

**VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS**

Informe con EEFF<sup>1</sup> al 30 de junio 2017  
Periodicidad de actualización: Trimestral

Fecha de comité: 27 de noviembre de 2017  
Sector Minería, Perú

**Equipo de Análisis**

Claudia Portugal Del Carpio  
[cportugal@ratingspcr.com](mailto:cportugal@ratingspcr.com)

Emma Álvarez Grijalva  
[ealvarez@ratingspcr.com](mailto:ealvarez@ratingspcr.com)

(511) 208.2530

**HISTORIAL DE CALIFICACIONES**

Fecha de información	dic-14	dic-15	dic-16	mar-17	jun-17
Fecha de comité	08/05/2015	10/05/2016	06/04/2017	08/09/2017	27/11/2017
Acciones Comunes, Serie A	PEPCN1	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Acciones Comunes, Serie B	PEPCN1	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Volcan Compañía Minera S.A.A.		PE1	PE1	PE1	PE1
Perspectiva	Negativa	Estable	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.

Las categorías de las emisiones de corto plazo podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando 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 constituye 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 la eficiencia en la gestión de costos operativos que ha permitido una reducción continua del costo unitario en los últimos años, y en la diversificación en la producción de metales que le permite mitigar la concentración de riesgo en el precio de un solo metal. Asimismo, se destaca los mayores ingresos alcanzados por la compañía gracias al incremento de los precios de los minerales que le permitieron mejorar sus márgenes de rentabilidad; y los adecuados niveles de liquidez y solvencia.

**Perspectiva estable.**

**Resumen Ejecutivo**

- **Eficiencia en la gestión de costos operativos.** Se resalta la reducción continua del costo unitario observada en los últimos años dado el enfoque de la compañía en el control y reducción de costos en todas las unidades operativas. Al cierre del 1S17, el costo unitario se ubicó en 49.4 USD/TM, observándose reducciones en los costos unitarios de la UM Alpamarca (-21.5%) por las eficiencias operativas logradas en la explotación del tajo abierto y de la unidad Planta de Óxidos (-1.3%) por los menores consumos de reactivos y mayor eficiencia en la lixiviación.
- **Diversificación en la producción de metales.** El mix de metales que comercializa la empresa le permite mitigar la concentración de riesgo en el precio de un solo metal. Es así que su principal producto, el zinc, concentra el 56% de las ventas netas de la compañía, en tanto la plata representa el 31%, y el plomo, cobre y oro representan el 10%, 2% y 1%, respectivamente.
- **Mejores márgenes de rentabilidad.** Los ingresos netos de la compañía se incrementaron en 7.2% respecto al 1S16 gracias a los mayores precios de venta de los principales metales producidos por la compañía, originando un incremento de 22.2% en la utilidad bruta y de 17.9% en la utilidad operativa. Con esto, el EBITDA se ubicó en USD 153.72MM (+10.7% respecto al 1S16), y la utilidad neta en USD 39.09 MM (+12.5% respecto al 1S16). Asimismo, se observó una mejora en los márgenes de rentabilidad, el margen bruto se ubicó en 30.5% (1S16: 26.7%), el margen

<sup>1</sup> EEFF no auditados.

operativo en 20.7% (1S16: 18.8%), el margen EBITDA en 37.7% (1S16: 36.5%) y el margen neto en 9.6% (1S16: 9.1%).

- **Adecuados niveles de liquidez y solvencia.** La compañía ha mostrado indicadores de liquidez estables en el tiempo. A junio de 2017, el ratio de liquidez general se ubicó en 1.24X, mostrando una mejora respecto al 1.07X del cierre de 2016, principalmente por el reperfilamiento de parte de la deuda de corto hacia mediano plazo. Por otra parte, se originó un menor nivel de endeudamiento patrimonial, ubicándose este ratio en 1.29X al cierre del primer semestre de 2017 (Dic. 2016: 1.39X). En cuanto al ratio de cobertura del servicio de deuda, éste se ubicó en 6.00X, notablemente superior al 2.87X de diciembre 2016 debido al mayor nivel de EBITDA y al reperfilamiento de la deuda.
- **Mayor tonelaje tratado pero menor producción de finos.** El tonelaje tratado se incrementó a 4.01 MM en el primer semestre de 2017 (1S16: 3.80 MM de TM), principalmente por la producción de la UM Cerro de Pasco. Respecto a la producción de finos, se registraron retrocesos en la Plata, Plomo, Zinc, y Cobre, el único metal que mostró avance fue el Oro. Sin embargo, cabe mencionar que se viene ejecutando un agresivo plan de exploraciones, desarrollos y preparaciones, y se ha iniciado la construcción de los túneles de integración San Cristóbal – Carahuacra en Yauli y Animón – Islay en Chungar, para incrementar la producción en las unidades mineras. Respecto a las inversiones de la Compañía, éstas se incrementaron en 55.6% respecto al 1S16.

### Metodología utilizada

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de: (i) la metodología de Calificación de riesgo de acciones vigente, la cual fue aprobada en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de julio 2016 y (ii) la metodología de Calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, la cual fue aprobada en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de enero 2017.*

### Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes al 30 de junio de 2017.
- **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 presentada.
- **Limitaciones potenciales (Riesgos Previsibles):** Se debe considerar la volatilidad de los precios de los metales, que si disminuyen pueden contraer las ganancias esperadas por la compañía.

### Hechos de Importancia

- El 23 de noviembre de 2017, presentaron su renuncia al cargo de director la señora Madeleine Osterling Letts, el señor Felipe Estanislao Osterling Letts y el señor José Bayly Letts.
- El 8 de noviembre de 2017, la Bolsa de Valores de Lima publicó un aviso haciendo de conocimiento público el “Resultado de la Oferta Pública de Adquisición Previa de Acciones Comunes Clase A representativas del capital social de Volcan Compañía Minera S.A.A.” dando cuenta que el Ofertante Glencore International AG adquirió un total de 603,077,387 acciones comunes Clase A, acumulando la propiedad de un total de 898,832,275 acciones comunes Clase A (55.028% del total).
- El 18 de octubre de 2017, la sociedad de auditoría BDO Pazos, López de Romaña, Rodríguez S.C.R.L. Auditores y Consultores inició sus labores para emitir opinión sobre la información financiera del ejercicio 2017.
- El 09 de octubre de 2017, la empresa recibió una carta de Glencore International AG sobre una Oferta Pública de Adquisición (OPA), para adquirir un mínimo de 436'659,163 Acciones Comunes Clase “A” y un máximo de 787'140,176 Acciones Comunes Clase “A” de la Sociedad.
- El 03 de octubre de 2017, la empresa recibió una carta remitida por Glencore International AG de Suiza, informando sobre los acuerdos alcanzados con tres accionistas titulares de acciones Clase “A” que representan el 26.73% del total de acciones Clase “A” (Madeleine Osterling, María Josefina Letts y el Patrimonio Fideicometido DLB constituido por Doris Letts), para adquirir a través de un proceso de Oferta Pública de Adquisición Previa y Voluntaria acciones comunes Clase “A” con derecho a voto y representativas del capital social.
- El 02 de octubre de 2017, el Directorio de la Compañía aprobó el pago de un dividendo en efectivo con cargo a los resultados acumulados de libre disposición al 31 de diciembre de 2016 en los siguientes términos: Pago de un Dividendo en efectivo a razón de S/ 0.01300 por cada Acción Común clase “A” y S/ 0.01365 por cada Acción Común clase “B”.
- El 28 de junio del 2017, el Directorio acordó la designación de la sociedad de auditoría “BDO Pazos, López de Romaña, Rodríguez S.C.R.L. Auditores y Consultores” para emitir opinión sobre la información financiera del ejercicio 2017.

- El 25 de mayo del 2017, se procedió con el pago de intereses y amortización de los Instrumentos de Corto Plazo Serie "A" por USD 50.00 MM, correspondientes al Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo.
- El 03 de mayo del 2017, se informó que luego de la rehabilitación del transporte vial y ferroviario entre las Unidades Mineras y el Puerto del Callao; se procedió a levantar la cláusula de fuerza mayor de los contratos con clientes, navieras y almacenes.
- El 27 de abril del 2017 se colocó la serie B del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo por un monto de USD 50.00 MM con fecha de vencimiento el 23 de abril del 2018.
- El 22 de marzo del 2017, se informó que como consecuencia de las lluvias y deslizamientos que impactaron gran parte del país, la central hidroeléctrica Rucuy ubicada en la cuenca del río Chancay en Huaral, de propiedad de su subsidiaria Empresa de Generación Eléctrica Río Baños S.A.C., así como la línea de transmisión que sirve para conectar esta central con el sistema eléctrico interconectado nacional, sufrieron daños en sus instalaciones; dejando de operar temporalmente.
- El 20 de marzo del 2017, se informó que a raíz de los incidentes causados por eventos de la naturaleza, se ha producido la restricción del transporte vial y ferroviario entre las Unidades Mineras y el Puerto del Callao; por lo que se suspendió temporalmente la entrega de concentrados a los clientes invocando la cláusula de fuerza mayor de sus contratos con clientes, navieras y almacenes.
- El 20 de marzo del 2017, se anunció el ingreso de las acciones Clase "B" de la Compañía (VOLCABC1) a la familia de índices bursátiles FTSE Global Equity Index Series.
- El 26 de febrero del 2017, se reanudaron las operaciones en la Planta de óxidos de Pasco S.A.C., gracias al acuerdo que se alcanzó con la Empresa Comunal de Servicios Múltiples ECOSERM Rancas y la Comunidad de Rancas.
- El 14 de febrero del 2017, se informó que el acceso a la Planta de Óxidos de la subsidiaria Óxidos de Pasco S.A.C., ubicada en el distrito Simon Bolívar - Pasco, fue bloqueado por un grupo de personas y vehículos vinculados a la Empresa Comunal de Servicios Múltiples ECOSERM Rancas, originando la paralización de la producción de dicha Planta.
- 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 por S/ 49'105,817. El pago de dividendo en efectivo a razón de S/ 0.0116953974997 por cada Acción Común clase "A" y S/ 0.0122801673747 por cada Acción Común clase "B".

## Contexto Económico

La actividad económica global mantiene su crecimiento a un ritmo moderado, proyectándose un crecimiento de 3.5% para el 2017 y 3.6% el 2018, de acuerdo al último Reporte de Inflación del Banco Central. Asimismo, se proyecta un crecimiento para las economías avanzadas de 1.9% en el 2017 y 2018. En el Perú, el PBI registró un crecimiento acumulado de 2.30% durante el primer semestre del año, inferior a lo registrado durante el mismo periodo del 2016 (4.08%). El menor dinamismo refleja el impacto negativo del Fenómeno El Niño Costero y por otro lado, la paralización de grandes proyectos de infraestructura como consecuencia de las investigaciones por los casos de corrupción.

A junio 2017, la tasa de inflación se ubicó en 2.7%, nivel inferior al conseguido al cierre de 2016 (3.2%), situándose dentro del rango meta (1 a 3%), proyectándose que se mantenga dentro de dicho rango durante el 2017 y 2018. La tasa obtenida a junio, es resultado de la reversión de los precios de algunos alimentos, que se habían incrementado cuando fueron afectados por factores climáticos en el primer trimestre del año.

Según el último reporte de inflación del Banco Central del Perú se han realizado revisiones a la baja a las tasas de crecimiento del PBI para 2017 de 3.5% a 2.8%, debido a las correcciones a la baja de los sectores minería metálica y los sectores no primarios de construcción, comercio y servicios. Asimismo, las proyecciones para la demanda interna se han ajustado de 3.3% a 1.9%, en relación principalmente a la proyección para la inversión privada fija, que pasó de 5.0% a 2.5%. Finalmente, la proyección para la inversión pública se ajustó de 11.0% a 7.0%.

### PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL				PROYECCIONES ANUAL**	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PBI (var. %real)	5.8%	2.4%	3.3%	3.9%	2.8%	4.2%
PB Electr & Agua	5.5%	4.9%	5.9%	7.3%	3.1%	4.5%
PBI Minería e Hidrocarb. (var.%real)	4.9%	-0.9%	9.5%	16.3%	4.3%	7.1%
PBI Construcción (var.%real)	8.9%	1.9%	-5.8%	-3.1%	-0.7%	8.0%
Remuneración Mínima Vital(S/)	750	750	750	850	850	850
Inflación (var.% IPC)	2.9%	3.2%	4.4%	3.2%	2.0% - 2.5%	2.0% - 2.2%
Tipo de cambio promedio (US\$)	2.7	2.84	3.19	3.38	3.35	3.4

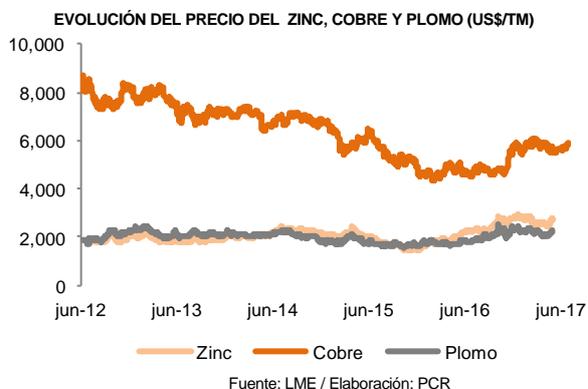
\*\*Información a Mayo 2017 / BCRP Reporte de Inflación junio 2017

Fuente: BCRP / Elaboración: PCR

## Contexto Sistema

Los precios de los metales continuaron incrementándose desde sus mínimos registrados a finales del 2015, en parte gracias al incremento de la inversión de China en infraestructura. Adicionalmente, se registraron restricciones en la oferta de algunos metales y huelgas en importantes minas de cobre en Chile. Por otro lado, el cierre de minas de Zinc

en Australia y Canadá por agotamiento de recursos, apoyaron la tendencia de mayores precios de dicho metal. Se proyecta que el precio promedio anual de los metales y minerales, que disminuyó en 6% en el 2016, se incremente en 16% en el 2017; asimismo, se estima una disminución marginal de los mismos durante el 2018 a medida que se resuelvan algunas de las limitaciones temporales de la oferta. Las previsiones de precios se han incrementado con respecto a las proyecciones de enero, debido a una demanda más fuerte de lo esperado en China y algunas limitaciones inesperadas de la oferta.



Perú es uno de los más importantes productores mineros a nivel mundial debido a la diversificación de su oferta de commodities, la calidad de los mismos y sus grandes reservas, resaltando el hierro, cobre y oro, los metales más demandados a nivel global. Es así que es primordial para la economía debido a la generación de valor agregado, impuestos, divisas, empleo, y canon y regalías, estos últimos importantes financiadores de presupuestos locales.

El Ministerio de Energía y Minas (MEM) informó que en el primer semestre del año, se ha observado un incremento en la producción de zinc y de cobre en un 12.62%, y 4.72% respectivamente. Por otro lado, el oro decreció en -6% y la plata mantiene sus volúmenes de producción (-0.66%). En tanto, la inversión minera registró en el semestre un valor por US\$ 1,959 millones, y aunque aún mantiene niveles negativos en el acumulado (-2.7%), sigue con la tendencia a la recuperación registrando incremento en la mayoría de los rubros respecto al año anterior. Los rubros que han registrado crecimiento son: exploración (27.7%), explotación (15.8%), preparación (32.1%), infraestructura (19.7%), equipamiento minero (10.9%) e inversiones en equipamiento de planta de beneficio (11.6%).

## **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. La empresa inició operaciones en el año 1943 bajo el nombre de Volcan Mines Company, con las minas Ticlío 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 marcaría el inicio del proceso de expansión de la empresa, que dio como resultado un crecimiento vertiginoso.

Las adquisiciones continuaron en los años siguientes; en 1999 adquirió la Empresa Minera Paragsha S.A.C. perteneciente a Centromin Perú, operación que incluyó la U.M. Cerro de Pasco y ocho pequeñas C.H. que sumaban 7.5 MW; esta transacción convirtió a Volcan en la compañía productora de zinc más importante del Perú. En el año 2000, adquirió la Empresa Administradora Chungar S.A.C. y la Empresa Explotadora de Vinchos Ltda. S.A.C., propietarias de las minas Animón y Vinchos, respectivamente; con lo que se incorporaron dos C.H. adicionales, Francoise y San Jose II.

Durante el año 2006, Volcan adquirió la empresa Minera Santa Clara y LLacsacocha S.A, propietaria de la mina Zoraida; en el 2007 adquirió la Compañía Minera El Pilar, propietaria de la mina El Pilar; y en el 2010 adquirió la Compañía Minera San Sebastián, cuyas concesiones mineras se ubican en las cercanías de Cerro de Pasco. En enero de 2011 la Junta General de Accionistas aprobó la reorganización simple de la Unidad Minera Cerro de Pasco, con el objetivo de 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.

En enero del 2012, la Compañía emitió bonos a nivel internacional, teniendo como finalidad el financiamiento de proyectos de crecimiento como Planta de Óxidos (Cerro de Pasco) y la nueva UM Alpamarca. Asimismo, en ese año Volcan adquiere la Empresa Hidroeléctrica Huanchor S.A.C., y durante el 2013 se consolidó la mina Islay como parte de la UM Chungar, y

se completó la ampliación de la planta concentradora Animón de 4,200 tpd a 5,200 tpd. Al año siguiente (2014), se suscitaron importantes hechos entre los que destacan la continuación de ampliación de la capacidad de tratamiento de las plantas 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, el inicio de operación la nueva UM Alpamarca y los ajustes operativos a la Planta de óxidos.

Durante el 2015 se aprobaron reorganizaciones societarias, siendo éstas: **(i)** fusión vigente desde setiembre de 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 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, vigente desde enero de 2016. Finalmente, en agosto de 2016 entró en operación comercial la C.H. Rucuy de 20 MW.

### **Accionariado, Directorio y Plana Gerencial**

La composición de accionistas de Volcan S.A.A. perteneciente a la serie “A” se encuentra liderada por la familia Letts, mientras que 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 67.96%. La serie “B” representa el 59.9% del total acciones de Volcan y el restante (40.1%) está compuesto por acciones de la serie “A”.

ACCIONISTAS (JUNIO 2017)					
Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación
Familia Letts	A	46.96%	AFP Integra – Fondo 2	B	11.82%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.18%	AFP Prima – Fondo 2	B	7.71%
Blue Streak International N.V.	A	8.38%	AFP Profuturo– Fondo 2	B	6.92%
Sandown Resources S.A.	A	7.81%	AFP Integra– Fondo 3	B	5.60%
Otros	A	25.68%	Otros	B	67.96%
<b>Total</b>		<b>100.00%</b>	<b>Total</b>		<b>100.00%</b>

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

El actual Presidente del Directorio es el Sr. José Picasso Salinas, quien a su vez es presidente del Directorio de Reactivos Nacionales S.A., vicepresidente del Directorio de Compañía Minera Poderosa, director de Bodegas Vista Alegre y director de Cemento Polpaico S.A. Asimismo, como Vicepresidente se encuentra el Sr. José de Romaña Letts, quien es administrador de empresas por la Universidad del Pacífico. En cuanto al comité ejecutivo se encuentra conformado por José Picasso, quien lo preside; José Ignacio De Romaña, Christopher Eskdale y José Bayly Letts.

COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO Y PRINCIPALES GERENCIAS (JUNIO 2017)			
Directorio		Gerencia	
José Picasso Salinas	Presidente	Juan Rosado Gómez De La Torre	Gte. General
José De Romaña Letts	Vicepresidente	Jorge Murillo Núñez	Gte. Central de Finanzas
Christopher Eskdale	Director	Roberto Maldonado*	Gte. Central de Operaciones
José Bayly Letts*	Director	José Montoya Stahl	Gte. Central de Desarrollo Corporativo
Felipe Osterling Letts*	Director	Roberto Servat Pereira de Sousa	Gte. de Responsabilidad Social
Pablo Moreyra Almenara	Director	Alfonso Rebaza González	Gte. Legal
Irene Letts Colmenares DE De Romaña	Director	César Farfán Bernaldes	Gte. Exploraciones Regionales
Daniel Mate Badenes	Director	David Brian Gleit	Gte. de Relaciones con Inversionistas
		Edgardo Zamora Pérez	Gte. Op. Yauli
		James Atalaya Chacón	Gte. Op. UM Chungar
		Hernán Flores Arévalo	Gte. Op. UM Cerro de Pasco
		Eduardo Malpartida Espinoza	Gte. Op. Alpamarca

\* A la fecha del presente informe, los señores José Bayly y Felipe Osterling ya no forman parte del Directorio. Asimismo, la Gerencia Central de Operaciones se encuentra a cargo del señor Juan Ortiz Zaballos.

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

## **Operaciones y Estrategias**

### **Operaciones**

Volcan Compañía Minera se dedica a la exploración, explotación, tratamiento y beneficio de metales por cuenta propia y de sus subsidiarias, así como a la comercialización de todos los productos y concentrados. La Compañía opera en la zona central del país, posee más de 344 mil hectáreas concesionadas y cinco unidades mineras (UM): Yauli, Cerro de Pasco, Chungar, Alpamarca y Planta de Óxidos. Así, la Compañía posee 12 minas (9 subterráneas y 3 de tajo abierto), 7 plantas de concentración (con una capacidad de tratamiento de 21,900 tpd) y una planta de lixiviación de 2,500 tpd. (Planta de Óxidos de plata). En los últimos años Volcan se ha enfocado en la integración de las compañías adquiridas, la reducción de costos, optimización del uso de energía y la reposición y expansión de la base de reservas y recursos; buscando mantenerse entre los líderes globales en la producción de zinc, plata y plomo.

**Unidad Yauli:** La unidad operativa Yauli se encuentra ubicada en el departamento de Junín, a 40 km. de la ciudad de la oroya y a 170 km. de Lima, lo que la hace accesible por carretera y vía férrea. Durante el primer semestre de 2017, el tratamiento de mineral en sus tres plantas concentradoras representó el 42.3% del mineral tratado por Volcan.

**Unidad Cerro de Pasco:** La unidad operativa Cerro de Pasco se encuentra ubicada en el departamento de Pasco, a 295 km. de Lima aproximadamente y con acceso a través de la carretera central. Durante el primer semestre de 2017, el tratamiento de mineral en esta UM representó el 11.7% del mineral tratado por Volcan.

**Unidad Chungar:** La unidad operativa Chungar se encuentra ubicada en el departamento de Pasco, a 219 km. al este de Lima. Durante el primer semestre de 2017, el tratamiento de mineral en esta UM representó el 23.9% del mineral tratado por Volcan.

**Unidad Alpamarca:** La unidad operativa Alpamarca se encuentra ubicada en el departamento de Junín, a 182 km. al este de Lima, posee ventas 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. El primer semestre de 2017, la planta concentradora procesó el 11.9% del mineral tratado por Volcan en dicho periodo.

**Unidad Planta de Óxidos:** La planta de Óxidos posee una capacidad de tratamiento de 2,500 tpd, expandible a 4,000 tpd; con una vida de mina de 14 años (20 años considerando reservas + recursos inferidos). Este proyecto es considerado como el principal driver que permitirá incrementar la producción de plata. Esta planta inició operaciones al 100% de capacidad en junio de 2015, y para el primer semestre de 2017 representó el 10.2% del mineral tratado por Volcan.

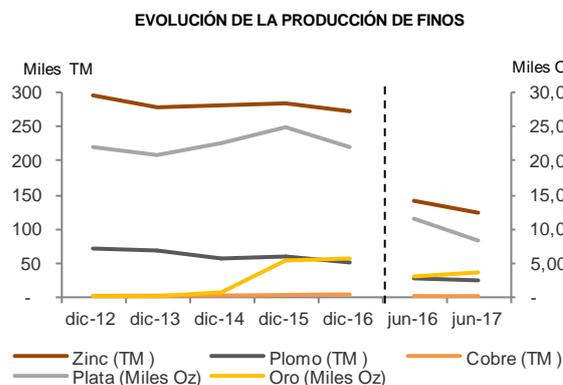
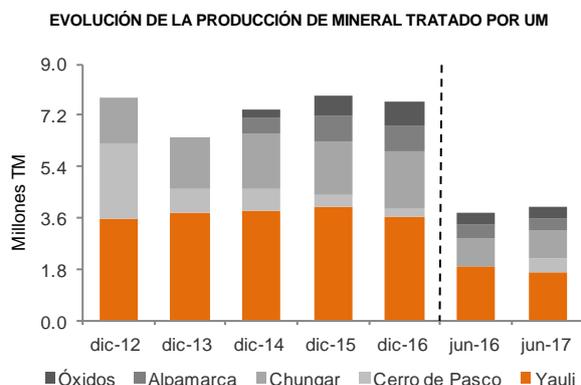
La composición de cada unidad se detalla a continuación:

Unidad Minera	Mina	Tipo	Planta de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM)		
					jun-17	jun-16	Variación
Yauli	San Cristóbal	Subterránea	Victoria	11,400	1,693	1883	-10.1%
	Andaychagua	Subterránea	Mahr Túnel				
	Ticlio	Subterránea	Andaychagua				
	Carahuacra	Subterránea					
Cerro de Pasco	Carahuacra Norte	Tajo abierto		2,500	469	0	
	Paragsha	Subterránea	Paragsha				
	Raúl Rojas	Tajo abierto	San Expedito**				
Chungar	Vinchos	Subterránea		5,500	959	1014	-5.4%
	Animón	Subterránea	Animón				
Alpamarca	Islay	Subterránea		2,500	475	451	5.3%
	Alpamarca	Tajo abierto	Alpamarca				
Planta de Óxidos	Río Pallanga	Subterránea		2,500	409	449	-8.9%
	Stockpiles		Óxidos				
<b>Total</b>				<b>24,400</b>	<b>4,005</b>	<b>3,797</b>	<b>5.5%</b>

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

En cuanto a la evolución del tonelaje tratado por Volcan, éste se ha incrementado de 3.80 millones en el primer semestre de 2016 a 4.01 millones en el mismo periodo de 2017, principalmente por la producción presentada en la UM de Cerro de Pasco. Cabe mencionar que esta unidad reinició operaciones en noviembre de 2016 y en el tercer trimestre de este año se iniciarán las pruebas preliminares del proyecto de sorting, que consiste en la implementación de una tecnología para seleccionar mineral de mayor ley de los stockpiles para luego tratarlo en la planta concentradora, con el fin de incrementar la producción de finos en Cerro de Pasco en los siguientes meses.

En cuanto a las otras unidades mineras, se observó un incremento en la producción de la unidad de Alpamarca (+5.3%), mientras que las unidades de Yauli, Chungar y Planta de Óxidos redujeron su mineral tratado en 10.1%, 5.4% y 8.9%, respectivamente. Respecto a la unidad de Yauli, el menor mineral extraído del segundo trimestre se debió principalmente al agotamiento del tajo Carahuacra Norte, al menor tonelaje de la mina San Cristóbal y al menor aporte de la mina Andaychagua por la reducción de las potencias de sus vetas en profundidad. Por su parte, la reducción en el mineral tratado de la unidad minera de Chungar se debió al menor volumen minado en la mina Islay compensando por el mayor volumen minado en la mina Animón. Finalmente, la reducción del mineral tratado de la Planta de Óxidos se debió a la menor producción de plata por la paralización de 17 días en febrero de 2017 debido al bloqueo del acceso a la planta por parte de la empresa Comunal de Servicios Múltiples ECOSERM Rancas.



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

Respecto a la producción de finos, se registraron retrocesos en la Plata, por menores producciones en las unidades de Yauli, Chungar y Óxidos de Plata; en el Plomo, por menores producciones en las unidades de Yauli, Chungar y Alpamarca; en el Zinc, por reducción de producción en las unidades de Yauli y Chungar; y en el Cobre, por reducción de producción en la unidad de Yauli; el único mineral que mostró avance fue el Oro, por una mayor producción en la unidad minera de Yauli. Cabe mencionar que se ha iniciado la construcción de los túneles de integración San Cristóbal – Carahuacra en Yauli y Animón – Islay en Chungar que permitirán obtener eficiencias operativas importantes y ahorros significativos en los costos de transporte y bombeo. Adicionalmente, el túnel Animón – Islay permitirá realizar la exploración de la concesión Islay 4, la cual tiene importantes indicios de mineralización y podría representar un incremento futuro de la producción de Chungar. Finalmente, cabe mencionar que se han identificado nuevas iniciativas de mejoras operativas y reducción de costos en todas las unidades, las cuales se implementarán paulatinamente en lo que resta del año.

PRODUCCIÓN DE FINOS													
Producto	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Planta		Total		Var
	jun-17	jun-16	jun-17	jun-16	jun-17	jun-16	jun-17	jun-16	jun-17	jun-16	jun-17	jun-16	%
Zinc (M TM)	71.8	89.3	3.8	0.0	43.8	47.4	5.6	4.9	0.0	0.0	125.0	141.6	-11.7%
Plomo (M TM)	8.9	13.4	1.4	0.0	10.0	11.1	3.3	3.6	0.0	0.0	23.6	28.1	-16.0%
Cobre (M TM)	1.3	1.5	0.0	0.0	0.8	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	2.4	2.5	-4.0%
Plata (MM Oz)	3.5	6.4	0.2	0.0	1.8	2.2	1.0	0.9	1.8	2.1	8.3	11.6	-28.4%
Oro (MM Oz)	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.8	3.5	2.9	21.2%

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

### Energía

Volcan sigue una estrategia enmarcada en dirigir parte de sus inversiones hacia su propia generación hidroeléctrica y sistema de transmisión eléctrica, desarrollando proyectos de centrales hidroeléctricas (C.H.) ubicadas cerca a sus operaciones, con el objetivo de garantizar un suministro permanente de energía ganando además eficiencia en costos.

Actualmente la compañía cuenta con 13 centrales hidroeléctricas, de las cuales 10 son de Chungar y generaron en conjunto 85 GWh de energía durante el primer semestre de 2017, 24.4% del consumo de energía total de la compañía, a un costo promedio de 19 USD/MWh incluyendo los costos de operación, mantenimiento y transmisión. Asimismo, la central hidroeléctrica Tingo generó 4.6 GWh de energía. 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 72.1 GWh en el 1S17; y que vende su energía a clientes libres y regulados del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN). También se toma en cuenta la energía producida por CH Rucuy (energía producida 1S17: 34.6 GWh, potencia instalada: 20 MW), la cual continua paralizada como consecuencia de los problemas originados en la tubería forzada y la línea de transmisión por el fenómeno de El Niño Costero en el mes de marzo; sin embargo, cabe mencionar que se efectuaron las gestiones necesarias y se han iniciado los trabajos para lograr el reinicio de las operaciones en el menor tiempo posible. En conjunto, la producción propia de energía sumó un total de 196.2 GWh en el 1S17, 33.3% superior a la del 1S16.

### Inversiones

En el 1S17, el total de inversiones fue de USD 70.3MM, incrementándose 55.6% respecto al 1S16, con el fin de incrementar los recursos minerales de la Compañía y aumentar la flexibilidad de las operaciones. Así, se observa una mayor inversión en las unidades operativas de minería (+ 66.7%), presentando incrementos principalmente en desarrollos (+ USD 13.0 MM), que representaron el 47.1% de las inversiones totales del 1S17, y en plantas/ relaveras (+ USD 7.8 MM), que representaron el 18.3% del total de inversiones. También se incrementaron las inversiones en exploraciones regionales (+ USD 2.4 MM) en línea con la estrategia de acelerar la incorporación de recursos en los proyectos principales. Por el contrario, las inversiones en la División de Energía se redujeron en USD 3.7 MM, principalmente por la culminación de la construcción de la central hidroeléctrica Rucuy.

INVERSIONES (MM USD)			
Inversiones Consolidadas	jun-17	jun-16	Variación
<b>Minería</b>	<b>69.9</b>	<b>41.1</b>	<b>70.1%</b>
<b>Unidades Operativas</b>	<b>66.2</b>	<b>39.7</b>	<b>66.7%</b>
Exploración Local	6.9	2.1	224.3%
Desarrollo	33.1	20.1	65.0%
Plantas y Relaveras	12.9	5.1	155.5%
Mina e Infraestructura	9.9	11.1	-10.8%
Energía en Unidades	1.6	0.6	161.1%
Soporte y Otros	1.7	0.8	131.1%
<b>Exploraciones Regionales</b>	<b>3.3</b>	<b>0.9</b>	<b>258.5%</b>
<b>Crecimiento y Otros</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>-9.5%</b>
<b>División de energía</b>	<b>0.4</b>	<b>4.1</b>	<b>-90.1%</b>
<b>Total</b>	<b>70.3</b>	<b>45.2</b>	<b>55.6%</b>

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

En cuanto a proyectos, la compañía posee una estrategia de crecimiento en búsqueda de incrementar la producción de plata, zinc y plomo, así como la diversificación con mayor producción de cobre a fin de diversificar el riesgo de las fluctuaciones de los precios. Destaca el proyecto Romina II (Alpamarca), donde se continúa con los taladros a fin de

incrementar recursos y ubicar reservas, en tanto se viene desarrollando la evaluación técnico-económica del proyecto. Por su parte, en el proyecto Palma (proyecto greenfield) se tienen identificadas alrededor de 5 millones de TM de mineral con ley promedio de 7% de zinc, además de plomo, plata y cobre.

Asimismo, cabe mencionar que la compañía continúa con el desarrollo del proyecto del puerto de Chancay, habiendo iniciado las obras preliminares; así, en el 1S2017 se han desembolsado USD 20.7 MM para este proyecto.

### **Reservas**

Volcan continuó con el desarrollo de los programas sistemáticos de exploración brownfield y perforación diamantina sobre áreas potenciales para delineación de recursos e infill drilling con el objetivo de reponer e incrementar las reservas en sus operaciones mineras. El cálculo de reservas y recursos al 31 de diciembre del 2016 se realizó empleando proyecciones de precios de metales de largo plazo: 2,300 USD/TM para el zinc, 2,100 USD/TM para el plomo, 5,800 USD/TM para el cobre, 1,200 USD/oz para el oro y 18 USD/oz para la plata.

En la UM Yauli, la aplicación de modelos geoestadísticos a estructuras menores, evaluadas anteriormente mediante el método clásico, originó que se recategoricen como recursos, causando una disminución en las reservas respecto al año 2015. En la UM Chugar, la disminución de las reservas se debe a la reinterpretación de estructuras antiguas estimadas por la metodología clásica en la mina Animón. La unidad de Cerro de Pasco muestra ajustes en los stockpiles de Óxidos como consecuencia del mineral tratado en planta de acuerdo al plan de producción establecido para la unidad. Finalmente, en la UM Alpamarca, las variaciones en las reservas obedecen a los ajustes por la explotación realizada durante el año 2016, así como mejoras en la interpretación y estimación de recursos sobre la base de nueva información geológica desarrollada y un mejor conocimiento del yacimiento.

## **Análisis Financiero**

---

### **Balance General**

Al cierre del primer semestre de 2017, los activos totales (AT) de la compañía ascendieron a USD 2,616 MM, compuestos en un 27.1% por activos de corto plazo y en un 72.9% por activos no corrientes. Las principales cuentas del activo son el activo fijo neto (38.7% del AT) y los activos intangibles (22.6% del AT). Respecto a la primera, corresponde mayormente a edificios (USD 815 MM), equipos diversos (USD 435 MM), maquinaria y equipo (USD 302 MM) y trabajos en curso (USD 164 MM); mientras que los intangibles están compuestos principalmente de desarrollos (USD 584 MM), concesiones (USD 284 MM) y exploraciones (USD 235 MM).

Respecto al cierre del 2016, los activos mostraron una disminución de 2.5% obedeciendo principalmente a menores cuentas por cobrar comerciales (-29.2%).

Por el lado del pasivo, éste alcanzó la suma de USD 1,472 MM, representando el 56.3% del fondeo de la compañía, y compuesto en un 38.7% por pasivos de corto plazo y en un 61.3% por pasivos de largo plazo. Respecto a las principales cuentas, las obligaciones financieras representan el 56.1% del pasivo total de la compañía, seguidas de las cuentas por pagar comerciales, que representan el 13.4%.

Detallando la composición de la deuda, destaca el saldo de emisión de bonos corporativos realizado en enero de 2012, bajo la Regla 144A y la Regulación S de la United States Securities Act de 1993, por un monto de USD 600 MM, cuyo saldo a junio de 2017 asciende a USD 535.26 MM (vencimiento en febrero 2022, tasa de interés fija anual de 5.375% y pago de intereses semestrales), que tuvo como objetivo el financiamiento de los proyectos Alpamarca y Planta de Óxidos; 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.

Asimismo, cabe mencionar el reperfilamiento que se hizo en parte de la deuda de corto hacia mediano plazo, resultando en un 23.9% distribuido en deuda de corto plazo y un 76.1% en obligaciones de largo plazo (Dic. 2016: 33.3% CP y 66.7% LP), lo que ocasionó que el pasivo corriente se redujera en 19.6% y el pasivo no corriente se incrementara en 5.7% respecto a diciembre de 2016. La Compañía mantiene su voluntad de continuar reduciendo su deuda en un escenario favorable de precios de los metales.

En comparación con el cierre del 2016, los pasivos totales mostraron una disminución de 5.8%, obedeciendo a menores obligaciones financieras (-2.1%), menores cuentas por pagar comerciales (-6.7%) y menores pasivos financieros (-70.4%).

Como segunda fuente de fondeo, el patrimonio de Volcan ascendió a USD 1,144 MM a junio de 2017, mostrando un incremento de 2.0% respecto a diciembre 2016 gracias a mayores resultados acumulados, y representando el 43.7% del total de fondeo.

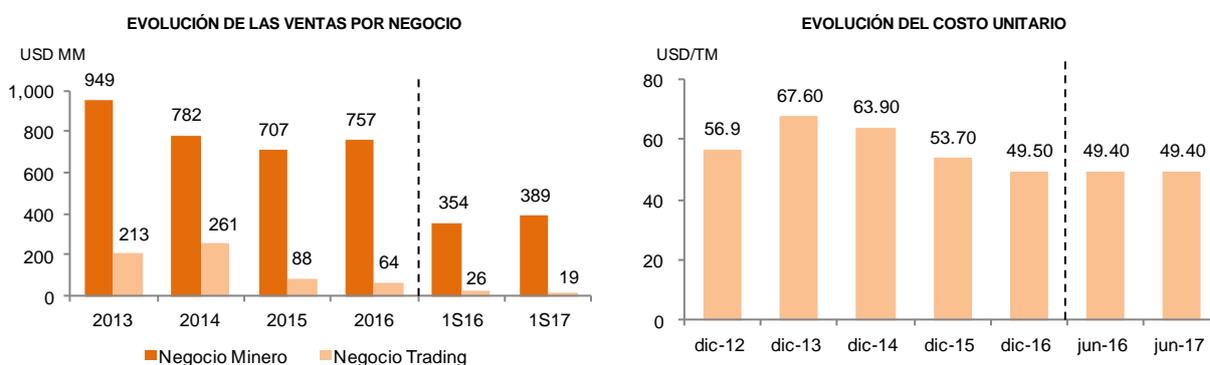
## Eficiencia Operativa

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.

En cuanto al **negocio minero**, al cierre del primer semestre del año, las ventas después de ajustes ascendieron a USD 388.6 MM, mostrando un incremento de 9.8% respecto a las ventas del primer semestre de 2016 y representando el 95.3% del total del ventas de la compañía. Sin embargo, este crecimiento obedece a los mayores precios de venta de los principales minerales que produce la compañía, más no a un aumento del volumen de venta. Así, se redujo el volumen vendido de Zinc (-9.4%), Plomo (-19.8%), Cobre (-18.4%), Plata (-29.0%), y Oro (-35.7%); y se mostraron incrementos en los precios promedios de venta: Zinc (+48.9%), Plomo (+27.0%), Cobre (+21.0%), Plata (+10.0%) y Oro (+2.4%). Por su parte, el costo de ventas del negocio minero alcanzó los USD 270.8 MM en el primer semestre del año, 7.3% mayor al presentado en el 1S16 producto principalmente del incremento en el costo de producción (+ USD 11.8 MM) y de la mayor depreciación (+ USD 4.6 MM), principalmente en Cerro de Pasco por el tratamiento de mineral de stockpiles, en Chungar y en Alpamarca. Como resultado, la utilidad bruta del negocio minero de Volcan se incrementó en 16.2%, generando a su vez un mayor EBITDA, el cual alcanzó los USD 139.5 MM, con un incremento de 5.9% respecto al primer semestre de 2016.

En términos del costo unitario, al cierre del 1S17, éste se ubicó en 49.4 USD/TM, alcanzando el mismo nivel del 1S16. Analizando por unidad operativa, se observa un incremento en el costo unitario de la unidad de Yauli (+17.0%) y Chungar (+8.9%) debido al mayor costo absoluto y al menor tonelaje de extracción y tratamiento; mientras que se redujeron los costos unitarios de las unidades de Alpamarca (-21.5%) por las eficiencias operativas logradas en la explotación del tajo abierto y de la unidad Planta de Óxidos (-1.3%), por los menores consumos de reactivos y mayor eficiencia en la lixiviación.

Es de resaltar la reducción continua del costo unitario observada en los últimos años; así como el continuo enfoque de la Compañía en el control y la reducción de costos en todas las unidades operativas. Así, se han identificado oportunidades específicas para reducir los costos fijos y mejorar las eficiencias operativas que se implementarán en los siguientes meses.



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

En cuanto a las ventas del **negocio de trading** (comercialización de concentrados de terceros) del primer semestre de 2017, éstas disminuyeron en 27.4% respecto al mismo periodo de 2016, alcanzando los USD 19.1 MM, y representando el 4.7% del consolidado de la Compañía. Esta baja observada en los últimos años responde a la decisión del comité ejecutivo de la Compañía (setiembre 2014) de limitar la compra de concentrados de terceros debido al margen poco significativo que resultaba de este negocio. Así, se redujo el volumen de comercialización del Zinc (-85.1%), Plomo (-76.6%), y Plata (-26.4%), y se dio incrementos en el volumen comercializado de Cobre (+28.9%), y Oro (+150.9%). Asimismo, la menor compra de concentrados de terceros derivó en menores costos de ventas (-51.3%); originando un incremento de 41.7% en la utilidad bruta de la compañía.

En relación al **resultado consolidado** de Volcan (negocio minero + negocio trading), los ingresos netos alcanzados al cierre del 1S17 fueron de USD 407.6 MM, mayores en 7.2% a los del 1S16; obedeciendo al aumento de los precios de venta de los productos mineros producidos por la compañía. Asimismo, cabe mencionar la diversificación de los metales que comercializa la empresa, que le permite mitigar la concentración de riesgo en el precio de un solo metal. Es así que su principal producto, el zinc, concentra el 56.3% de las ventas netas de la empresa, en tanto la plata representa el 30.9%, y el plomo, cobre y oro representan el 10.1%, 2.1% y 0.7%, respectivamente. Cabe mencionar el incremento en la participación del zinc, como consecuencia del incremento del precio de este metal.

Asimismo, durante el 1S17 se incrementaron los costos de ventas respecto al 1S16 en 1.7%, debido principalmente a la mayor depreciación. Sin embargo, debido a que el incremento en los costos es menor al incremento mostrado en las ventas, se observó una mayor utilidad bruta (+22.2%), la misma que ascendió a USD 124.2 MM. Por su parte, los gastos administrativos se incrementaron en 8.6% debido principalmente a provisiones de gastos de personal y la apreciación de la moneda local; mientras que los gastos de ventas se redujeron en 3.0% obedeciendo principalmente a los menores gastos de embarque por eficiencias logísticas y comerciales.

En línea con lo explicado, la utilidad operativa de la empresa ascendió a USD 84.3 MM al cierre del 1S17, mostrando un incremento de 17.9% respecto al 1S16; con lo que el EBITDA alcanzó los USD 153.72 MM, monto mayor en 10.7% al EBITDA logrado en el 1S16.

Por su parte, los gastos financieros ascendieron a USD 21.42 MM, cifra similar a los USD 21.62 MM del primer semestre de 2016; mientras que los ingresos financieros se redujeron pasando de USD 5.53 MM en el 1S16 a USD 4.36 MM en el 1S17, y la ganancia por variación de tipo de cambio se incrementó en 38.0%.

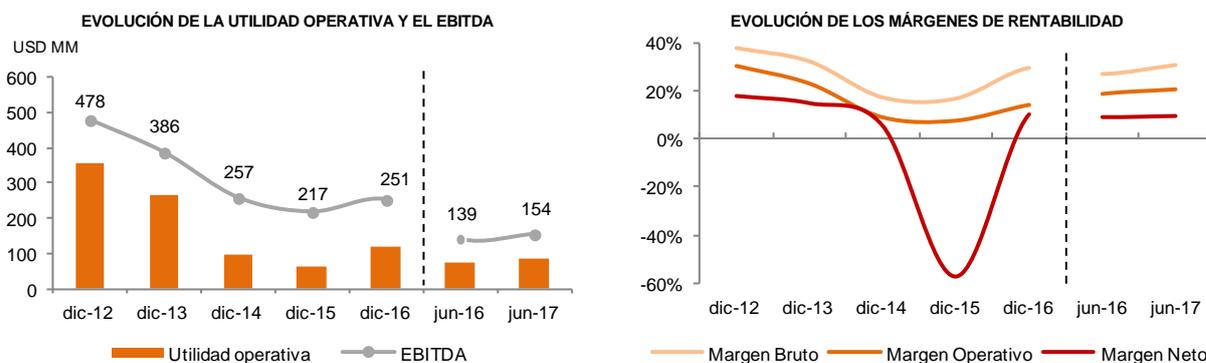
Como resultado, la utilidad neta de la compañía se ubicó en USD 39.09 MM a junio 2017, registrando un incremento de 12.5% respecto a junio 2016.

### Rentabilidad

El incremento en los ingresos de Volcan por la recuperación de los precios de los principales minerales permitió una mejora en los márgenes de rentabilidad de la empresa al cierre del 1S17; así, el margen bruto se ubicó en 30.5% (1S16: 26.7%), el margen operativo en 20.7% (1S16: 18.8%), el margen EBITDA en 37.7% (1S16: 36.5%) y el margen neto en 9.6% (1S16: 9.1%).

En cuanto a los ratios de rentabilidad, a junio 2017 el ROA y ROE se ubicaron en 1.5% y 3.4% respectivamente, superiores a los del 1S2016 (ROA: 1.3% y ROE: 3.2%). Asimismo, los ratios a junio 2017 anualizados se ubicaron en 3.4% para el caso del ROA y 8.0% para el ROE; ambos superiores a los ratios anualizados a junio 2016, que fueron de -16.0% y -34.4% para el ROA y ROE, respectivamente.

Cabe mencionar que el margen neto negativo del año 2015 (-57.1%) se debió a que la Compañía registró en el 4T15 un cargo excepcional y único relacionado a la desvalorización de activos fijos, intangibles y existencias en sus unidades operativas como consecuencia de la difícil coyuntura de precios y de acuerdo a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 36) que lo exigen.



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

### Liquidez y flujo de efectivo

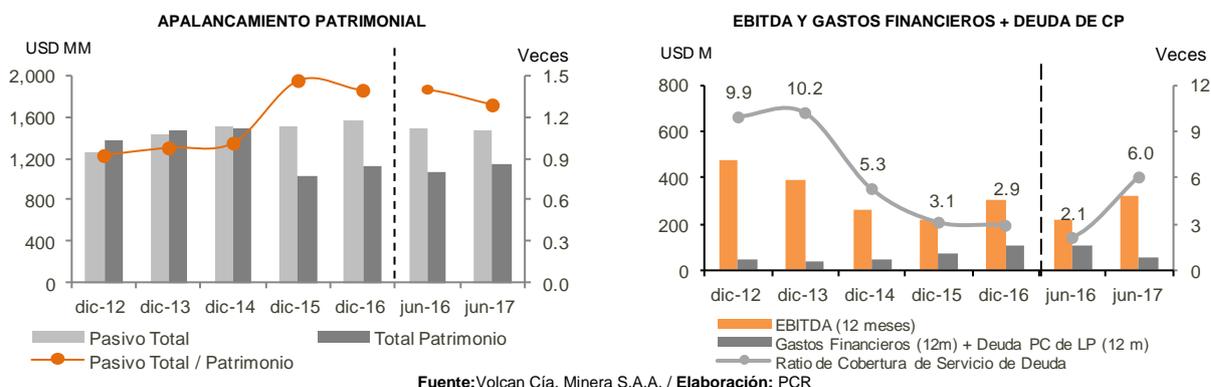
Al 30 de junio de 2017, el saldo de caja de la compañía se ubicó en USD 201.33 MM, 1.0% menor al saldo presentado al cierre del 2016. En cuanto al flujo de efectivo, la salida de dinero más importante de la compañía es la destinada al pago a proveedores y terceros, la que absorbió el 61.4% de los USD 468.82 MM generados por ventas; asimismo, destaca el efectivo destinado a pagos a trabajadores, que absorbió un 10.4% de los ingresos, terminando el efectivo proveniente de las actividades de operación en USD 127.67 MM.

En cuanto a los indicadores de liquidez de la compañía, a junio de 2017 el ratio de liquidez general se situó en 1.24X, mostrando una mejora respecto al 1.07X alcanzado al cierre de 2016, al reducirse la deuda de corto plazo principalmente (-29.9%). Asimismo, el capital de trabajo se mantuvo positivo en USD 138.75 MM, considerablemente superior al del cierre del año 2016 (USD 47.94 MM).

### Solvencia/ Cobertura

El ratio de apalancamiento de la compañía se ubicó en 1.29X al cierre del primer semestre de 2017, ratio menor al 1.39X del cierre del 2016. Esta mejora obedece a la reducción en el pasivo (-5.8%) y al incremento en el patrimonio (+2.0%) por mayores resultados acumulados.

En cuanto al ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD), éste se ubicó en 6.00X a junio 2017, notablemente superior al ratio de 2.87X alcanzado en diciembre 2016 debido al mayor nivel de EBITDA y al reperfilamiento de la deuda. Finalmente, el ratio de Deuda Financiera a EBITDA se ubicó en 2.60X, menor al 2.79X del cierre de 2016.

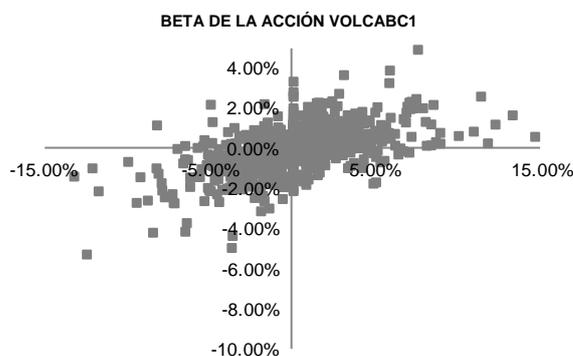


### Instrumentos Calificados

El capital social de Volcan se encuentra representado por dos tipos de acciones, serie A y serie B, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, así como en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa de Madrid de Labitex. Al cierre del 2T17 el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,175.

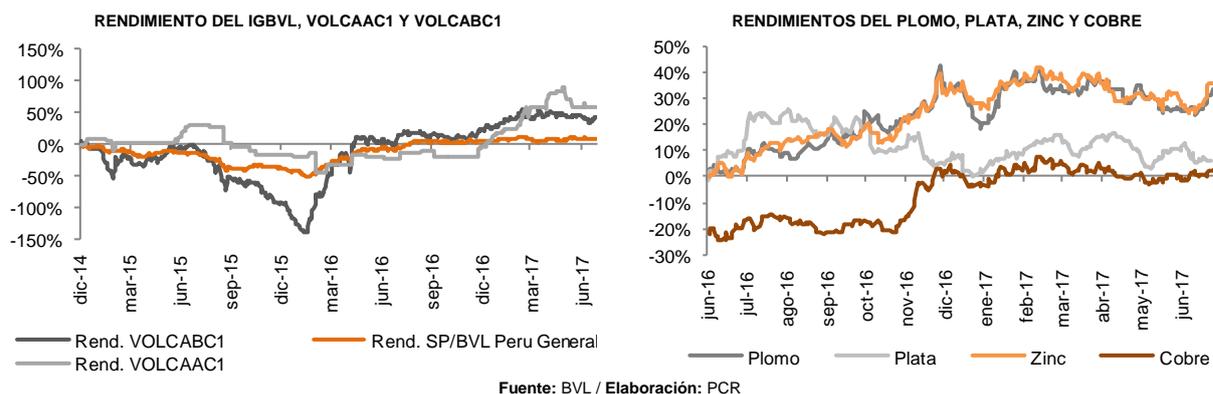
#### Acción Común Serie A:

Las acciones serie A (VOLCAAC1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). Al 30 de junio de 2017, 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. Asimismo, su cotización al cierre del 2T17 fue de S/ 2.00 por acción (Dic. 2016: S/ 1.41) con una frecuencia de negociación del 10% (Dic. 2016: 60%).



#### 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 2017, sumaron 2,443,157,622 acciones, con un valor nominal de S/ 0.87 cada una. Asimismo, su cotización al cierre del 2T17 ascendió a S/ 0.83 por acción (Dic. 2016: S/ 0.72) con una frecuencia de negociación del 100% (Dic. 2016: 100%).



### 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	
ago-16	0.0125		0.013125	
feb-17	0.0117		0.012280	

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

### Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Volcan Compañía Minera S.A.A.

El Programa fue aprobado por un monto en circulación de USD 200.00 MM o su equivalente en Soles y tiene 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). El Programa comprende una o más emisiones de valores, y los recursos obtenidos de la colocación del Primer Programa serán destinados al refinanciamiento de deuda y otros fines corporativos.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DEL PROGRAMA	
<b>Características</b>	
<b>Serie</b>	Una o más series
<b>Emisor</b>	Volcan Compañía Minera S.A.
<b>Estructurador</b>	BTG Pactual Perú S.A.C.
<b>Opción de rescate</b>	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.
<b>Garantía</b>	Garantía genérica sobre el patrimonio de la Empresa

**Fuente: SMV. / Elaboración: PCR**

EMISIONES EN CIRCULACIÓN (AL 30 DE JUNIO 2017)								
Emisión	Serie	Monto colocado	Precio de Colocación	Tasas de Interés	Fecha de Emisión	Fecha de Redención	Plazo	Cupón
<b>Primera</b>	Serie B	USD 50.00 MM	A la par	2.50%	27/04/2017	23/04/2018	360 días	Cero

**Fuente: SMV / Elaboración: PCR**

Anexo

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (M USD)</b>							
Activo Corriente	1,165,073	964,232	848,656	721,386	756,752	791,713	708,569
Activo Corriente Prueba Ácida	1,046,329	855,997	651,420	614,418	666,199	691,528	618,574
Activo No Corriente	1,478,140	1,949,502	2,148,399	1,810,163	1,927,791	1,776,995	1,907,842
Activo Total	2,643,213	2,913,734	2,997,055	2,531,549	2,684,543	2,568,708	2,616,411
Pasivo Corriente	427,180	561,652	607,925	535,932	708,812	639,918	569,814
Pasivo No Corriente	839,091	876,955	898,084	968,118	854,101	856,597	902,553
Pasivo Total	1,266,271	1,438,607	1,506,009	1,504,050	1,562,913	1,496,515	1,472,367
Total Patrimonio	1,376,942	1,475,127	1,491,046	1,027,499	1,121,630	1,072,193	1,144,044
Deuda Financiera	706,145	720,571	838,095	854,603	843,683	867,083	826,355
Corto Plazo	92,903	108,127	217,825	231,032	281,179	299,073	197,141
Largo Plazo	613,242	612,444	620,270	623,571	562,504	568,010	629,214
<b>ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)</b>							
Ventas Netas	1,178,403	1,162,823	1,042,351	794,514	821,548	380,168	407,634
Costo de ventas	736,567	791,433	865,746	663,202	581,224	278,574	283,441
Utilidad Bruta	441,836	371,390	176,605	131,312	240,324	101,594	124,193
Utilidad Operativa	357,177	267,933	95,388	62,100	117,508	71,511	84,325
Gastos Financieros	35,444	23,823	33,321	43,627	44,563	21,619	21,423
Utilidad Neta	210,950	173,360	56,823	-453,912	84,406	34,739	39,092
EBITDA	478,130	385,756	256,884	217,126	251,472	138,832	153,722
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>Solvencia y Cobertura</b>							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.56	0.50	0.56	0.57	0.54	0.58	0.56
Pasivo Total / Patrimonio	0.92	0.98	1.01	1.46	1.39	1.40	1.29
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1.48	1.87	3.26	3.94	2.79	3.91	2.60
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	2.65	3.73	5.86	6.93	5.16	6.75	4.63
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	9.89	10.17	5.25	3.07	2.87	2.09	6.00
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)*	9.54%	6.24%	1.92%	-16.42%	3.24%	-16.00%	3.42%
ROE (12 meses)*	16.13%	12.16%	3.83%	-36.05%	7.85%	-34.38%	8.01%
Margen Bruto	37.49%	31.94%	16.94%	16.53%	29.25%	26.72%	30.47%
Margen Operativo	30.31%	23.04%	9.15%	7.82%	14.30%	18.81%	20.69%
Margen Neto	17.90%	14.91%	5.45%	-57.13%	10.27%	9.14%	9.59%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	2.73	1.72	1.40	1.35	1.07	1.24	1.24
Prueba Ácida	2.45	1.52	1.07	1.15	0.94	1.08	1.09
Capital de Trabajo	737,893	402,580	240,731	185,454	47,940	151,795	138,755
<b>Rotación</b>							
Rotación de cuentas por cobrar*	35	43	29	25	30	34	21
Rotación de cuentas por pagar*	91	114	95	90	131	101	121
Rotación de inventarios*	58	49	44	54	51	56	51
Ciclo Operativo	2	-22	-22	-11	-50	-11	-49
<b>INDICADORES DE MERCADO</b>							
UPA "A" (USD)	0.06	0.05	0.01	-0.28	0.05	0.02	0.02
UPA "B" (USD)	0.10	0.08	0.02	-0.19	0.03	0.01	0.02
Precio/UPA "A" (veces)	68.34	45.30	107.61	-3.92	27.29	94.04	83.57
Precio/UPA "B" (veces)	25.02	14.74	30.96	-1.02	20.84	58.37	51.87
Dividendo "A"	0.08	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividendo "B"	0.08	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "A"	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	0.03	0.04	0.03	0.07	0.02	0.01	0.01
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.24	0.47	0.61	0.58	0.49	0.33	0.35
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.26	0.58	0.85	2.21	0.64	0.53	0.56

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