipos de acciones, serie A y serie B, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, así como en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa de Madrid de Labitex. Al cierre de junio 2016 el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,175.

Acción Común Serie A:

Las acciones serie A (VOLCABA1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). Al 30 de junio de 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/. 0.95 (diciembre 2015: S/. 1.09). Es de resaltar que la acción es poco líquida, manteniendo un 5% de frecuencia de negociación 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.

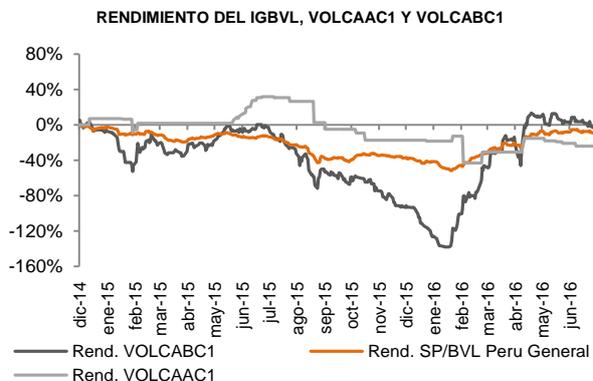


Fuente: BVL / Elaboración: PCR

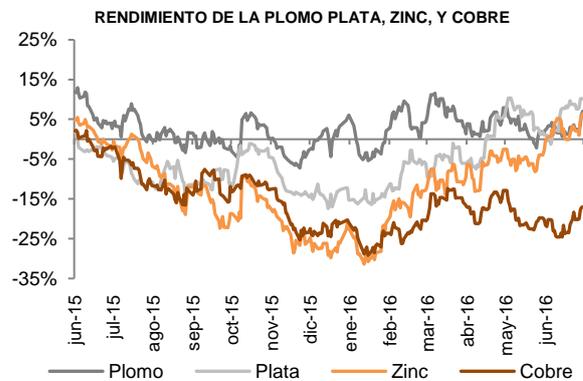


Acción Común Serie B:

Las acciones bajo la serie B (VOLCABC1) no tienen derecho a voto pero sí derecho preferencial al momento de recibir dividendos, siendo este último no acumulable. Al 30 de junio de 2016 sumaron 2,443,157,622 acciones, con un valor nominal de S/. 0.87 cada una. Su cotización al cierre del 1S 2016 ascendió a S/. 0.60 (diciembre 2015: S/. 0.19). A partir del análisis de sensibilidad desde el año 2010, se calculó un beta de 1.27, utilizando como indicador de mercado al índice SP/BVL Peru General (SPBPLGPT)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



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.

Política de Dividendos

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

DIVIDENDO POR ACCIÓN				
Fecha de Entrega	Serie A		Serie B	
	Efectivo S/.	En Acciones	Efectivo S/.	En Acciones
abr-12	0.0571		0.006	
may-12		9.01%		9.01%
nov-12	0.02		0.021	
abr-13	0.003		0.0315	
jun-13		10.00%		10.00%
ene-14	0.010		0.0105	
mar-14	0.015	9.00%	0.01575	9.00%
ene-15	0.005		0.00525	
may-15	0.0075		0.007875	
jul-16	0.0125		0.013125	

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

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.

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

Los instrumentos de corto plazo serán emitidos a través de Oferta Pública. 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 y para otros fines establecidos en el Prospecto Marco y en sus respectivos Prospectos Complementarios.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Emisión	Serie	Monto colocado	Precio de Colocación	Tasas de Interés	Fecha de Emisión	Fecha de Redención	Plazo	Cupón
Primera	Serie A	USD 50.00 MM	A la par	2.71875%	30/05/2016	25/05/2017	360	Cero

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

Anexo

VOLCAN COMPANÍA MINERA S.A.A.

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15	dic-15	mar-16
Acciones Comunes Serie A	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N2	PC N2
Acciones Comunes Serie B	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N1	PC N2	PC N2
Perspectiva	Estable	Estable	Negativo	Negativo	Negativo	Estable	Estable

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (M USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	jun-16
Activo Corriente	544,359	1,165,073	964,232	848,656	721,386	833,187	791,713
Activo Corriente Prueba Ácida	446,814	1,046,329	855,997	651,420	614,418	650,477	691,528
Activo No Corriente	1,236,438	1,478,140	1,949,502	2,148,399	1,831,209	2,160,912	1,776,995
Activo Total	1,780,797	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,552,595	2,994,099	2,568,708
Pasivo Corriente	344,379	427,180	561,652	607,925	535,932	598,403	639,918
Pasivo No Corriente	197,525	839,091	876,955	898,084	989,164	878,286	856,597
Pasivo Total	541,904	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,525,096	1,476,689	1,496,515
Total Patrimonio	1,238,893	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,027,499	1,517,410	1,072,193
Deuda Financiera	60,503	706,145	720,571	838,095	854,603	874,919	867,083
Corto Plazo	45,538	92,903	108,127	217,825	231,032	257,460	299,073
Largo Plazo	14,965	613,242	612,444	620,270	623,571	617,459	568,010

ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	jun-16
Ventas Netas	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514	429,700	380,168
Costo de ventas	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738	344,496	278,574
Utilidad Bruta	597,916	441,836	371,390	176,605	132,776	85,204	101,594
Utilidad Operativa	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148	46,421	71,511
Gastos Financieros	19,354	35,444	23,823	33,321	43,763	22,221	21,619
Utilidad Neta	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912	25,933	34,739

INDICADORES FINANCIEROS

EBITDA y Cobertura

Total Ingresos (12 meses)	1,211,614	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514	948,674	744,982
Costos de Ventas (12 meses)	613,698	736,567	791,433	865,746	661,738	780,837	595,816
Utilidad Neta (12 meses)	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912	52,323	-445,106
Margen neto (acum. en el periodo)	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%	6.04%	9.14%
EBIT (12 meses)	510,355	357,177	267,933	95,388	62,148	82,423	87,238
Depreciación y Amortización (12 meses)	113,377	120,953	117,823	161,496	155,026	178,867	134,472
EBITDA (12 meses)	623,732	478,130	385,756	256,884	217,174	261,290	221,710
Gastos Financieros (12m) + Deuda PC de LP (12 m)	64,892	48,347	37,926	48,930	79,079	83,029	106,412
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	7.86	7.39	7.06	1.95	0.79	0.99	0.82
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	9.61	9.89	10.17	5.25	2.75	3.15	2.08

Solvencia

Deuda Financiera / Pasivo Total	0.11	0.56	0.50	0.56	0.56	0.59	0.58
Pasivo Total / Patrimonio	0.44	0.92	0.98	1.01	1.48	0.97	1.40
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.10	1.48	1.87	3.26	3.94	3.35	3.91
Deuda Financiera neta / EBITDA (12 meses)	-0.89	0.14	1.17	2.58	3.05	2.62	3.04
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0.87	2.65	3.73	5.86	7.02	5.65	6.75

Rentabilidad

ROA (12 meses)*	20.04%	9.54%	6.24%	1.92%	-16.36%	1.75%	-16.00%
ROE (12 meses)*	29.11%	16.13%	12.16%	3.83%	-36.05%	3.48%	-34.38%
Margen Bruto	49.35%	37.49%	31.94%	16.94%	16.71%	19.83%	26.72%
Margen Operativo	42.12%	30.31%	23.04%	9.15%	7.82%	10.80%	18.81%
Margen Neto	27.15%	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%	6.04%	9.14%

Liquidez

Liquidez General	1.58	2.73	1.72	1.40	1.35	1.39	1.24
Prueba Ácida	1.30	2.45	1.52	1.07	1.15	1.09	1.08
Capital de Trabajo	199,980	737,893	402,580	240,731	185,454	234,784	151,795

Rotación

Rotación de cuentas por cobrar*	38	35	43	29	25	33	34
Rotación de cuentas por pagar*	87	91	114	95	90	84	102
Rotación de inventarios*	57	58	49	44	54	46	56
Ciclo Operativo	8	2	-22	-22	-11	-5	-12

Indicadores de Mercado

UPA "A" (USD)	0.11	0.06	0.05	0.01	-0.28	0.02	0.02
UPA "B" (USD)	0.18	0.10	0.08	0.02	-0.19	0.01	0.01
Precio/UPA "A" (veces)	42.67	68.34	45.30	107.61	-3.92	118.41	44.67
Precio/UPA "B" (veces)	16.99	25.02	14.74	30.96	-1.02	65.95	42.20
Dividendo "A"	0.11	0.08	0.04	0.02	0.01	0.01	0.00
Dividendo "B"	0.12	0.08	0.04	0.02	0.01	0.01	0.00
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.04	0.03	0.04	0.03	0.07	0.02	0.00
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.22	0.24	0.47	0.61	0.58	0.49	0.69
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.22	0.26	0.58	0.85	2.21	0.89	0.73

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