VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS

Informe con EEFF[1] al 31 de marzo 2019	**Fecha de comité: 24 de septiembre de 2019**
Periodicidad de actualización: Trimestral	**Sector Minería, Perú**

Equipo de Análisis

Julio Rioja Ruiz jrioja@ratingspcr.com	Daicy Peña Ortiz dpena@ratingspcr.com	(511) 208.2530

Fecha de información Fecha de comité	dic-14 08/05/2015	dic-15 10/05/2016	dic-18 30/05/2019	dic-17 21/05/2018	dic-18 30/05/2019	mar-19 24/09/2019
Acciones Comunes, Serie A	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Acciones Comunes, Serie B	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Volcan Compañía Minera S.A.A.	PE1	PE1	PE1	PE1	PE1	PE1
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

PEPCN1: *Las acciones calificadas en esta categoría son probablemente las más seguras, estables y menos riesgosas del mercado. Muestran una muy buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.*

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 clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida por PCR no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor 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), 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 ratificar las clasificaciones vigentes de Volcan Compañía Minera S.A.A. de "PEPCN2" a las acciones comunes Serie A y serie B y "PE1" al Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo. Esta decisión se sustenta en la amplia trayectoria y posicionamiento que mantiene el grupo en el mercado como uno de los principales productores mineros a nivel global y nacional. Asimismo, considera el soporte de la multinacional Glencore, con una visión enfocada en inversiones y crecimiento de las operaciones; la diversificación operativa moderada y el enfoque mostrado en la reducción de costos operativos. Por otro lado, la calificación se encuentra limitada por la reducción de márgenes, rentabilidad y liquidez ajustada con la que opera la compañía, así como la exposición que mantiene a la fluctuación del precio internacional de los metales.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Amplia trayectoria y posicionamiento en el mercado.** Volcan Compañía Minera es una empresa minera consolidada que opera en la zona central del Perú desde 1943, a la fecha se mantiene como un importante productor global y nacional de zinc, plata y plomo. Así, la compañía se ubicó dentro del top 5 en la producción de zinc, plomo y plata al cierre del *ranking* nacional[2]. Asimismo, se mantiene entre las mayores productoras de zinc y plata a nivel global.
- **Respaldo de Glencore y enfoque en inversiones.** Desde noviembre 2017, Volcan y sus subsidiarias están bajo el control del grupo suizo Glencore International AG, quien ha desarrollado un planeamiento para la Compañía basado en desarrollar el potencial de las operaciones, invirtiendo agresivamente en exploraciones, lo que les permitirá incrementar el nivel de reservas y construir planes de minado de largo plazo. Asimismo, el Planeamiento Estratégico apunta a reducir costos fijos operativos y administrativos, optimizar la estructura de deuda de la Compañía, e identificar posibilidades de sinergias.
- **Moderada diversificación operativa.** La Compañía opera a través de 12 minas distribuidas en cinco unidades operativas, entre las cuales la principal (UM Yauli) representa el 37.4% del total de mineral tratado[3]. Asimismo, es una minera polimetálica (produce cinco metales diferentes), donde la mayor representatividad la tiene el zinc y plata.

[1] EEFF no auditados.
[2] Según el Ministerio de Energía y Minas con información a marzo 2019.
[3] Su participación se ha reducido durante el periodo de estudio, ya que en el 2013 fue de 58.4%.

- **Ratios de cobertura de deuda holgada y apalancamiento moderado.** La Compañía incrementó su RCSD[4] de forma importante, llegando a un nivel de 7.29x (-0.41x en mar-18), dada la mejora en la generación de ingresos ligados a la operatividad del negocio de forma anualizada (EBITDA anualizado: US$ 312.5 MM), siendo mayor al de mar-18. Es importante mencionar que a pesar de que cuenta con cobertura holgada, la empresa tiene un nivel de apalancamiento moderado (2.39x), el cual fue ligeramente menor respecto a mar-18 en 0.15 p.p.; sin embargo, representa un riesgo para sus acreedores.
- **Incremento en costos operativos.** Se observa un continuo enfoque de la Compañía en el control de los costos operativos, con un costo unitario que ha mostrado una reducción continua en el periodo de análisis, gracias a medidas como la optimización en los métodos de minado y uso de materiales, reestructuración en la gestión de contratistas, mayor eficiencia en el uso de energía, entre otras. Sin embargo, a mar-19, se incrementó el costo unitario (US$/TM) en +1.2% dado el menor tonelaje de extracción en Yauli y Chungar, el incremento del costo de Alpamarca debido al mayor desbroce por la ampliación del tajo, y el mayor costo en Óxidos por el costo de extracción del mineral de óxidos in situ.
- **Exposición a la fluctuación del precio de los metales y bajo performance de las acciones en el mercado.** La generación de la Compañía se encuentra expuesta a la fluctuación de la cotización internacional de los metales. Así, dados los menores precios de Zinc y Plata, las acciones comunes de Volcan continuaron cotizando a la baja, luego de la recuperación observada hasta mediados del 2017; cerrando a mar-19 en un precio de S/ 3.50 y S/ 0.62 y un rendimiento YTD sin variación para las acciones de clase A y -12.7% en las de clase B.
- **Indicadores de rentabilidad bajos y liquidez ajustada.** La Compañía presenta reducción en los márgenes, siendo el margen bruto, operativo y neto 25.0%, 13.6% y 4.6% respectivamente, menores respecto a mar-18; sin embargo, los indicadores de rentabilidad anualizados (ROA y ROE) exhibieron un aumento respecto al año previo, siendo 0.7% y 2.4%[5] respectivamente al presente corte, mejorando respecto a mar-18. Respecto a los ratios de liquidez, estos son ajustados y a su vez opera con capital de trabajo negativo desde diciembre 2017; por ello se espera que estos niveles mejoren en la medida que la empresa busque optimizar la estructura de su deuda[6].

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación rigurosa 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 auditados al 31 de diciembre de los periodos 2014 al 2018, y Estados Financieros no auditados de marzo 2018 y 2019.
- **Riesgo de Liquidez:** Estructura de financiamiento.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de pasivos y reportes de aumentos de capital.
- **Riesgo Operativo:** Análisis de Gerencia y Notas de prensa, Informe de Gerencia marzo-2019.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontraron limitaciones referentes a la información presentada.
- **Limitaciones potenciales (Riesgos Previsibles):** Volatilidad en el corto y mediano plazo de los mercados, lo que afecta al precio de los metales y en consecuencia a la generación de ingresos.

Hechos de Importancia

- El 14 de agosto de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de julio 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US$ 766,097 (Valor Nocional: US$ 3,667,965).
- El 11 de julio de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de junio 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US$ 656,701 (Valor Nocional: US$ 4,401,557).
- El 24 de junio de 2019, se acordó por unanimidad designar a Gris y Asociados S. Civil de R.L. firma miembro de Deloitte, para emitir opinión sobre la información financiera del ejercicio 2019.
- El 14 de junio de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de mayo 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US$ 547,029 (Valor Nocional: US$ 5,135,150).
- El 13 de junio de 2019, se comunica que se ha reiniciado la operación comercial de la Central Hidroeléctrica de Rucuy, la cual estuvo paralizada a raíz de los daños sufridos a causa del fenómeno del Niño costero.
- El 07 de junio de 2019, se comunica que no se conoce algún hecho que pudiera haber incidido en la cotización de las Acciones Comunes Clase “B” (VOLCABC1) en las últimas sesiones de Rueda de Bolsa.
- El 15 de mayo de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de abril 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US$ 437,218 (Valor Nocional: US$ 5,868,743)

[4] RCSD: EBITDA (12m) / Gasto Financiero + Deuda CP (12m).
[5] ROE y ROA anualizado. Se resalta que a mar-18 estos indicadores anualizados eran negativos debido a reclasificación de cuentas que afectó los resultados del ejercicio 2017.
[6] Según información de la estrategia presentada por Volcan.

- El 14 de mayo de 2019, se comunica que el MSCI Inc. ha publicado una Nota de Prensa con fecha 13 de mayo de 2019, informando los resultados de la revisión de los índices que forman parte del MSCI Equity Indexes al mes de mayo del 2019. Como resultado se anuncia la exclusión de las Acciones Comunes clase B de Volcan Compañía Minera S.A.A. en el MSCI Global Small Cap Indexes, en la sección MSCI Peru Index. Dichos cambios serán realizados hasta el cierre del 8 de mayo de 2019.
- El 13 de mayo de 2019, se informa la conclusión de la transacción por la cual la empresa de la República Popular China, COSCO SHIPPING Ports Limited , a través de su subsidiaria se ha incorporado como accionista de Terminales Portuarios Chancay con una participación del 60% de las acciones representativas del capital social del terminal, manteniendo Volcan la titularidad del 40% restante de las acciones representativas.
- El 16 de abril de 2019, Con el voto unánime de todos los Accionistas asistentes, se aprobó la propuesta del Directorio consistente en que la utilidad neta según los estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018, que asciende a US$9.856 MM se mantenga como resultados acumulados.
- El 20 de febrero de 2019, la empresa anunció la exclusión de las Acciones Comunes Clase "B" de Volcan Compañía Minera S.A.A. de los índices FTSE All World y FTSE All Cap, los cuales serán efectuados después del cierre de operaciones del viernes 15 de marzo de 2019. Asimismo, la empresa comentó que la razón de esta exclusión se debe a la falta de liquidez del mercado local, sin considerar los fundamentos propios de la empresa.
- El 19 de febrero de 2019, el Directorio aprobó por unanimidad la recomposición de Miembros de los Comités de Directorio: Nombrando a los señores directores José Picasso y Victoria Soyer como miembros del comité de auditoría, a Christopher Eskdale y Victoria Soyer como miembros del comité de Gestión Humana y a Carlos Perezagua, José Ignacio de Romañana y Victoria Soyer como miembros del comité de Responsabilidad Social Corporativa.
- El 23 de enero de 2019, la Bolsa de Valores de Lima informó que se procedió a la suspensión de la negociación en Rueda de Bolsa de las acciones de Volcan Compañía Minera S.A.A. hasta las 9:30 a.m. a fin de que dichos valores entren a un proceso de formación de precios, mediante subasta, hasta las 10:00 a.m., considerando la información difundida con respecto al contrato de suscripción e inversión para la venta del 60% de su subsidiaria Terminales Portuarios Chancay S.A. a Cosco Shipping Ports (Chancay) Limited.
- El 23 de enero de 2019, Volcan suscribió con la empresa de la República Popular China, COSCO SHIPPING Ports Limited (CSPL) y su subsidiaria COSCO SHIPPING Ports (Chancay) Limited (CSPL SPV), con la intervención de Terminales Portuarios Chancay S.A. (TPCH), subsidiaria de Volcan, un Contrato de Suscripción e Inversión y un Convenio de Accionistas, en virtud de los cuales CSPL se incorporará como accionista de TPCH con el 60% de las acciones representativas del capital social de TPCH. El precio de la transacción es de US$ 225MM, bajo la modalidad de aumento de capital de TPCH.
- El 14 de diciembre de 2018, se informó que una clasificadora de riesgo internacional emitió un informe en el que mantiene la calificación de grado de inversión (BBB-) del riesgo crediticio de Volcan Compañía Minera S.A.A. y subsidiarias y de sus bonos con vencimiento en febrero del 2022, con una perspectiva estable.
- El 05 de noviembre de 2018, se informó que una clasificadora de riesgo internacional emitió un informe en el que mejora la calificación de riesgo crediticio de Volcan Compañía Minera S.A.A. y Subsidiarias y de sus bonos con vencimiento en febrero del año 2022, de Ba3 a Ba2 con una perspectiva estable.
- El 23 de octubre de 2018, se reiniciaron las operaciones en las minas de la Unidad Minera Yauli, luego de haber culminado con los trabajos de revisión de las condiciones de seguridad.
- El 09 de octubre de 2018, se informó que, con la finalidad de revisar las condiciones de seguridad de las minas subterráneas y para asegurar el cumplimiento de los altos estándares de seguridad de la Compañía, se suspendieron temporalmente las operaciones en las minas de la Unidad Minera Yauli.
- El 24 de julio de 2018, el Directorio de la compañía aprobó el pago de un dividendo en efectivo a cuenta de las utilidades de libre disposición al 30 de junio 2018. El monto a distribuir fue de S/ 54.58MM.

Contexto Económico

Entorno Internacional[7]

De acuerdo con el Banco Central de Reserva del Perú, se espera que el crecimiento global se modere de 3,6% en 2018 a 3,3% para el 2019, esto debido al impacto negativo que han tenido las tensiones comerciales entre EE. UU. y China en el desarrollo económico mundial. Otros eventos significativos que menciona el Fondo Monetario Internacional (FMI) acerca de las perspectivas económicas mundiales son las tensiones macroeconómicas en Argentina y Turquía, trastornos en la industria automotriz de Alemania, endurecimiento de las políticas de crédito en China afectando principalmente al sector infraestructura, decisión de incrementar las tarifas a las importaciones por parte de EEUU y la normalización de política monetaria en las principales economías desarrolladas han contribuido al debilitamiento de la expansión mundial el último semestre del 2018, y se espera persista hasta el primer semestre del 2019. No obstante, durante el primer trimestre 2019 la Reserva Federal de Estados Unidos dio señales de orientarse hacia una política monetaria más acomodaticia y posible acuerdo comercial con China, generando mayor confianza por parte del sector empresarial.

En la eurozona, factores como la salida del Reino Unido de la Unión Europea sin que medie un acuerdo; una debilidad persistente de los datos económicos que apunte a una dilatada ralentización del crecimiento mundial; una incertidumbre fiscal prolongada y rendimientos elevados en Italia particularmente si van de la mano de una recesión más profunda, podría producir efectos de contagio desfavorables en otras economías de la zona del euro.

[7] World Economic Prospects – April 2019, by World Bank.

En los países emergentes, de acuerdo con el Banco Mundial, el crecimiento de las inversiones ha sido revisado a la baja dado el lento crecimiento global, el presupuesto fiscal es limitado, se incrementó el nivel de endeudamiento y se deterioró el entorno empresarial. No obstante, durante el primer trimestre del 2019 se registra una ligera recuperación de los indicadores de manufactura y servicios (PMI). Los países exportadores de commodities siguen siendo los más afectados por el estrés en los mercados.

Entorno Local

En el primer trimestre del año 2019, el PBI de Perú registró un crecimiento de 2.3% en términos interanuales, con un bajo crecimiento de la demanda interna, que creció 1,7 por ciento. Destaca el menor ritmo de gasto público y la caída de inversión privada no minera, el ligero incremento en las exportaciones debido a menores embarques de productos mineros, así como la caída del sector construcción originada por una menor inversión pública.

Este crecimiento es menor al que se había proyectado a principios de año, debido principalmente a la menor producción de la minería metálica por menor extracción de oro, hierro, zinc y plata, la reducción de actividad pesquera dada la menor captura de anchoveta por la temporada (el año anterior se permitió pescar por una para en el último trimestre del 2017); y de la menor actividad del sector manufactura primaria por menor producción de harina de pescado y refinación de metales no ferrosos.

Así, los soportes para el crecimiento en 2019 consisten en la normalización de la actividad primaria, cuando el sector pesquero empiece la otra temporada de pesca de anchoveta y se alcance las ampliaciones de Toquepala y Shougang en el sector minero. En el sector no primario, se espera la recuperación de la demanda interna, inversión pública y privada, y consumo. El PBI aún se encuentra debajo del potencial, por lo que eso reduce la probabilidad de subir la tasa de referencia por parte del BCRP, el cual generaría un endurecimiento del crédito y enfriamiento de la economía. Es importante mencionar el conflicto social que generó la paralización de Las Bambas y Tía María, los cuales tendrían un impacto importante en el producto de no llegarse a un acuerdo.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL					Marzo 2019	PROYECCIÓN ANUAL**	
	2014	2015	2016	2017	2018		2019	2020
PBI (var. % real)	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.0%	2.3%	3.4%	4.0%
PBI Electr & Agua	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%	6.0%	4.3%	4.0%
PBI Pesca (var. % real)	-27.9%	15.9%	-10.1%	4.7%	39.8%	-20.5%	-14.6%	9.0%
PBI Construcción (var. % real)	1.9%	-5.8%	-3.2%	2.2%	5.4%	1.8%	5.4%	6.9%
Inflación (var. % IPC)	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	2.0%	2.2%	2.1%	2.0%
Tipo de cambio promedio (US$)	2.84	3.19	3.38	3.26	3.29	3.32	3.34	3.36

**Proyecciones según el Reporte de Inflación de junio 2019 del BCRP.
Fuente: INEI, BCRP / **Elaboración:** PCR

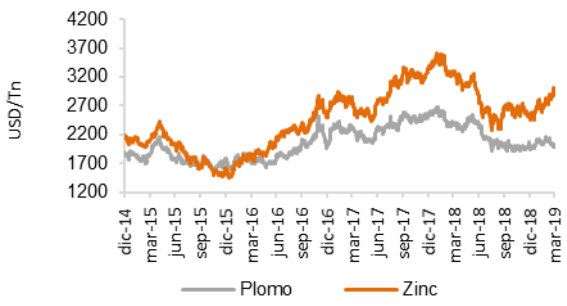
Contexto de Sistema

Entorno Minero

En el mes de marzo de 2019, el PBI minero metálico aumentó ligeramente en 0.3% con respecto al mismo mes del año pasado. Este resultado positivo surge luego de varios meses de decrecimiento. Cabe resaltar que la producción de cobre, plomo y estaño mostraron variaciones positivas interanuales en el mes de marzo de 4.7%, 5.7% y 29.5%, respectivamente. No obstante, la producción de oro, zinc, plata, hierro y molibdeno, disminuyeron en el mismo periodo. Ello se explicó por la disminución de las cotizaciones internacionales de los minerales, por menores leyes (de concentración de mineral) en los tonelajes tratados, la reformulación de planes de minado, paralización temporal de ciertos yacimientos y recortes de planes de producción debido al agotamiento de reservas y otros factores operativos.

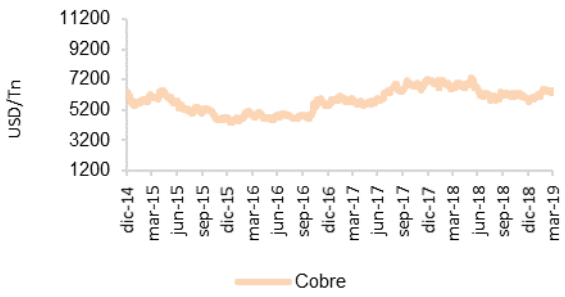
En relación con la producción de cobre, cabe destacar, que la vía de transporte de concentrado de la Unidad Minera Las Bambas continuó bloqueada durante este periodo desde el 4 de febrero del 2019. Por esta razón, Las Bambas anunció el retraso de envíos de cobre después de que se agotaran las existencias en el puerto de Matarani.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL ZINC Y PLOMO (US$/TM)



Fuente: Bloomberg / **Elaboración**: PCR

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL COBRE (US$/TM)



Fuente: Bloomberg / **Elaboración**: PCR

Análisis de la Institución

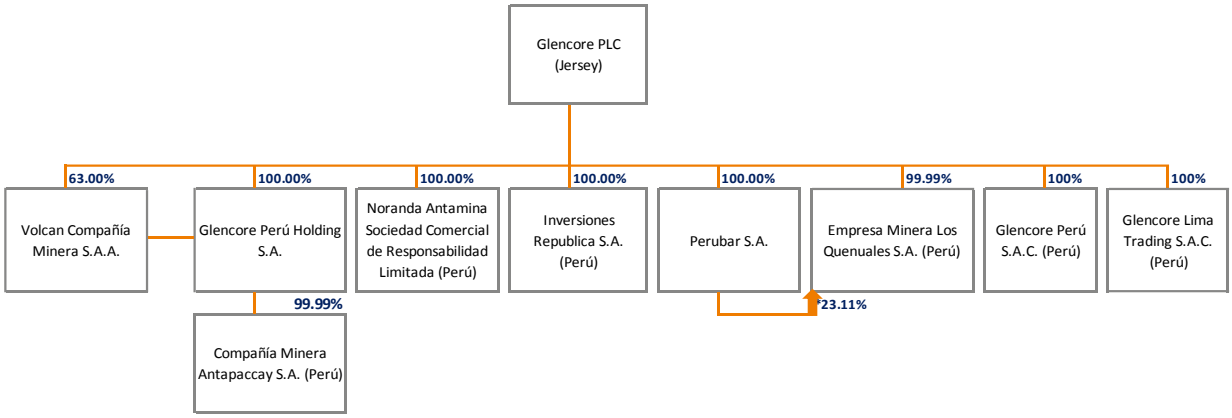
Reseña

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 1943 bajo el nombre de Volcan Mines Company, con las minas Ticlio y Carahuacra y la Planta Victoria. Posteriormente, en 1998 cambió su denominación social a Volcan Compañía Minera S.A.A., al fusionarse con la empresa Minera Mahr Tunel S.A.

Durante sus años de operación, Volcan ha adquirido diversas compañías mineras al interior del país, lo que le ha permitido expandir su capacidad productiva y mejorar su posición de mercado. En el 2012 emitió por primera vez bonos a nivel internacional, y en el mismo año empezó su producción de energía, permitiéndole mejorar y ampliar sus unidades mineras. Actualmente, Glencore tiene el 63% de las acciones clase "A" de Volcan, tomando así el control de la Compañía y subsidiarias.

Grupo Económico

GRUPO ECONÓMICO (A MARZO 2019)



Fuente: SMV / **Elaboración:** PCR

Responsabilidad Social Empresarial y Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, consideramos que la empresa Volcan Compañía Minera tiene un nivel de desempeño sobresaliente[8] respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. Asimismo, producto del análisis efectuado, consideramos que Volcan Compañía Minera presenta un nivel de desempeño óptimo[9] respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Para revisar el detalle de los resultados. El detalle de los aspectos considerados que justifican los niveles de desempeño otorgados en ambos casos se incluye en la sección ESG del informe de cierre anual con fecha 30 de mayo del 2019.

Accionariado y Plana Gerencial

El Capital Social de la Compañía es de S/ 1,633,414,556 acciones clase "A" cuya tenencia da derecho a voto, y por 2,443,157,622 acciones clase "B" que no tienen derecho a voto, pero si a distribución preferencial de dividendos, el cual no es acumulable. La totalidad de las acciones comunes se encuentran suscritas y pagadas y tienen un valor nominal de S/ 0.87. Asimismo, Volcan aún tiene pendiente incorporar un Reglamento de la JGA, no se permite la incorporación de puntos a debatir en las Juntas, por parte de los accionistas, sin embargo si se pueden delegar los votos para las Juntas a través de un procedimiento formal. La composición de accionistas de la Compañía perteneciente a la serie "A" se encuentra liderada por Glencore International AG, mientras que la composición de accionistas de la serie "B" se encuentra dividida por empresas institucionales con participaciones mayores al 5%. 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".

COMPOSICIÓN ACCIONARIA (A MARZO 2019)

Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación[10]
Glencore International AG*	A	41.91%	AFP Integra – Fondo 2	B	10.63%
Empresa Minera Paragsha S.A.C.	A	11.18%	AFP Integra– Fondo 3	B	8.61%
José Ignacio De Romaña Letts	A	10.33%	Prima AFP – Fondo 3	B	7.23%
Irene Letts Colmenares de De Romaña	A	9.90%	Prima AFP – Fondo 2	B	8.61%
Blue Streak International N.V.	A	8.38%	Profuturo AFP – Fondo 2	B	6.76%
Sandown Resources S.A.	A	7.81%	Profuturo AFP – Fondo 3	B	4.96%
Otros	A	10.49%	Otros	B	49.21%
Total		100.00%	Total		100.00%

* El Grupo Glencore, incluyendo todas sus subsidiarias, alcanza el 63% de participación en las acciones clase "A".
Fuente: SMV / **Elaboración:** PCR

[8] Categoría RSE1 en una escala de 06 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.
[9] Categoría GC2 en una escala de 06 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.
[10] Fuente: Volcan dic-18

Cabe mencionar que a mayo 2019, una calificadora internacional mantiene la calificación de la deuda de largo plazo de la Compañía en BBB-[11] con perspectiva estable. Según el informe, el rating refleja los ingresos diversificados de Volcan provenientes de cinco unidades mineras en la región de los Andes centrales, y su ubicación en el ranking de producción de Perú. Asimismo, la calificación se sostiene en la diversificación polimetálica de la Compañía, la posición de costos competitiva, liquidez adecuada, y la posición de Glencore como accionista mayoritario; tomando en cuenta también la más débil generación de flujo de caja en periodos de precios bajos y la baja vida útil de la mina, sin embargo, tiene una política de ahorrar costos de exploración y desarrollo en periodos de precios bajos para preservar el flujo de caja.

Anteriormente, en noviembre 2018, una calificadora internacional realizó un *upgrade* a la deuda de largo plazo de la Compañía, de Ba3 a Ba2[12] con perspectiva estable basado en las mejoras en su perfil operativo y de liquidez, el mayor enfoque en rentabilidad y reducción de costos; inversiones en proyectos brownfield y las implicancias positivas de que Glencore se haya convertido en accionista controlador de la Compañía en noviembre 2017. Por su parte, la deuda de largo plazo del Grupo Glencore recibió un up-grade de Baa2 calificación de Baa1 con perspectiva estable desde mayo 2019 basada en el importante crecimiento en las ganancias operativas del ejercicio y la continua gestión conservadora de la estructura del balance y el perfil de apalancamiento del Grupo.

El Directorio está conformado por siete miembros y su actual Presidente es el señor 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 señor José Ignacio de Romaña Letts, administrador de empresas por la Universidad del Pacífico quien trabajó en la subgerencia comercial de Compañía de Minas Buenaventura.

En cuanto a la gerencia general de la Compañía, ésta se encuentra a cargo del señor Juan Ignacio Rosado Gómez de la Torre, quien es economista por la Universidad del Pacífico y máster en Administración de Negocios por la Ross School of Business, Universidad de Michigan. Asimismo, el señor Rosado desempeñó el cargo de Gerente de Proyectos en Mckinsey Company y fue director de Lake Shore Gold Corp. y de Zincore Metals. Asimismo, cabe mencionar que la Compañía cuenta con tres ejecutivos provenientes de Glencore: el señor Aldo de la Cruz Peceros como vicepresidente de operaciones, el señor Carlos Fernández Navarro como vicepresidente ejecutivo y el señor Jorge De Olazabal Angulo como subgerente corporativo de asuntos ambientales.

DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL[13]

Directorio		Plana Gerencial	
José Enrique Picasso Salinas	Presidente	Juan Rosado Gómez De La Torre	Gerente General
José Ignacio De Romaña Letts	Vicepresidente	Aldo De La Cruz Peceros	Vicepresidente de Operaciones
Cristopher Robert Eskdale	Director	Carlos Fernández Navarro	Vicepresidente Ejecutivo
Irene Letts Colmenares De De Romaña	Director	Jorge Murillo Núñez	Vicepresidente de Administración y Finanzas
Daniel Francisco Mate Badenes	Director	Vanessa Aita De Marzi	Gerente Comercial
Carlos Perezagua Marín	Director	José Montoya Stahl	Gerente Central de Desarrollo Corporativo
Victoria Soyer Toche	Director	Willy Montalvo Callirgos	Gerente de Contabilidad y Tributación
		Roberto Servat Pereira de Sousa	Gerente de Responsabilidad Social
		Alfonso Rebaza González	Gerente Legal
		Juan Begazo Vizcarra	Gerente de Auditoría
		Mario de las Casas Vizquerra	Gerente de Logística
		Álvaro Cabrera Ramírez	Gerente de Energía
		Edgardo Zamora Pérez	Gerente Corporativo de Planeamiento
		James Atalaya Chacón	Gerente General Operaciones Chungar
		Julio Beraun Sanchez	Gerente Operaciones Cerro de Pasco
		Francisco Grimaldo Zapata	Gerente Operaciones Alpamarca

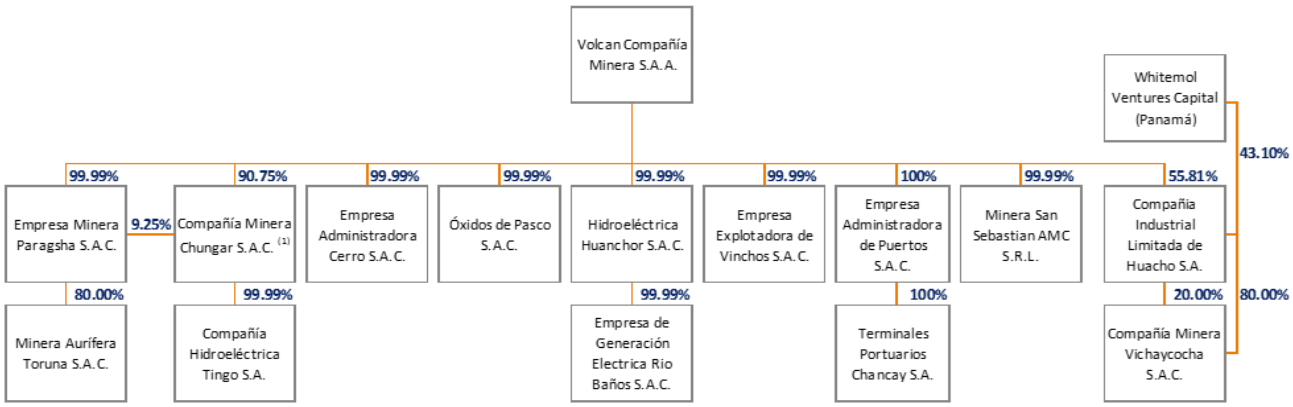
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / **Elaboración:** PCR

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. Opera en la zona central del país (departamentos de Lima, Pasco y Junín), zona especialmente favorable para la minería por sus características geológicas, cercanía a Lima y fácil acceso a las principales vías de comunicación. Posee más de 367 mil hectáreas concesionadas y cinco unidades mineras (UM): Yauli, Cerro de Pasco, Chungar, Alpamarca y Planta de Óxidos. Dentro de las mismas 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). El 23 de enero de 2019, TPCH, subsidiaria de Volcan, firmó un acuerdo con Cosco para incorporarlo como socio estratégico para desarrollar el proyecto del Puerto de Chancay[14]. La transacción fue cerrada el 13 de mayo de 2019, convirtiéndose Cosco en socio estratégico con una participación del 60% de las acciones representativas del capital social de TPCH y manteniendo Volcan el 40% restante. Volcan tiene 842 ha. en una zona cercana al proyecto, donde se podrá construir un complejo logístico.

[11] Fuente: Clasificadora Internacional a mayo 2019.
[12] Fuente: Calificadora Internacional a noviembre 2018.
[13] Fuente: Volcan Compañía Minera S.A.A. Se mantienen los datos de diciembre 2018.
[14] Fuente: Resultados 1Q 2019: Volcan Compañía Minera S.A.A.



Fuente: SMV / **Elaboración:** PCR

Unidades mineras

- *Unidad Yauli:* Ubicada en el departamento de Junín, a 40 km. de la ciudad de La Oroya y a 170 km. de Lima.
- *Unidad Cerro de Pasco:* Ubicada en el departamento de Pasco, a 295 km. de Lima.
- *Unidad Chungar:* Ubicada en el departamento de Pasco, a 219 km. al este de Lima.
- *Unidad Alpamarca:* Ubicada en el departamento de Junín, a 182 km. al este de Lima. Inició operaciones en abril de 2014.
- *Unidad Planta de Óxidos:* Ubicada en el departamento de Pasco, a 295 km. de Lima. Esta planta inició operaciones al 100% de su capacidad en junio de 2015.

UNIDADES MINERAS DE VOLCAN COMPAÑÍA MINERA

Unidad Minera	Productos obtenidos	Finos obtenidos	Minas	Tipo	Plantas de Tratamiento	Capacidad (TMS por día)	Mineral Tratado (Miles de TM) [15]	
							mar-18	mar-19
Yauli	Concentrado de zinc Concentrado de plomo Concentrado de cobre	Zinc, plata Plomo, plata Cobre, plata, oro	San Cristóbal Andaychagua Ticlio Carahuacra Carahuacra	Subterránea Subterránea Subterránea Subterránea Tajo abierto	Victoria Mahr Túnel Andaychagua	11,400	751	737
Cerro de Pasco	Concentrado de zinc Concentrado de plomo	Zinc, plata Plomo, plata	Paragsha Raúl Rojas Vinchos	Subterránea Tajo abierto Subterránea	Paragsha San Expedito	2,500	291	375
Chungar	Concentrado de zinc Concentrado *bulk*[16]	Zinc, plata Plomo, cobre, plata	Animón Islay	Subterránea Subterránea	Animón	5,500	432	435
Alpamarca	Concentrado de zinc Concentrado *bulk*	Zinc, plata Plomo, cobre, plata	Alpamarca Río Pallanga	Tajo abierto Subterránea	Alpamarca	2,500	229	224
Planta de Óxidos	Barras de doré[17]	Plata, oro	*Stockpiles*	*Stockpiles*	Óxidos	2,500	218	198
			Total			**24,400**	**1,921**	**1,969**

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

Producción

Al cierre del primer trimestre de 2019, el mineral tratado por Volcan ascendió a 1.97MM de TM, registrando un aumento de 2.5% frente a similar periodo de 2018, explicado por el mayor mineral tratado en la unidad minera de Cerro de Pasco, que aumentó en 28.9% y en menor medida por el incremento de Chungar (+0.7%), pese, a la reducción en las demás unidades[18]. La unidad de Cerro de Pasco y Chungar incrementaron el mineral tratado el primer trimestre debido a la mayor producción proveniente de los *stockpiles* de mineral polimetálico en ambas minas.

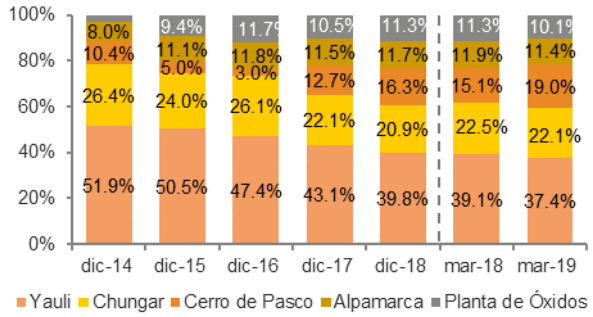
Si bien la unidad minera Yauli se mantiene como la principal unidad de Volcan, representando el 37.4% del total de mineral tratado a mar-19, cabe mencionar la reducción en su participación durante el periodo de estudio, ya que a mar-18 representaba el 39.1% de la producción de la Compañía. Así, se observa una disminución en los niveles de concentración operativa. En la segunda y tercera posición, se encuentran las unidades de Chungar y Cerro de Pasco, que representaron el 22.1% y 19.0% del total del mineral tratado, mientras que el restante corresponde a la producción de la unidad de Alpamarca (11.4%) y de la Planta de Óxidos (10.1%).

Respecto a la producción de finos por mineral, el zinc se redujo 8.5% pasando de 58.8M tmf a 53.8M tmf; el plomo disminuyó en 5% pasando de 12M tmf a 11.4M tmf; la de cobre disminuyó 8.1%, de 1.1M tmf a 1.0M tmf; y la de plata

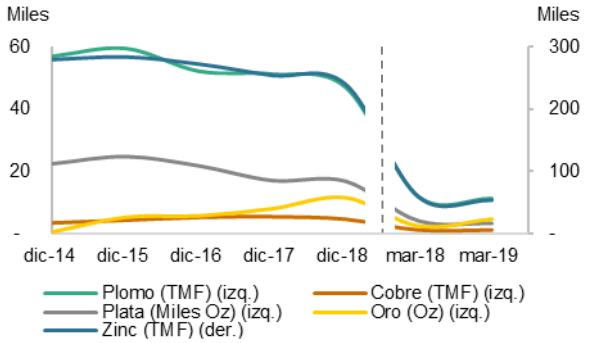
[15] Resultados 1Q 2019: Volcan Compañía Minera S.A.A.
[16] Concentrado que contiene más de un metal con valor comercial.
[17] Aleación semi-pura de oro y plata.
[18] Fuente: Resultados 1Q 2019: Volcan Compañía Minera S.A.A. Yauli: -1.9%, Alpamarca: -2.2% y Planta de Óxidos: -9.2%

disminuyó 19.1%, de 4.2MM oz a 3.4MM oz; mientras que la producción de oro aumentó 90.6%, de 2.5M oz a 4.7M oz, todos ellos a mar-19 respecto al mismo período del año previo.

PARTICIPACIÓN DE LAS UM EN EL MINERAL TRATADO



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE FINOS



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

El crecimiento del oro en términos interanuales se dio por incrementos en la producción de la Planta de Óxidos. Por el contrario, se redujo la producción plomo y plata, principalmente por una menor producción en las unidades de Chungar (menores leyes de la mina Animón), Alpamarca (menores leyes de cabeza de mineral tratado) y la Planta de Óxidos (menor ley de plata proveniente de los óxidos in situ), así como la caída de producción en Yauli respecto al zinc (principal mineral en esa mina así como respecto al total de unidades mineras) como consecuencia de menores leyes proveniente de Carahuacra y Andaychagua.

PRODUCCIÓN DE FINOS

Mineral	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Plata		Total		
	mar-18	mar-19	mar-18	mar-19	mar-18	mar-19	mar-18	mar-19	mar-18	mar-19	mar-18	mar-19	Var %
Zinc (M TM)	33.7	31.0	2.9	3.1	19.8	18.5	2.4	1.2	-	-	58.8	53.8	-8.5%
Plomo (M TM)	4.2	5.2	1.0	0.9	5.0	4.4	1.8	0.9	-	-	12.0	11.4	-5%
Cobre (M TM)	0.6	0.7	-	-	0.4	0.3	0.1	0.1	-	-	1.1	1.1	-
Plata (MM Oz)	1.8	1.6	0.1	0.1	1.0	0.8	0.4	0.3	0.9	0.6	4.2	3.4	-19.1%
Oro (M Oz)	1.6	1.4	-	-	-	-	-	-	0.9	3.3	2.5	4.7	90.6%

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

Energía

Volcan participa en el mercado de energías renovables para el suministro tanto de sus propias operaciones como de terceros con el objetivo de mejorar su estructura de costos, contar con mayor disponibilidad de energía en sus operaciones mineras y contribuir en la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero. Actualmente la Compañía cuenta con 13 centrales hidroeléctricas con una potencia total instalada de 63 MW, las que cubren aproximadamente el 43% de su consumo.

CENTRALES HIDROELÉCTRICAS

Central Hidroeléctrica	Región	Potencia instalada	Producción mar-18	Producción mar-19
CH Chungar (10) *	Lima / Pasco	22 MW	40.3 GWh	42.5 GWh
CH Tingo	Lima	1 MW	2.2 GWh	2.3 GWh
CH Huanchor	Lima	20 MW	41.5 GWh	41.1 GWh
CH Rucuy	Lima	20 MW	0.0 GWh	0.0 GWh
Total		**63 MW**	**84.0 GWh**	**86.0 GWh**

* Son 10 centrales hidroeléctricas: Baños I a V (5), Chicrín I a IV (4) y San José (1). Solo la CH San José está ubicada en Pasco.
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / **Elaboración:** PCR

Durante el primer trimestre del 2019, la producción total de energía de la Compañía fue de 86.0 GWh, mostrando un aumento interanual de 2.4%, como consecuencia del aumento en las 10 centrales hidroeléctricas de Chungar en 5.6%, así mismo, la paralización de la CH Rucuy dados los problemas originados en la tubería forzada y la línea de transmisión por el fenómeno del Niño Costero en marzo de 2017 sigue vigente. Sin embargo, se vienen ejecutando los trabajos de reparación de la central, que incluyen la construcción de un pique vertical y un túnel que reemplazarán la tubería forzada; se estima el reinicio de operaciones en el primer semestre del 2019.

Respecto a la CH Tingo, su generación fue vendida directamente a Chungar; mientras que la CH Huanchor es integrante del Comité de Operación Económica del Sistema Interconectado Nacional (COES) y su producción fue vendida en su totalidad a terceros. El consumo total de energía de la Compañía fue de 181.4 GWh a mar-19 (mar-18: 174.0 GWh), y para completarlo, se compró al Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) 136.6 GWh de energía (mar-18: 131.4 GWh) a un costo unitario promedio de 58.8 USD/MWh.

Estrategias corporativas

La Compañía se encuentra enfocada en lograr mayor eficiencia y productividad en las operaciones, así como en invertir en exploraciones. El Plan estratégico para el periodo 2019 se elaboró con el apoyo de los equipos técnicos internacionales de Glencore, que visitaron las unidades mineras de Volcan; y se centra en cuatro puntos:

- *Desarrollar el potencial de las operaciones*: Se planea invertir agresivamente en exploraciones, incrementar el nivel de reservas, y construir planes de minado de largo plazo que permitan planificar infraestructura, permisos e incrementar la producción.
- *Priorizar desarrollo de proyectos cercanos a las minas para aprovechar la infraestructura disponible*: Entre estos se encuentran Romina (Alpamarca), Carhuacayán (Alpamarca), Zoraida (Yauli), tajos Toldorrumi y Oyama (Yauli).
- *Desarrollar proyectos con potencial geológico importante en zonas prospectivas*: Palma, Shuco, Yacucancha, Guargashmina.
- *Controlar y optimizar todas las variables que impacten en el flujo de caja*: Se planea reducir costos fijos operativos y administrativos, optimizar la estructura de deuda y revisar la estructura societaria para optimizar impuestos.

Inversiones

A marzo 2019, las inversiones de Volcan fueron de US$ 32.2MM, monto inferior en 8.4% a las inversiones de similar periodo de 2018, obedeciendo a las menores inversiones en el negocio minero (US$ -2.6MM), aunado al retroceso en el negocio de energía (US$ -300M). Esta caída de las inversiones en minería (-7.7%), se debe principalmente a la menor inversión en desarrollos (US$ -2.8MM), infraestructura en mina e infraestructura eléctrica, sin embargo, fue compensada en parte por la mayor inversión en exploraciones locales y áreas de soporte. Se observa un incremento en exploraciones regionales, el cual fue explicado por el desarrollo del proyecto Romina; así mismo, las inversiones en crecimiento siguieron la misma tendencia.

INVERSIONES CONSOLIDADAS (USD MM)

	mar-18	mar-19	Variación
Minería	**34.1**	**31.4**	**-7.7%**
Exploración Local	3.8	5.0	+32.1%
Desarrollo	18.5	15.7	-14.9%
Plantas y Relaveras	4.8	4.5	-6.2%
Mina e Infraestructura	4.0	2.4	-40.2%
Energía en Unidades	1.6	0.5	-67.9%
Soporte y Otros	1.0	2.0	94.9%
Exploraciones Regionales	**0.1**	**0.3**	**+288.5%**
Crecimiento y Otros	**0.3**	**1.0**	**+248.5%**
División de energía	**1.1**	**0.8**	**-29.2%**
Total	**35.2**	**32.2**	**-8.4%**

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

En el año 2019 se espera efectuar más de 300 mil metros de perforaciones con una inversión total aproximada de US$ 50MM. A mar-19 ya se han ejecutado alrededor de 50 mil metros de perforación diamantina en las operaciones actuales y otros 5 mil metros en exploraciones regionales, principalmente en Zoraida, Carhuacayán, Palma y Romina. Finalmente, cabe mencionar que la Compañía continúa con el desarrollo del proyecto del puerto de Chancay a través de la empresa Terminales Portuarios Chancay S.A.; y se continúa con el proceso para la incorporación de un socio estratégico. En lo que va del año se han invertido USD 3.6MM en este proyecto y en el negocio de energía.

PROYECTOS DE VOLCAN COMPAÑÍA MINERA[19]

Etapa	Proyecto	Ubicación	Minerales	Status
Generación de nuevos proyectos	Shuco	Cerro de Pasco	Zinc, Plomo y Plata	Descartado porque sus resultados no cubrieron las expectativas de Volcan.
	Santa Bárbara	Junín	Cobre y Oro	Los resultados de las pruebas metalúrgicas fueron positivas y actualmente se está evaluando la viabilidad económica del proyecto a nivel conceptual
	Rica Cerreña	Cerro de Pasco	Cobre y Oro	Se está solicitando la aprobación de una DIA[20] de exploración para la ejecución.
Desarrollo Post-descubrimiento	Romina II	Lima	Zinc, Plomo y Plata	Se viene realizando el Estudio de Impacto Ambiental Detallado. Se espera el estudio de factibilidad. Se completó un programa de perforación diamantina. Inversión en exploración ($200M).
	Carhuacayán	Junín	Zinc, Plomo y Plata	Se completó un programa de perforación diamantina.
	Palma	Lima	Zinc, Plomo y Plata	Se completó un programa de perforación. Además, el modelo geológico se encuentra en proceso de actualización y se planea una perforación diamantina de 7000 metros para el 2019.
Exploración Brownfield	Zoraida	Junín	Plata, Plomo y Zinc	La revisión del expediente de 23 mil metros de perforación permitió generar un nuevo modelo geológico con mucho potencial.
	Alpamarca Norte	Junín		En el 2017 se completó una campaña de perforación diamantina y en la actualidad se está definiendo su continuidad y si es factible una futura explotación subterránea. Se realizaron inversiones en Alpamarca por plantas y relaveras de $200M.

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

Reservas

El cálculo de reservas y recursos se calcula una vez al año. Al cierre del 2018 se realizó empleando las proyecciones de precios de metales de largo plazo: 2,440 USD/TM para el zinc, 2,030 USD/TM para el plomo, 6,500 USD/TM para el

[19] Fuente: Volcan Compañía Minera S.A.A. Se mantienen los datos de diciembre 2018 y MDA del 1Q19
[20] Declaración de Impacto Ambiental

cobre, 1,250 USD/oz para el oro y 16.0 USD/oz para la plata. Así, la vida de mina con reservas es de 8 años, y considerando reservas y recursos inferidos de operaciones actuales la vida de mina es de 15 años[21].

RESERVAS MINERALES POR UNIDAD MINERA

Reservas minerales	Miles de TM	Leyes				Finos			
		Zn %	Pb %	Cu %	Ag Oz/ TM	Zn Miles TM	Pb Miles TM	Cu Miles TM	Ag Mill. oz
Yauli	21.5	4.5	0.7	0.1	2.7	972	157	21	59
Cerro de Pasco	2.1	1.2	0.6	-	0.5	25	13	-	1
Chungar	8.3	4.5	1.5	0.1	2.2	371	121	10	18
Alpamarca	2.5	0.9	0.7	0.1	1.3	21	16	2	3
Total	**34.3**	**4.0**	**0.9**	**0.1**	**2.4**	**1,388**	**306**	**35**	**81**

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

Posición competitiva

Volcan es un importante productor global de zinc, plata y plomo. A nivel nacional, se ubicó entre los 5 primeros en la producción de zinc, plomo y plata[22]. Asimismo, se mantiene entre las mayores productoras de zinc y plata a nivel global.

Análisis Financiero

Balance General

A marzo 2019, la estructura del activo se mantiene similar respecto al último cierre, de esta manera el activo del grupo fue ligeramente menor alcanzando los USD 2,213.2MM (vs dic-18: 2,224.9MM), y estuvo compuesto en un 86.2% por activos no corrientes (vs dic-18: 84.8%) y en un 13.8% por activos corrientes (vs dic-18: 15.2%). En el primer caso, hubo un aumento de 1.1% debido al avance del PP&E (Propiedad, Planta y Equipo) en 6.7%, pese a la reducción en la cuenta de costos de exploración y evaluación minera. Por su parte, el activo corriente fue menor principalmente por las reducciones en la cuenta de caja y bancos (-38.7%) ligado a una menor disposición de efectivo por pago de intereses, inversiones en minería y energía; así como para otras cuentas por pagar en 11.5%, pese al incremento de las cuentas por cobrar y existencias. Por otro lado, la estructura de financiamiento de Volcan se mantuvo, donde el pasivo representa la principal fuente de fondeo con el 70.5% del total a mar-19 (vs dic-18: 70.9%). Así, al corte de la evaluación el pasivo total fue de USD 1,560.2MM y estuvo compuesto en un 64.8% por pasivos no corrientes y en un 35.2% por pasivos corrientes. Asimismo, respecto a dic-18, éste se redujo ligeramente (-1.1%) en mar-19, con retrocesos en la parte corriente (-1.2%) y la parte no circulante (-1.0%). Respecto al pasivo corriente, este se redujo en 1.2% vs dic-18 dada la disminución de las otras cuentas por pagar y las comerciales (-26.2% y -7.2% respectivamente). Por su parte, el pasivo no circulante se redujo principalmente por la caída en pasivos tributarios en -2.2% dado el pago de estos, así como la amortización de la deuda estructural vigente (-1.0%); pese al incremento en provisiones por cierre de minas dada la mayor exposición existente y cambios contables.

En cuanto a las obligaciones financieras de la Compañía, son principalmente de largo plazo (71.2%) y en su composición 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 US$ 600 MM, con un saldo en el 2018 de USD 535.26MM (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. En cuanto a su evolución, cabe mencionar que la compañía aumentó sus obligaciones financieras en +2.5% respecto a dic-18, principalmente por nuevo tratamiento contable de los arrendamientos operativos por aplicación de las NIIF 16 (IFRS).

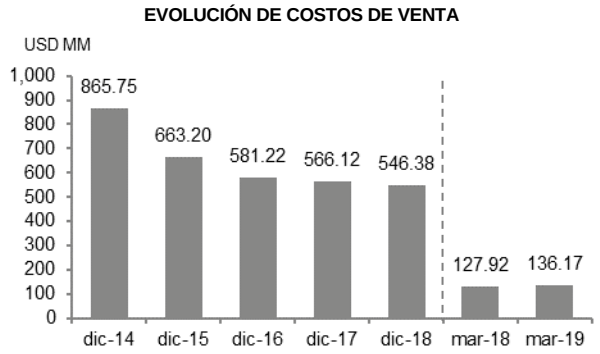
Finalmente, el patrimonio de la Compañía ascendió a US$ 653MM a mar-19, representando el 29.5% del fondeo de Volcan (vs dic-18: 29.1%), mostrando un crecimiento de 0.7% debido a la reducción en las pérdidas acumuladas por USD +8.3MM, sin embargo esta aún sigue siendo negativa a mar-19 (USD -276.1MM).

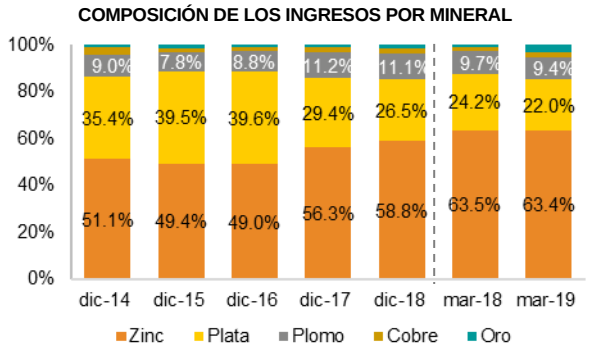
Eficiencia Operativa

Las ventas de la Compañía fueron de US$ 181.6MM a mar-19, mostrando una reducción de 10.4% en términos interanuales obedeciendo a la disminución de los precios de los metales y la menor producción de finos, pese a la reducción de ajustes negativos por instrumentos financieros a cero (vs mar-18: US$ -12.4MM). Cabe mencionar que las ventas de concentrados de la Compañía y Subsidiarias se realizan a empresas de reconocido prestigio nacional e internacional. Respecto a los ingresos por ajuste de ventas y derivados, estos fueron de US$ 12.7MM de los ingresos totales de la Compañía debido a ganancias por cotizaciones y valor razonable de los derivados.

En cuanto a la participación de los metales en las ventas de la Compañía[23], a mar-19 el Zinc continúa siendo el principal producto, con una participación de 63.4%; seguido por la Plata con el 22.0% y el Plomo con el 9.4%; mientras que el Cobre y el Oro representaron el 2.0% y 3.2% de los ingresos, respectivamente.

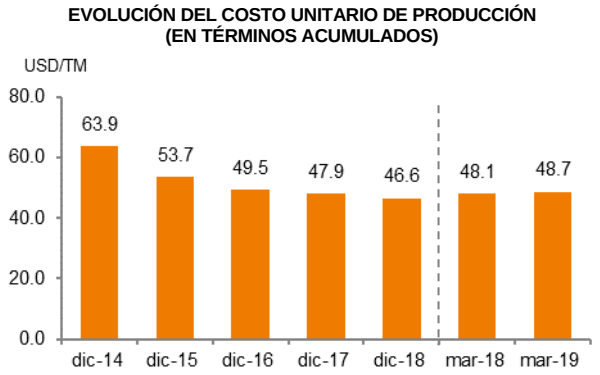
[21] Fuente: Volcan Compañía Minera S.A.A. En el cálculo de la vida de mina no se ha considerado los recursos inferidos de nuevos proyectos.
[22] Según reporte de producción del Ministerio de Energía y Minas-junio 2019.
[23] No incluye posiciones abiertas y derivados. Ventas a mar-19: US$169MM

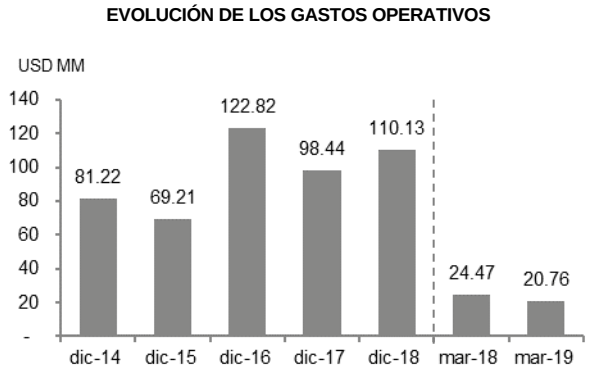




Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / **Elaboración:** PCR

En cuanto a los costos de venta consolidados, éstos fueron de US$ 136.1MM a mar-19, absorbiendo el 75% de los ingresos de Volcan y mostrando un avance interanual de 6.5% obedeciendo al aumento por depreciación dada la mayor base de activos y aplicación contable de las NIIF 16; ello no pudo ser compensado parcialmente por los menores costos de producción de Volcan (-2.4%) dado los menores costos de mano de obra, servicios de terceros y suministros utilizados. Respecto al costo unitario consolidado, éste fue de 48.7 US$/TM en mar-19, mostrando un aumento de 1.3% respecto al costo de mar-18 (48.1 US$/TM), debido al mayor costo unitario en la mina Alpamarca y Cerro de Pasco. Es de resaltar la reducción continua del costo unitario observada en el periodo de análisis; así como el continuo enfoque de la Compañía en el control y la reducción de costos en todas las unidades operativas. Estos ajustes se han logrado gracias a medidas como la optimización en los métodos de minado, reestructuración en la gestión de contratistas, reducción de personal, optimización en el uso de materiales y suministros, mayor eficiencia en el uso de energía, entre otras.





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

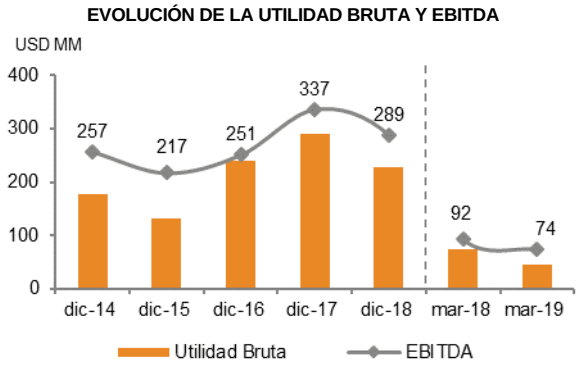
Dado el desempeño de las ventas y costos, la utilidad bruta de Volcan se redujo en 39.2% en términos interanuales, cerrando mar-19 en US$ 45.4 MM; así, su margen bruto se situó en 25% (vs mar-18: 36.9%). Por su parte, los gastos operativos registraron un decrecimiento interanual de -15.2%, principalmente por la mejora en los gastos de venta por un monto de US$ 1.5 MM a causa de una reducción en los gastos de transporte, embarque y fletes. Los gastos administrativos se redujeron en 7.7% por menor provisión de participación de trabajadores y menor utilidad; sin embargo, los gastos de exploración se incrementaron en 58.6% debido a la planificación en exploraciones generativas o "*greenfield*". Como resultado, la utilidad operativa de la Compañía se ubicó en US$ 24.7 MM, mostrando una reducción de 50.9% y representando un margen operativo de 13.6% (mar-18: 24.8%). Finalmente, los ingresos financieros netos se redujeron en 18.7% respecto a mar-18, debido a mayores costos relacionados al tratamiento contable de los planes de cierre de mina y de arrendamientos operativos. Consecuentemente, la utilidad neta del grupo al corte de evaluación fue de US$ 14.2 MM, menor en 12.5 p.p. respecto a mar-18, representando el 7.8% de los ingresos totales de Volcan (mar-18: 20.3%).

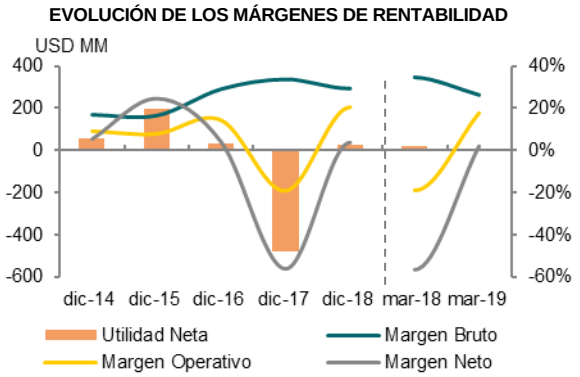
Rentabilidad

A marzo 2019, el EBITDA anualizado de la Compañía fue de US$ 312.5MM, mostrando un incremento interanual a terrenos positivos respecto a mar-18[24], pese a la tendencia decreciente en los precios de los metales que viene afectando las ventas de finos; y representando un margen EBITDA de 41.4%, por encima de lo alcanzado en mar-18.

En contraste, dada la menor rentabilidad anualizada a mar-18 en negativo, para mar-19 el ROA de la Compañía fue positivo y se ubicó en 0.7%. Asimismo, el ROE de la Compañía pasó a ser 2.4% al corte de evaluación.

[24] Por un cambio en el tratamiento contable de algunas partidas, los indicadores de rentabilidad, solvencia y márgenes estuvieron en terrenos negativos.





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

Liquidez y flujo de efectivo

En cuanto al flujo de efectivo de la compañía, a marzo 2019 se generó un saldo final de caja US$ 38.6MM, menor en 38.2% al generado en el 2017, obedeciendo tanto al menor saldo de caja de inicio de periodo como a la menor generación del periodo, la cual fue negativa por un monto de US$ -24.3MM (mar-18: US$ -1.8MM). En detalle, el flujo proveniente de actividades de operación fue de US$ 65.0MM, mostrando una reducción interanual de 12.7%, explicado principalmente al menor ingreso por cobranza de ventas (US$ -52.6MM), pese al menor pago de proveedores (-17.9%) que no pudo compensar el efecto. Asimismo, el flujo de efectivo proveniente de actividades de inversión, las salidas de efectivo fueron mayores, siendo US$ -60.2MM, (+37% vs. mar-18), dados los mayores pagos por compra de maquinara e inmuebles (+157.0%); pese a los menores desembolsos por actividades de exploración (-36%). Finalmente, en las actividades de financiamiento, las salidas de caja fueron menores (-10.1%) dados los menores pagos de préstamos (-30.8%), pese al aumento de pago por intereses en 8.9%, obteniendo un saldo neto de estas últimas por US$ -29.2M.

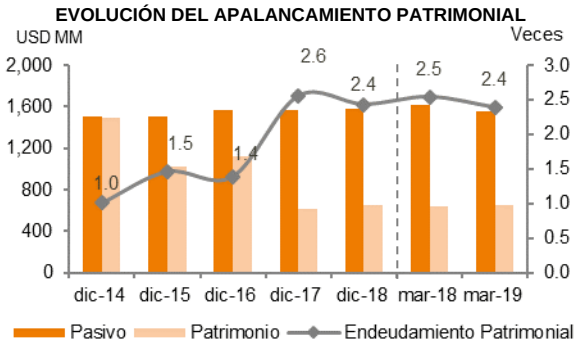
Por su parte, los indicadores de liquidez se mantienen en un nivel ajustado con un ratio de liquidez general de 0.56x a mar-19, menor al 0.85x de mar-18; asimismo, el capital de trabajo se encuentra en terreno negativo desde diciembre 2017 (USD -188.10MM) cerrando el corte de evaluación en USD -243.6MM.

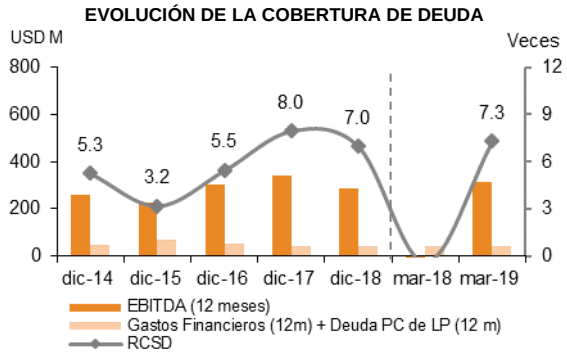
Finalmente, el ciclo de conversión de efectivo se mantuvo en niveles similares siendo ligeramente menor (-53 días) respecto a mar-18 que fue -60 días, ya que el plazo promedio de pago se redujo, que pasó de 131 días a 122 días. Esto evidencia la capacidad holgada que tiene para financiar sus actividades operativas en el corto plazo.

Solvencia / Cobertura

Por su parte, el nivel de endeudamiento consolidado se mantiene en niveles moderados, al cerrar mar-19 en 2.39x (mar-18: 2.54x), niveles que alcanzó dado el crecimiento patrimonial en mayor medida a causa de la mejora en los resultados no realizados y los resultados acumulados, sin embargo, no deja de ser elevado respecto a sus pares competidores.

En cuanto a los indicadores de cobertura, estos se encuentran en niveles adecuados con un ratio de deuda financiera a EBITDA[25] de 0.71x (mar-18: -38.6x) y un ratio de cobertura de servicio de deuda de 7.29x, indicador mayor respecto a mar-18 (-0.41x) dado el menor EBITDA generado en ese período por las pérdidas operativas importantes dado el deterioro de activos no financieros y reclasificación de cuentas.





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

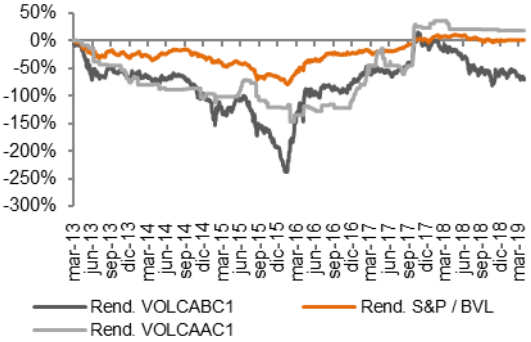
[25] EBITDA anualizado.

Instrumentos Calificados

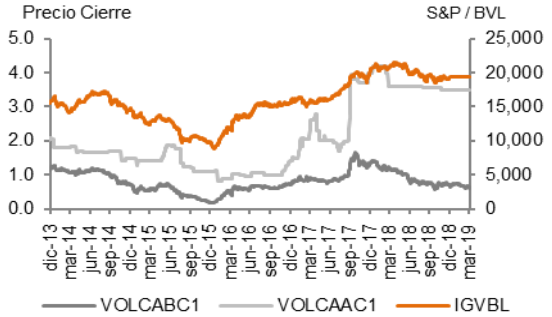
El capital social de la Compañía se encuentra representado por dos tipos de acciones, serie A y serie B, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, así como en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y en la Bolsa de Madrid de Latibex. Al cierre del mes de diciembre, el número total de acciones 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). A marzo 2019, el número de acciones en circulación de esta serie fue de 1,633,414,552, con un valor nominal de S/ 0.87 cada una. En cuanto a su cotización promedio, esta pasó de S/ 3.60 en mar-18 a S/ 3.5 en mar-19 (-2.7%). Cabe mencionar que se dio un alza tras el anuncio de la internacional Glencore por la compra de las acciones de la Compañía a finales del 2017. Sin embargo, desde el 2018 se observó una caída en la cotización en línea con el comportamiento de los precios de los metales relacionada a la guerra comercial entre EE. UU. y China; terminando éste en un precio de S/ 3.50 por acción a mar-19 (mar-18: S/ 3.59), sin variación del rendimiento *year to date* (YTD) y la frecuencia de negociación de la acción.

RENDIMIENTO DE LA ACCIÓN VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



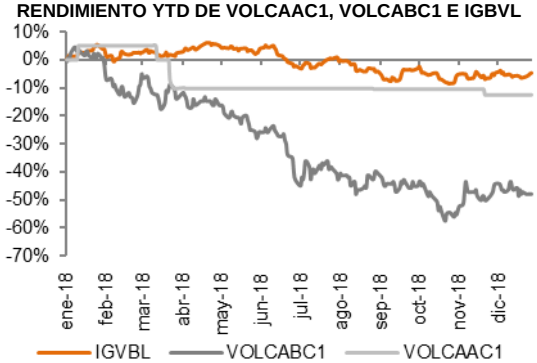
EVOLUCIÓN DE PRECIOS VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



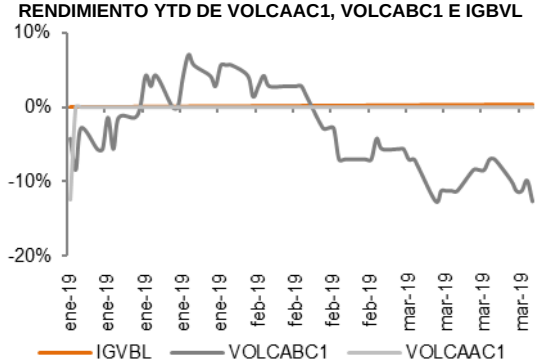
Fuente: BVL / **Elaboración:** PCR

Acción Común Serie B:
Las acciones bajo la serie B (VOLCABC1) no tienen derecho a voto, pero sí derecho preferencial al momento de distribución de dividendos, siendo este último no acumulable. A diciembre 2018 sumaron 2,443,157,621 acciones, con un valor nominal de S/ 0.87 cada una. Al igual que en el caso de las acciones comunes serie A, la cotización promedio[26] de cierre de las acciones serie B mostró una reducción interanual de 48.6%, pasando de S/ 1.27 (mar-18) a S/ 0.69 a mar-19, respectivamente; mostrando una tendencia decreciente desde el segundo semestre del 2017 (1.66[27]) hasta ubicarse en S/ 0.62 por acción a cierre mar-19, asimismo, su rendimiento YTD fue de -12.7%. Finalmente, cabe mencionar que estas acciones son de las más liquidas del mercado peruano, con una frecuencia de negociación del 100%; y con un valor beta de 1.659 (se utilizó como *benchmark* el índice IGBVL), mostrando una mayor volatilidad que la presentada por el mercado.

RENDIMIENTO YTD DE VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



RENDIMIENTO YTD DE VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



Fuente: BVL / **Elaboración:** PCR

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. Durante el 2019, no se realizó entrega de dividendos.

[26] Promedio de los precios de cierre entre enero-marzo 2018 y 2019.
[27] Precio máximo a lo largo del periodo de evaluación 2014-mar 2019

	Monto a distribuir	Monto del dividendo por acción (S/)	
Año	**S/ MM**	**VOLCAAC1**	**VOLCABC1**
2013	105.05	0.003000	0.031500
2014	96.30	0.025000	0.026250
2015	52.48	0.012500	0.013125
2016	52.48	0.012500	0.013125
2017	103.69	0.024700	0.025930
2018	54.58	0.013000	0.013650

Fuente: Volcan Cía. 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 200.00MM o su equivalente en Soles y tiene una vigencia de 6 años a partir de abril del 2016, fecha en la que se inscribió 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 serán destinados al refinanciamiento de deuda y otros fines corporativos. Actualmente, no se tienen emisiones vigentes.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DEL PROGRAMA

Características	
Serie	Una o más series.
Emisor	Volcan Compañía Minera S.A.A.
Estructurador	BTG Pactual Perú S.A.C.
Plazo	No mayor a un año
Garantía	Los instrumentos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.
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.

Fuente: SMV / **Elaboración:** PCR

Anexo

Volcan Compañía Minera S.A.A y Subsidiarias (Miles de dólares)							
En miles de dólares	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**dic-18**	**mar-18**	**mar-19**
Activo Corriente	848,656	721,386	756,752	435,299	338,669	459,540	305,862
Activo Corriente Prueba Ácida	651,420	614,418	666,199	371,379	274,029	382,758	234,145
Activo No Corriente	2,148,399	1,810,163	1,927,791	1,738,697	1,886,321	1,791,544	1,907,317
Activo Total	**2,997,055**	**2,531,549**	**2,684,543**	**2,173,996**	**2,224,990**	**2,251,084**	**2,213,179**
Pasivo Corriente	607,925	535,932	708,812	623,400	556,430	542,393	549,516
Pasivo No Corriente	898,084	968,118	854,101	938,273	1,020,407	1,072,996	1,010,657
Pasivo	**1,506,009**	**1,504,050**	**1,562,913**	**1,561,673**	**1,576,837**	**1,615,389**	**1,560,173**
Patrimonio	**1,491,046**	**1,027,499**	**1,121,630**	**612,323**	**648,153**	**635,695**	**653,006**
Deuda Financiera	**838,095**	**854,603**	**843,683**	**816,850**	**796,463**	**804,213**	**816,944**
Sobregiros y préstamos	202,216	204,043	270,256	191,868	208,699	174,010	235,262
Corto Plazo de Deuda Estructural	15,609	26,989	10,923	0	0	0	1
Largo Plazo de Deuda Estructural	620,270	623,571	562,504	628,987	587,764	627,305	581,682
ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)							
Ventas Netas	1,042,351	794,514	821,548	856,734	775,102	202,649	181,602
Costo de ventas	865,746	663,202	581,224	566,118	546,383	127,920	136,173
Utilidad Bruta	176,605	131,312	240,324	290,616	228,719	74,729	45,429
Utilidad Operativa	95,388	62,100	117,508	-165,660	159,304	50,257	24,666
Ingresos Financieros	10,331	8,024	8,976	8,789	649	350	101
Gastos Financieros	33,321	43,627	44,563	43,018	41,372	9,687	11,186
Utilidad Neta	**56,823**	**194,756**	**33,006**	**-477,466**	**29,375**	**22,167**	**8,384**
INDICADORES FINANCIEROS							
EBITDA y Cobertura							
Total Ingresos (12 meses)	1,042,351	794,514	821,548	856,734	775,102	853,887	754,055
Costos de Ventas (12 meses)	865,746	663,202	581,224	566,118	546,383	555,742	554,636
Utilidad Neta (12 meses)	56,823	194,756	33,006	-477,466	29,375	-478,839	15,592
Depreciación y Amortización	161,496	155,026	133,964	139,093	168,014	38,248	49,015
EBITDA	256,884	217,126	251,472	336,926	288,569	91,762	73,681
Depreciación y Amortización (12 meses)	161,496	155,026	133,964	139,093	168,014	144,555	178,781
EBITDA (12 meses)	256,884	225,300	302,900	343,000	288,800	-18,218	312,494
Gastos Financieros (12m) + Deuda PC de LP (12 m)	48,930	70,616	55,486	43,018	41,372	44,225	42,871
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	5.25	3.19	5.46	7.97	6.98	-0.41	7.29
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3.26	3.79	2.79	2.38	2.76	-44.14	2.61
Solvencia							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.56	0.57	0.54	0.52	0.51	0.50	0.52
Pasivo Total / Patrimonio	1.01	1.46	1.39	2.55	2.43	2.54	2.39
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	3.50	4.30	2.82	2.74	3.53	-58.90	3.23
Deuda Financiera neta / EBITDA (12 meses)	2.58	2.94	2.32	2.08	2.54	-38.66	2.49
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5.86	6.68	5.16	4.55	5.46	-88.67	4.99
Rentabilidad							
ROA (12 meses)*	1.9%	7.7%	1.2%	-22.0%	1.3%	-21.3%	0.7%
ROE (12 meses)*	3.8%	19.0%	2.9%	-78.0%	4.5%	-75.3%	2.4%
Margen Bruto	16.9%	16.5%	29.3%	33.9%	29.5%	36.9%	25.0%
Margen Operativo	9.2%	7.8%	14.3%	-19.3%	20.6%	24.8%	13.6%
Margen Neto	5.5%	24.5%	4.0%	-55.7%	3.8%	10.9%	4.6%
Margen EBITDA 12m	24.6%	28.4%	36.9%	40.0%	37.3%	-2.1%	41.4%
Liquidez							
Liquidez General	1.40	1.35	1.07	0.70	0.61	0.85	0.56
Prueba Ácida	1.07	1.15	0.94	0.60	0.49	0.71	0.43
Capital de Trabajo	240,731	185,454	47,940	- 188,101	- 217,761	- 82,853	- 243,654
Rotación							
Rotación de cuentas por cobrar*	29	25	30	28	19	21	22
Rotación de cuentas por pagar*	95	90	131	134	133	131	122
Rotación de inventarios*	82	58	56	41	43	50	47
Ciclo Operativo	16	-7	-45	-65	-71	-60	-53
Indicadores de Mercado							
UPA "A" (USD)	0.0348	0.1192	0.0202	-0.2923	0.0180	0.0136	0.0051
UPA "B" (USD)	0.0233	0.0797	0.0135	-0.1954	0.0120	0.0091	0.0034
N° acciones A	1,633,414,553	1,633,414,553	1,633,414,553	1,633,414,553	1,633,414,553	1,633,414,553	1,633,414,553
N° acciones B	2,443,157,622	2,443,157,622	2,443,157,622	2,443,157,622	2,443,157,622	2,443,157,622	2,443,157,622
Precio A	1.50	1.09	1.41	4.00	3.50	3.59	3.50
Precio B	0.72	0.15	0.72	1.32	0.71	1.20	0.62
Precio/UPA "A" (veces)	43.12	9.14	69.78	-13.68	194.62	264.54	681.89
Precio/UPA "B" (veces)	30.96	1.88	53.30	-6.75	59.05	132.26	180.67
Dividendo "A" S/.	0.025	0.013	0.013	0.025	0.013	0.025	0.013
Dividendo "B" S/.	0.026	0.013	0.013	0.026	0.014	0.026	0.014
Dividendo por acción /Precio por acción "A" (Dividen Yield)	1.7%	1.1%	0.9%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	3.6%	8.8%	1.8%	2.0%	1.9%	2.2%	2.2%