

VOLCAN COMPAÑÍA MINERA S.A.A. Y SUBSIDIARIAS

Informe con EEFF¹ al 30 de septiembre 2019
Periodicidad de actualización: Trimestral

Fecha de comité: 31 de enero de 2020
Sector Minería, Perú

Equipo de Análisis

Liset Jesús Rondinelli
ljesus@ratingspcr.com

Daicy Peña Ortiz
dpena@ratingspcr.com

(511) 208.2530

Fecha de información Fecha de comité	dic-14 8/05/2015	dic-15 10/05/2016	dic-16 06/04/2017	dic-17 21/05/2018	dic-18 30/05/2019	mar-19 24/09/2019	jun-19 12/11/2019	sep-19 31/01/2020
Acciones Comunes, Serie A	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2	PEPCN2
Acciones Comunes, Serie B	PEPCN2	PEPCN2	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	PE1	PE1
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

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 ratifica las clasificaciones vigentes de Volcan Compañía Minera S.A.A. de "PEPCN2" a las acciones comunes Serie A y serie B y de "PE1" al Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo, con perspectiva Estable. 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, la diversificación equilibrada en sus unidades mineras, la vida útil de mina en etapa final con alto potencial a extenderse tras la identificación de nuevo cuerpos con recursos confirmados, el enfoque mostrado en la reducción de costos operativos, como factor determinante de la viabilidad económica de la Compañía en el largo plazo. Por otro lado, la calificación se encuentra limitada por la exposición de la Compañía al contexto internacional, bajo niveles de cobertura de servicio de deuda, menores márgenes de rentabilidad, liquidez ajustada y apalancamiento moderado. Asimismo, se considera el soporte de la multinacional Glencore, con una visión enfocada en inversiones y crecimiento de las operaciones en el mediano plazo.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Amplia trayectoria y posicionamiento en el mercado.** Volcan Compañía Minera es una empresa consolidada, con un grupo de empresas bajo su poder, 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. De acuerdo con el *ranking* nacional², se ubicó dentro del *top 5* en la producción de zinc, plomo y plata.
- **Mayor potencial de la vida útil de mina.** La vida de mina actual con reservas es de 8 años, la cual está llegando a su etapa final; sin embargo, considerando recursos inferidos en operaciones actuales, la vida de mina va hasta los 15 años³, asegurando el nivel operativo en el mediano y largo plazo, que incluso podría ser mayor dada las inversiones agresivas en exploración y confirmación de minerales en proyectos como Romina, Carhuacayán y nuevos cuerpos identificados.
- **Reducción histórica en costos operativos.** Durante el periodo de análisis, se ha observado un continuo enfoque de la Compañía en el control de sus costos operativos, reflejado en el costo unitario, el cual al 3T-19 fue 45.2 US\$/TM, - 30.2% respecto al 3T-14 (63.5 US\$/TM) 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. Volcan espera en el corto plazo mantener su costo unitario en 45.0 US\$/TM.

¹ EEFF no auditados.

² MINEM, Boletín Estadístico Minero octubre 2019.

³ No se han considerado los recursos inferidos de nuevos proyectos.

- **Moderada diversificación operativa.** La Compañía opera a través de 10 minas (incluyendo la Planta de Óxidos), distribuidas en 5 unidades mineras, con una participación equilibrada, donde la principal unidad (UM Yauli)⁴ representa el 36.7% del total de mineral tratado. Ello le permite hacer frente a paralizaciones en la producción provocadas por conflictos sociales.
- **Exposición a la fluctuación internacional del precio de los metales y moderado nivel de sensibilidad de las acciones.** Al corte de evaluación, la Compañía mantiene derivados implícitos, donde el valor de la venta está sujeto a posibles ajustes por variaciones en el precio de mercado de los metales. Sin embargo, a partir de noviembre, Volcan ha coberturado el precio de su principal metal (zinc) para una parte de su producción. Por otro lado, las acciones tipo A y B, especialmente las de tipo B, se muestran sensibles a los movimientos de los precios de los metales. A sep-19, las acciones A y B experimentaron variaciones de -7.0% y -45.3%, respectivamente, frente a reducciones de -13.5%, -16.3% y -3.1% en los precios⁵ del Zinc, Plomo y Plata, respectivamente.
- **Bajo nivel de RCSD⁶ y apalancamiento moderado.** Desde el 2T-19, la capacidad del EBITDA anualizado de la Compañía para afrontar el pago de sus gastos financieros ha mostrado reducciones significativas con respecto a similares periodos del año previo, llegando a niveles de 2.8x (sep-18: 5.1x) producto de la contracción de sus ingresos operativos por la tendencia internacional de los precios y la baja producción. Por otro lado, la empresa mantiene un nivel de apalancamiento moderado de 2.4x, lo que significa que los activos aún se encuentran financiados considerablemente por terceros (pasivo), exponiéndose a mayores costos fijos financieros que contribuirían a generar mayor sensibilidad de sus flujos frente a situaciones adversas.
- **Deterioro de Indicadores de rentabilidad.** La caída promedio de los precios de los metales (-6.9%), la contracción en la producción de finos (-2.7%) y por ende la reducción interanual en el valor de las ventas netas (-10.9%), aunado a mayores costos por depreciación (+40.4%) por la NIFF16, así como mayores gastos incurridos por exploraciones (+74.8%), llevaron a un margen bruto anualizado de 17.3% (sep-18: 34.7%) y un margen operativo de 7.6% (sep-18: 69.1%), que frente a mayores gastos financieros (+21.8%), situaron al margen neto en -4.1% (sep-18: 68.3%). De este modo, el ROA y ROE 12M fueron negativos, ubicándose en -1.3% y -4.5%, cada uno (sep-18: 23.9% y 74.5%).
- **Bajos niveles de liquidez.** Los ratios de liquidez se encuentran por debajo de 1 desde dic-17. Al corte de evaluación, el ratio corriente fue 0.5x y la prueba ácida, 0.4x. Por ende, la Compañía opera con capital de trabajo negativo desde entonces. Se espera que estos niveles mejoren en la medida que la empresa reduzca su deuda financiera de corto plazo con la venta de las unidades Cerro de Pasco y Óxidos, los cuales no suponen un perjuicio al EBITDA dado los términos que se indican en la compraventa, entre Volcan y Cerro de Pasco Resources Inc.
- **Soporte económico.** Desde inicios de 2018, la administración de Volcan y sus subsidiarias están bajo el control del importante grupo suizo Glencore International AG, dedicado a la extracción de minerales polimetálicos, 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 seguir reduciendo costos fijos operativos y administrativos, optimizar la estructura de deuda de la Compañía, e identificar posibilidades de sinergias.

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 septiembre 2018 y 2019.
- **Riesgo de Liquidez:** Estructura de financiamiento.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de pasivos y niveles de cobertura.
- **Riesgo Operativo:** Análisis de Gerencia y Notas de prensa, Informe de Gerencia septiembre-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 precios de los metales y por ende de la generación de ingresos. PCR realizará mayor seguimiento a la evolución y mejora de los ratios de liquidez de Volcan en línea con la medida tomada sobre la venta de sus activos fijos.

Hechos de Importancia

- El 15 de enero de 2020, se comunicó la posición mensual en instrumentos derivados. Al 31 de diciembre de 2019, registró una ganancia acumulada en swaps de negociación y cobertura por US\$ 4,021,949 (Valor Nocial: US\$ 5,653,661)
- El 13 de diciembre de 2019, se comunicó la posición mensual en instrumentos derivados. Al 30 de noviembre de 2019, registró una ganancia acumulada en swaps de negociación y cobertura por US\$ 1,667,264 (Valor Nocial: US\$ 4,565,131)

⁴ Participación 2014: 51.9%.

⁵ Precio base del Zinc (US\$/TM), Plomo (US\$/TM), Plata (US\$/OZ), MDA 3Q19.

⁶ RCSD: EBITDA (12m) / Gasto Financiero + Deuda CP (12m).

- El 27 de noviembre de 2019, se comunica la venta de las acciones representativas del capital social de Empresa Administradora Cerro S.A.C. ("Cerro"), Óxidos de Pasco S.A.C. ("Óxidos") y Remediadora Ambiental S.A.C. ("Remediadora") a la empresa Cerro de Pasco Resources Inc. (CDPR) por un monto de US\$ 30,000,000, una regalía de NSR perpetua de 2% sobre todas las concesiones de propiedad de Cerro, un porcentaje de las ventas futuras de Au y Ag de la Planta de Óxidos durante toda su operación. Adicionalmente, CDPR tendrá la obligación de vender el 100% de los concentrados que se exploten en las concesiones de Cerro a favor de Volcan, otorgar un derecho de adquisición preferente sobre los concentrados producidos en El Metalurgista. El cierre de la transacción se encuentra sujeto al cumplimiento de determinadas condiciones precedentes previstas en el Contrato de Compraventa de Acciones, los cuales se irán informando.
- El 20 de noviembre de 2019, se aprobó, por unanimidad, el nombramiento como director de Volcan Compañía Minera S.A.A. al señor Ricardo Eleazar Revoredo Luna.
- El 15 de noviembre de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al 31 de octubre de 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US\$ 1,321,916 (Valor Nocional: US\$ 5,284,080)
- El 15 de octubre de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de septiembre 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US\$ 1,135,572 (Valor Nocional: US\$ 6,017,673).
- El 13 de septiembre de 2019, se comunica la posición mensual en instrumentos derivados. Al cierre de agosto 2019, registra una pérdida acumulada en swap de negociación por US\$ 949,973 (Valor Nocional: US\$ 6,751,266).
- El 3 de septiembre de 2019, se comunicó la renuncia de la señora Irene Letts Colmenares de Romaña al Directorio de Volcán Compañía Minera S.A.A.
- El 23 de agosto de 2019, la clasificadora Fitch Ratings publicó una nota de prensa, en la 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 año 2022, cambiando su perspectiva de estable a negativa.
- 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).
- 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 Romaña 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.

Contexto Económico

Entorno Internacional

La economía mundial continúa siendo débil tanto en las economías avanzadas como en las emergentes por el menor dinamismo del comercio mundial y el ruido político en diversos países como Reino Unido, Italia, España, entre otros. Tras las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento económico mundial⁷ de +2.5% en 2020, lo que representa un ligero repunte respecto del 2.4% registrado en 2019, gracias a la mejora proyectada de un pequeño número de grandes economías emergentes que superarían el estancamiento económico o se estabilizarían. Sin embargo, este modesto repunte podría verse alterado si se acentúan las tensiones comerciales entre EE.UU. y China (que traen consigo mayor incertidumbre y debilidad de confianza empresarial, perjudicando las decisiones de consumo e inversión) y no se disipa la contracción de la demanda de China provocada por esfuerzos regulatorios por controlar su deuda.

Una característica común del debilitamiento mundial ha sido el notable enfriamiento de los sectores como manufactura y automotriz. De este último, especialmente, puesto que se trata de una industria mundialmente interconectada, al ser un importante consumidor de materias primas (acero, aluminio, cobre, caucho), otros productos manufacturados (productos electrónicos) y servicios, además de que ocupa el quinto lugar de las exportaciones del mundo. Entre los factores que explican su desempeño está la aplicación por parte de China de impuestos más altos y condiciones financieras más restrictivas que afectaron la demanda de vehículos, y por parte de Europa, las nuevas pruebas de emisiones de carbono que afectaron la producción. En el mediano plazo, se espera que las perspectivas en torno a la industria automotriz sean definidas según los esfuerzos por reducir las emisiones de carbono. Especialmente en Europa, se espera un aumento significativo de la inversión en la producción de vehículos eléctricos y de aquellos con uso de combustible alternativo.

En cuanto al precio de los principales *commodities*, el Banco Mundial⁸ prevé que el precio de la energía y el precio de los metales continúen descendiendo en 2020 por la desaceleración de la demanda internacional. En contraste, espera que los precios de los metales preciosos, los cuales han aumentado considerablemente en el transcurso del año, sigan aumentando debido a la mayor incertidumbre mundial y a la aplicación de políticas monetarias acomodaticias.

En detalle, se pronostica que el precio del Oro aumente en +9.5% en 2019 y +5.8% en 2020 debido a la incertidumbre generada en torno a la política global que conduce a una fuga hacia activos de calidad, y la poca probabilidad de aumento de las tasas de interés de la FED, así como una mayor expectativa en cuanto a una fuerte demanda física por el oro por parte de los bancos centrales, diversificación en inversiones y venta de joyas especialmente en India, reflejado en el tercer trimestre.

Respecto a la cotización de la Plata, se espera un incremento de +3.1% en 2019 y +4.9% en 2020, gracias a la prima del oro hacia la plata que estimuló la demanda de joyas e inversión en este último.

En el precio del Cobre, se proyecta un descenso de -8.0% en 2019, pero un ascenso de +2.3% en 2020 dado el reciente recorte de impuestos en varios sectores económicos de China que estimularían los proyectos de infraestructura.

En el precio del Zinc, se espera una caída en el precio de -12.1% en 2019, debido a la baja demanda por parte de los sectores de consumo final, tales como el sector automotriz. Sin embargo, en 2020 se espera una caída menor de -4.7%, gracias a la nueva producción de minerales en Australia, Canadá y Sudáfrica, y el gradual retiro de embotellamiento en fundiciones chinas que han reducido las tensiones de oferta.

Finalmente, en el precio del Plomo, se espera una reducción de -12.1% en 2019 consecuencia de una débil demanda en los primeros trimestres del año. Cabe mencionar que su precio aumentó +7.7% en el tercer trimestre por el recorte de fundiciones de plomo en Australia y China, y por regulaciones más estrictas en China en el reciclaje de materiales de desecho de plomo. Sin embargo, en el 2020, se estima una reducción de -1.0%, pues se anticipa que las ventas del sector automotriz continúen a la baja (el cual representa 4/5 de la demanda de plomo).

Entorno Local

El Producto Bruto Interno (PBI) del Perú acumuló un crecimiento de +2.2% a septiembre 2019, menor al registrado a septiembre 2018 (+3.8%), debido a una contracción en la producción primaria, resultado de choques de oferta que afectaron sectores como pesca y minería. Entre los choques se destaca, la menor producción de oro, zinc y hierro por bajas leyes mineras y algunas paralizaciones. Asimismo, se observó una moderación en el crecimiento de la producción no primaria, dado el menor dinamismo laboral y deterioro de las expectativas que afectan el consumo.⁹

Dado el retraso de la normalización de la actividad primaria, la caída de la inversión pública y la desaceleración del consumo privado, el BCRP revisó a la baja la tasa de crecimiento del PBI para 2019, de +2.7% a +2.3%; y para 2020 y

⁷ FMI, Perspectivas de la Economía Mundial enero 2020.

⁸ Banco Mundial, Commodity Markets Outlook october 2019.

⁹ BCRP, Reporte de Inflación diciembre 2019.

2021, proyecta un crecimiento de +3.8% en cada año, sustentado en la recuperación de la producción primaria, la entrada en operación de nuevas minas (Mina Justa y Ariana), la recuperación de las exportaciones y el mayor impulso de la inversión pública.

Por otro lado, los Términos de Intercambio (TI) se han visto afectados por el entorno internacional de los precios de los metales. Se espera una reducción de -1.4% en 2019, una variación nula en 2020 y una ligera disminución de -0.9% en 2021, en el que se destaca una disminución en los precios de las exportaciones de -3.1% en 2019 y un ligero aumento de 0.2% en 2021. Esta caída incluye un menor precio del Cobre, Zinc y Plomo, pero un mayor precio del Oro. Asimismo, se espera una reducción del superávit comercial en 2019, el cual estaría cercano a US\$ 6,560 MM y se recuperaría en 2020, ascendiendo a US\$ 7,000 MM, manteniéndose en 2021.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL					Septiembre 2019*	PROYECCIÓN ANUAL**	
	2014	2015	2016	2017	2018		2019	2020
PBI (var% real)	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.0%	2.2%	2.3%	3.8%
PBI Minería e Hidrocarburos	-0.9%	9.5%	16.3%	3.4%	-1.5%	-0.8%	-1.3% / 5.1%	3.6% / 0.9%
PBI Electr & Agua	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%	4.4%	4.1%	4.0%
PBI Pesca	-27.9%	15.9%	-10.1%	4.7%	39.8%	-19.5%	-18.6%	23.0%
PBI Construcción	1.9%	-5.8%	-3.2%	2.2%	5.4%	4.2%	2.9%	5.3%
Inflación (var. % IPC)	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	2.0%	1.5%	1.9%	2.0%
Tipo de cambio promedio (S/.por US\$)	2.84	3.19	3.38	3.26	3.29	3.36	3.34	3.40

Fuente: Reporte de inflación BCRP, MIINEM / Elaboración: PCR

*INEI **BCRP, Reporte de inflación diciembre 2019

Contexto de Sistema

Entorno Minero

La evolución del sector minero metálico se ha visto afectada de forma negativa tanto por contracciones en el entorno internacional que afectaron su cotización, como por choques de oferta propios de la industria local que afectaron su producción, acumulando así una caída de -1.6% a octubre 2019, con perspectivas de recuperación para el 2020, por la normalización de la producción minera, ampliaciones de Toquepala (Cobre) y Marcona (hierro).

En cuanto a la reducción en la producción metálica nacional, esta se debió a: (i) la menor producción de oro en las mineras Barrick y Buenaventura, (ii) menores leyes de zinc en la minera Antamina, (iii) menores leyes de hierro en la minera Shougang.¹⁰ A septiembre 2019¹¹, la producción nacional de oro, zinc, plata y hierro disminuyó en -7.2%, -8.7%, -10.1% y -8.6%, respectivamente con respecto a octubre 2018. Mientras que, la producción de cobre, plomo, estaño y molibdeno aumentó en +1.6%, +6.9%; +10.1% y +1.7% cada uno.

Analizando la participación de las empresas, entre las principales productoras de cobre, se encuentra Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. con 19.1%, Compañía Minera Antamina S.A. con 19.0%, Southern Perú Copper Corporation con 16.7% y Minera Las Bambas S.A. con 15.6%. En la producción de plomo, la participación se encuentra distribuida equilibradamente entre Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. (8.9%), Sociedad Minera El Brocal S.A.A. (8.7%), Compañía Minera Chungar S.A.C. (7.4%) y Volcan Compañía Minera S.A.A. (7.3%). Por otro lado, en la producción de oro, destaca Minera Yanacocha S.R.L. con 13.5%, Compañía Minera Poderosa S.A con 7.0%, Compañía Minera Ares S.A.C. con 5.3% y Minera Barrick Misquichilca S.A. con 5.0%. Cabe mencionar los menores volúmenes de oro producidos en el mes de octubre por Minera Yanacocha (-35.9%) y Barrick (-47.0%) y la caída registrada en los meses anteriores por Barrick (-40.8%) y Horizonte (-4.7%). Sin embargo, Minera Yanacocha inició fase operativa de su proyecto Quecher Main con el objetivo de extender su vida útil hasta el 2027 a través de su producción de óxidos. Con respecto a la producción de Zinc, Compañía Minera Antamina S.A. se mantiene como la principal productora con 26.3% de participación, seguido por Volcan Compañía Minera S.A.A. con 10.3% y Nexa Resources Peru S.A.A. con 9.9%. En la producción de Plata, Compañía Minera Antamina S.A. se posicionó en el primer lugar con 12.8%, Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. en el segundo con 11.8%; Compañía Minera Ares S.A.C y Volcan Compañía Minera S.A.A en el tercer y cuarto lugar con 11.5% y 5.6% respectivamente.

Los precios de los principales metales, por su parte, se redujeron debido a la incertidumbre comercial entre EE.UU. y China. El cobre y el zinc fueron aquellos que mostraron una reducción en sus precios por su menor demanda, mientras que el oro y la plata, los que mostraron un incremento interanual por los temores de desaceleración global que impulsaron la demanda por activos seguros (entre ellos, el oro).

El 4 de septiembre de 2019, el precio del cobre y del zinc registró una variación interanual negativa de -5.0%, con un precio de 260.44 US\$/lb. Contrariamente, el precio del oro y de la plata se fortaleció en +26.0% y +27.0%, respectivamente, llegando a cotizar 1,509.00 US\$/oz y 18.11 US\$/oz, cada uno. Asimismo, el precio del plomo mostró un crecimiento positivo de +2.0%, a un precio de 93.93 US\$/lb.

Por otro lado, el sector minero, es uno de los sectores que se desarrollan en regiones alejadas de la capital, y, por lo tanto, es susceptible al desarrollo de conflictos sociales que podrían paralizar su producción. Según el reporte mensual de la Defensoría del Pueblo¹², durante el mes de septiembre, se registraron 60 conflictos activos relacionados a la

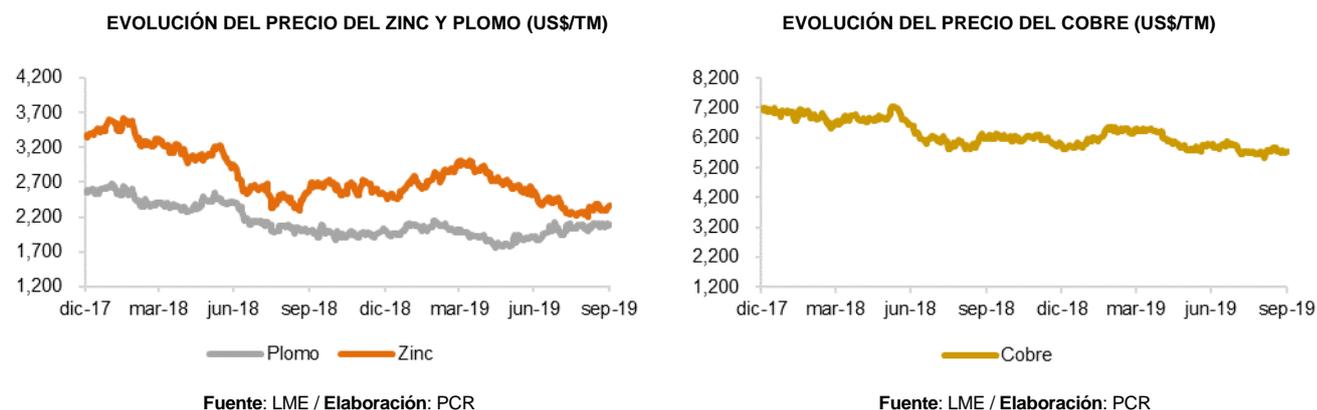
¹⁰ BCRP, Reporte de Inflación diciembre 2019.

¹¹ MINEM, Boletín Estadístico Minero octubre 2019.

¹² Defensoría del Pueblo, Reporte de Conflictos N°188 septiembre 2019.

actividad minera, de un total de 90 conflictos activos reportados. Los conflictos se han mantenido en un nivel cercano o igual a 60 a lo largo de los últimos 12 meses. Entre las principales situaciones que requieren la prioridad de las autoridades competentes, se encuentra el caso Islay-Tía María (Arequipa), Vinchos-TGP (Ayacucho), Chumbivilcas-MMG Las Bambas (Cusco), Mariscal Nieto-Anglo American Quellaveco (Moquegua), y San Juan de Milpo-Nexa Resources (Pasco) como casos activos; Quilcas-Comacsa (Junín) como caso nuevo; Caserío de Quichuay-Actividad Minera (Áncash) y Minería en Cerro El Toro (La Libertad) como casos en observación.

Pese a un entorno internacional incierto y un entorno local sujeto a choques de oferta y conflictos sociales, las inversiones mineras han mantenido un crecimiento sostenido en lo que va del año. Siendo así que, en el mes de septiembre, las inversiones sumaron US\$ 514 millones, +5.5% (US\$ 487 millones) en comparación a lo registrado en septiembre 2018, y acumuló un total de US\$ 4,070 millones, +23.2% (+US\$ 766 mil) respecto al mismo periodo del año previo. Entre las empresas que lideran las inversiones se encuentran Anglo American Quellaveco S.A y Marcobre S.A.C con 19.1% y 14.1%, respectivamente¹³. Para el periodo 2020-2021, se proyecta la inversión en grandes proyectos como Quellaveco (US\$ 5.3 mil millones), Mina Justa (US\$ 1.6 mil millones), ampliación de Toromocho (US\$ 1.3 mil millones), Corani (US\$ 0.6 mil millones) y Coroccohuayco (US\$ 0.6 mil millones), de los cuales se espera inicien su construcción en 2020.¹⁴

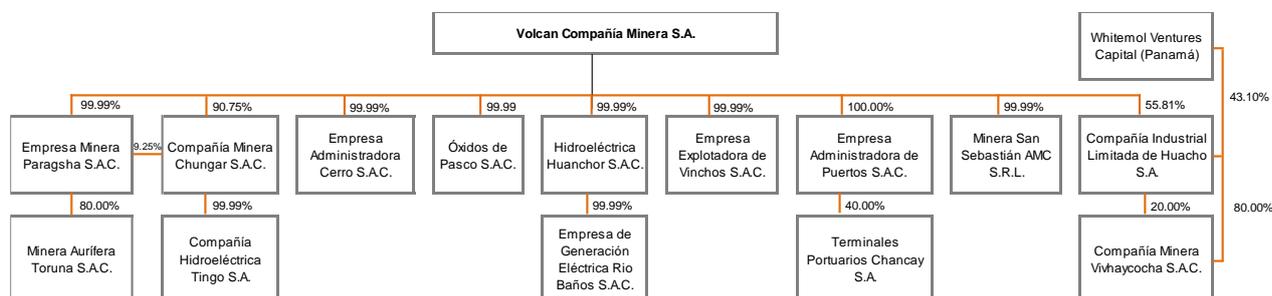


Análisis de la Institución

Reseña

Volcan Compañía Minera S.A.A. (en adelante Volcan o la Compañía) 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 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. A fines de 2017, Volcan pasó a pertenecer al grupo económico Glencore International AG, con la adquisición del 23.29% del total de capital social (acciones clase A y B) y el 55.03% de las acciones de clase A, tomando así el control de la Compañía y subsidiarias.

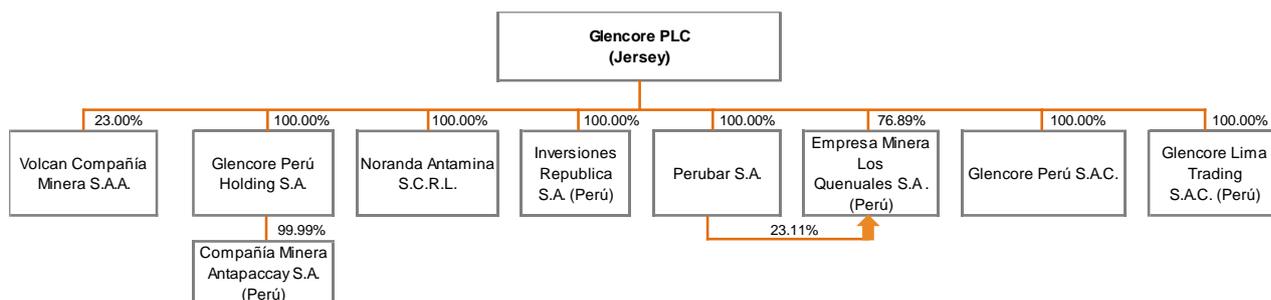


Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

¹³ MINEM, Boletín Estadístico Minero octubre 2019.

¹⁴ BCRP, Reporte de Inflación diciembre 2019.

Grupo Económico



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

Responsabilidad Social Empresarial y Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, consideramos que Volcan tiene un nivel de desempeño sobresaliente¹⁵ respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. Asimismo, consideramos que la Compañía presenta un nivel de desempeño óptimo¹⁶ respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. 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 de 2019.

Accionariado y Plana Gerencial

El Capital Social de la Compañía está compuesta por 1,633,414,553 acciones clase "A" con derecho a voto, y por 2,443,157,622 acciones clase "B" sin derecho a voto, pero con derecho a la distribución preferencial de dividendos (no 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 perteneciente a 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 la serie "A", el 40.1%.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

Accionistas	Serie	Participación	Accionistas	Serie	Participación
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 y sus vinculadas alcanza el 55.03% de participación en las acciones clase "A".

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

El Directorio está conformado por siete miembros y su actual Presidente es el señor José Enrique Picasso Salinas, quien a su vez es presidente del Directorio de Reactivos Nacionales S.A., vicepresidente del Directorio de Compañía Minera Poderosa S.A., y director de Cemento Polpaico S.A., Bodegas Vista Alegre, Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía y Corporación Minera Castrovirreyna SA. 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. 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.

¹⁵ Categoría RSE1 en una escala de 06 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

¹⁶ Categoría GC2 en una escala de 06 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL

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
Ricardo Eleazar Revoredo Luna ⁽¹⁾	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 Alparmarca

(1) Designado a partir de 20 de noviembre de 2019 como Director

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, un total de 12 minas (9 subterráneas y 3 de tajo abierto), una planta de lixiviación con una capacidad de 2,500 tpd (Planta de Óxidos de plata) y 7 plantas de concentración con 21,900 tpd, organizadas en 5 unidades mineras (Yauli, Cerro de Pasco, Chungar, Alparmarca y Planta de Óxidos).

Unidades mineras (UM)

- *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 Alparmarca:* 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)	
							sep-18	sep-19
Yauli	Concentrado de zinc	Zinc, plata	San Cristóbal	Subterránea	Victoria Mahr Túnel Andaychagua	11,400	2,426	2,357
	Concentrado de plomo	Plomo, plata	Andaychagua	Subterránea				
	Concentrado de cobre	Cobre, plata, oro	Ticlio	Subterránea				
			Carahuacra Carahuacra Norte *	Tajo abierto				
Cerro de Pasco	Concentrado de zinc	Zinc, plata	Paragsha	Subterránea	Paragsha San Expedito	2,500	932	1,427
	Concentrado de plomo	Plomo, plata	Raúl Rojas	Tajo abierto				
			Vinchos *	Subterránea				
Chungar	Concentrado de zinc	Zinc, plata	Animón	Subterránea	Animón	5,500	1,211	1,269
	Concentrado <i>bulk</i> ¹⁷	Plomo, cobre, plata	Islay	Subterránea				
Alparmarca	Concentrado de zinc	Zinc, plata	Alparmarca	Tajo abierto	Alparmarca	2,500	701	701
	Concentrado <i>bulk</i>	Plomo, cobre, plata	Río Pallanga *	Subterránea				
Planta de Óxidos	Barras de doré ¹⁸	Plata, oro	Stockpiles	Stockpiles	Óxidos	2,500	675	671
Total						24,400	5,945	6,425

*Suspendidas desde 2T-19

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

Sin embargo, desde el 2T-19, Volcan viene operando con 10 minas (considerando la Planta de Óxidos¹⁹); las minas Carahuacra Norte, Vinchos y Río Pallanga se encuentran suspendidas debido al deterioro de los precios internacionales de los metales y las leyes actuales que no justifican su funcionamiento.

Producción

Volcan, en los últimos 5 años, ha tratado en promedio 7.9 MM de TM de mineral y ha reducido sus niveles de concentración operativa. Si bien la UM Yauli se mantiene como la principal, su participación se ha reducido de 51.9% a 36.7%, registrado al corte de evaluación, siendo la UM Cerro de Pasco la que ha mostrado una participación ascendente,

¹⁷ Concentrado que contiene más de un metal con valor comercial.

¹⁸ Aleación semi-pura de oro y plata.

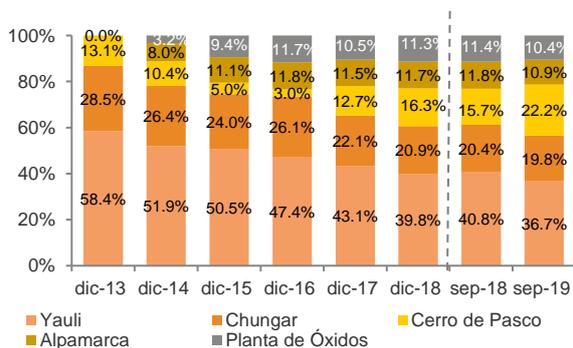
¹⁹ Desde este año, empezó a tratar mineral in situ.

alcanzando el 22.2% a la fecha de corte, seguida por la UM Chungar (la segunda más importante) con el 19.8%, y las unidades Alpamarca y Planta de Óxidos con el 10.9% y 10.4%, cada una.

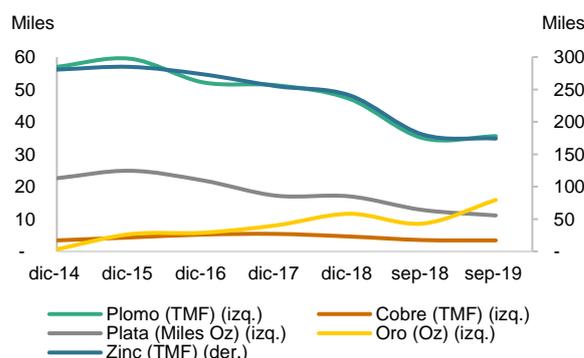
En comparación al 3T-18, el mineral tratado aumentó a 6.4 MM de TM (+0.48 MM) por el mayor volumen de mineral tratado (+0.50 MM) en los *stockpiles*²⁰ de la UM Cerro de Pasco. La UM Yauli, por el contrario, experimentó una reducción (-0.07 MM) consecuencia de la reformulación de los planes mineros y los retrasos operativos en las minas Carahuacra y Ticlio. Por otro lado, la UM Chungar tuvo un bajo incremento (+0.06 MM) dado que tuvo una para por más de 7 días por cumplimiento con los estándares de seguridad de la compañía, lo que representó una reducción de 0.06 MM TM de mineral extraído y un impacto aproximado de 0.002 MM TM de zinc y 0.08 MM OZ de plata).

En cuanto a la producción de finos, la producción del Zinc bajó en -3.5% (-0.06 MM TM) y se debió principalmente por el menor volumen de mineral tratado en la UM Yauli. Sin embargo, la producción de finos depende también del grado de leyes que se puede encontrar en el mineral tratado. Así tenemos que, por ejemplo, el incremento en la producción del oro en +84.9% (+0.007 MM OZ) fue gracias a las mayores leyes halladas en la UM Óxidos. Luego, la reducción en la producción de plata en -13.3% (-1.7 MM OZ) se dio por las bajas leyes encontradas en la UM Yauli y Chungar más que por una variación del volumen tratado -0.3% (-0.01 MM TM). Por otro parte, el ligero aumento en la producción del plomo +1.7% (0.006 MM TM) se dio por mayores leyes en la UM Cerro de Pasco que contrarrestaron las menores leyes en la UM Alpamarca.

PARTICIPACIÓN DE LAS UM EN EL MINERAL TRATADO



EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE FINOS



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

PRODUCCIÓN DE FINOS

Mineral	Yauli		Cerro de Pasco		Chungar		Alpamarca		Óxidos de Plata		Total		Var %
	sep-18	sep-19	sep-18	sep-19	sep-18	sep-19	sep-18	sep-19	sep-18	sep-19	sep-18	sep-19	
Zinc (M TM)	111.6	102.7	8.2	12	53.9	55.2	6.8	4.3	-	-	180.5	174.2	-3.5
Plomo (M TM)	13.8	15.1	2.9	4.1	13.2	13.1	5.1	3.3	-	-	35.0	35.6	1.7
Cobre (M TM)	2.2	2.3	-	-	1.0	0.8	0.3	0.3	-	-	3.5	3.4	-2.9
Plata (MM Oz)	6.0	5.1	0.3	0.5	2.8	2.3	1.1	0.9	2.6	2.3	12.8	11.1	-13.3
Oro (M Oz)	5.6	4.4	-	-	-	-	-	-	3.0	11.5	8.6	15.9	84.9

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. La Compañía cuenta con 13 centrales hidroeléctricas con una potencia instalada total de 63 MW, siendo Chungar, Huanchor y Rucuy las centrales con mayor capacidad, pero las dos primeras las que generan mayor energía en la compañía (42% aprox. cada una). Sin embargo, la central Huanchor es integrante del Comité de Operación Económica del Sistema Interconectado Nacional (COES) y su producción es vendida a terceros. La CH Tingo, en cambio, al ser la unidad con menor capacidad, le vende toda su producción a la CH Chungar. En promedio, la Compañía llega a cubrir aproximadamente el 23% de su consumo con producción propia; el resto, con compras al Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN).

CENTRALES HIDROELÉCTRICAS (CH)

Central Hidroeléctrica	Región	Potencia instalada	Sep-18	Sep-19	Var %
CH Chungar (10) *	Lima / Pasco	22 MW	111.4 GWh	116.8 GWh	4.8
CH Tingo	Lima	1 MW	6.8 GWh	6.8 GWh	-0.5
CH Huanchor	Lima	20 MW	112.1 GWh	118.4 GWh	5.6
CH Rucuy	Lima	20 MW	0.0 GWh **	36.3 GWh	100
Total Producción		63 MW	230.3 GWh	278.3 GWh	20.8
Consumo de Energía			530.1 GWh	566.4 GWh	6.9
Compra de Energía			411.8 GWh	442.9 GWh	7.5

*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.

**Producción en para por problemas causados por fenómeno del Niño Costero 2017

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

²⁰ Reservas de mineral polimetálico

Al 3T-19, el crecimiento interanual de la producción de energía en +20.8% (+48.0 GWh) se debió principalmente por las operaciones de la CH Rucuy que se retomaron en el mes de junio y generó un total de +36.3 GWh. Asimismo, la CH Huanchor aumentó su producción en +5.6% (+6.3 GWh) tras una para programada de cuatro semanas por mantenimiento. El consumo aumentó +6.9% (+36.3 GWh) con el que Volcan llegó a cubrir el 21.8%% (3T-18: 22.3%) con producción propia, pues la compañía destinó +42 GWh de la producción a la venta externa, resultando así un incremento de compra por +7.5% (+31.1 GWh) a un costo promedio de 59.1 US\$/MWh. En el último trimestre, el costo promedio de la CH Chungar fue 18.1 US\$/MWh²¹.

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 Toldorumi 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.

De acuerdo con el plan estratégico, Volcan, a través de su subsidiaria Terminales Portuarios Chancay S.A (TPCH), firmó un acuerdo con Cosco el 23 de enero de 2019 para incorporarlo como socio estratégico y desarrollar el proyecto del Puerto de Chancay²². Volcan cuenta con 842 ha. cerca del proyecto, donde se podrá construir un complejo logístico, del cual se espera genere una mejora en la conectividad marítima al Perú entre China y el resto del mundo e incremente el desarrollo económico del mismo. La transacción fue cerrada el 13 de mayo de 2019, Cosco con una participación del 60% de las acciones representativas de TPCH y Volcan con el 40%. Como consecuencia de esta asociación, el proyecto de Puerto de Chancay cambió su nombre en octubre de 2019, de Terminales Portuarios Chancay S.A a Cosco Shipping Ports Chancay Peru (CSPCP). El proyecto se encuentra en su primera etapa de desarrollo y está siendo ejecutado de acuerdo con su cronograma con una inversión estimada de US\$ 1.3 billones²³.

Inversiones

Al 3T-19, las inversiones totales de Volcan sumaron US\$ 131.1 MM, monto superior en +US\$ 6.3 MM (+5.1%) a las inversiones de similar periodo de 2018, explicado por la mayor inversión, en infraestructura, exploraciones locales, regionales, soporte y crecimiento. Las inversiones en exploraciones regionales y crecimiento fueron principalmente relacionadas al Proyecto Romina que totalizaron US\$ 2.5 MM en el 3T-19. Cabe mencionar que la reclasificación de los cargos por *leasing* operativo como parte de las inversiones no ha sido explicativa en la variación porcentual de las inversiones²⁴.

INVERSIONES CONSOLIDADAS (US\$ MM)			
	sep-18	sep-19	Var %
Minería	122.3	128.9	5.4
Exploración Local	15.9	17.1	7.5
Desarrollo	57.3	53.5	-6.6
Plantas y Relaveras	22.3	16.3	-26.9
Mina e Infraestructura	16.8	24.1	43.3
Energía en Unidades	4.2	3.4	-20.0
Soporte y Otros	4.0	8.3	106.2
Exploraciones Regionales	0.5	3.1	550.2
Crecimiento y Otros	1.2	3.1	147.6
División de energía	2.5	2.2	-10.9
Total	124.8	131.1*	5.1

*Incluye cargos por leasing operativo: US\$ 5.0 MM en 1T-19, US\$ 4.3 en 2T-19, US\$ 4.5 MM en 3T-19

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

Los planes de exploración están siendo ejecutados de acuerdo con lo estipulado. En el 2019, se espera efectuar más de 300 mil metros de perforaciones con una inversión total aproximada de US\$ 50 MM. De hecho, al 3T-19 ya se han ejecutado alrededor de 221 mil metros de perforación diamantina, lo cual le permitiría a la compañía exceder el monto planeado en el año. Se perforaron 169 mil metros en operaciones actuales y 52 mil metros en exploraciones regionales, principalmente en los proyectos Romina, Palma, Zoraida y Carhuacayán con resultados positivos que incrementarían la base de los recursos de la compañía en un futuro cercano.

En detalle, el Proyecto Romina (cuerpo Puagjanca) en etapa de factibilidad, tiene 13.5 MM TM de recursos confirmados y podría soportar una operación de más de 10 años a la capacidad actual de la planta Alpamarca con un mineral cuyo valor es 3 veces mayor al mineral actual ofrecido. Además, se identificaron otros cuerpos importantes como Adriana, Andrea y Esperanza, los cuales han sido perforados con resultados positivos. Por otro lado, el Proyecto Carhuacayán

²¹ MDA 3Q19.

²² MDA 2Q19.

²³ MDA 3Q19.

²⁴ Ídem.

(cuerpo La Tapada) en etapa de prefactibilidad, tiene 7.3 MM TM de recursos confirmados, identificándose además los cuerpos La Tapada Norte y Oeste. De este modo, los proyectos en mención convertirían a la UM Alpamarca en otra unidad operativa importante de Volcan.²⁵

Sin embargo, a nivel de empresas, Volcan Compañía Minera S.A.A. se ubicó en la posición #15 en el *ranking* de las inversiones mineras, seguida inmediatamente por Compañía Minera Chungar S.A.C. Por otro lado, según rubro de inversión, Compañía Minera Poderosa S.A. (posición #13) se mantuvo como líder en inversiones en Exploración con US\$ 31 MM; en segundo y tercer lugar, se encontraron Compañía Minera Chungar S.A.C. y Nexa Resources Peru S.A.A con aproximadamente US\$ 20 MM cada una. Anglo American Quellaveco S.A, quien lideró el *ranking* global de las inversiones, ocupó el primer lugar en Infraestructura con US\$ 254 MM mientras que Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A., el segundo lugar con US\$ 66 MM y Marcobre S.A.C., el tercer lugar con US\$ 53 MM. Finalmente, en Desarrollo y Preparación, Volcan Compañía Minera S.A.A. ocupó el quinto lugar con US\$ 35 MM frente a Marcobre S.A.C que ocupó el primer lugar con US\$ 349 MM.²⁶

PROYECTOS DE VOLCAN COMPAÑÍA MINERA

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 ²⁷ de exploración para la ejecución.
Desarrollo Post-descubrimiento	Romina II	Lima	Zinc, Plomo y Plata	La factibilidad completa estará lista en el 1S-20 y se espera su plena producción en el 2022. Se identificaron 3 nuevos cuerpos Adriana, Andrea, Esperanza perforados este año con resultados positivos.
	Carhuacayán	Junín	Zinc, Plomo y Plata	En etapa de prefactibilidad a completarse en el 2020. Se identificaron los cuerpos Tapada Norte y Tapada Oeste.
	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		La revisión del expediente de 23 mil metros de perforación permitió generar un nuevo modelo geológico con mucho potencial.
	Alpamarca Norte	Junín	Plata, Plomo y Zinc	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 empleó las proyecciones de precios de metales de largo plazo: 2,440 US\$/TM para el zinc, 2,030 US\$/TM para el plomo, 6,500 US\$/TM para el cobre, 1,250 US\$/OZ para el oro y 16.0 US\$/OZ para la plata. Así, la vida de mina con reservas es de 8 años, y la vida de mina considerando reservas y recursos inferidos de operaciones actuales es de 15 años²⁸.

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

Clientes

Las ventas de Volcan son realizadas a clientes nacionales y del exterior. Al 31 de diciembre de 2018, Volcan contó con una cartera de 28 clientes (19 clientes al 31 de diciembre de 2017), donde los 3 más importantes representaron el 71% del total de las ventas (69% del total de las ventas en el 2017) y no mostraron problemas financieros al cierre de 2018. Cabe mencionar que los principales clientes de Volcan cuentan con reconocido prestigio internacional y buen historial crediticio.

Las cuentas comerciales por cobrar tienen vencimiento corriente, no generan intereses y no cuentan con garantías específicas. Al 30 de septiembre de 2019, se dividieron en terceros (66.3%) y relacionadas (33.7%).

Proveedores

Las cuentas por pagar comerciales se originan, principalmente, por la adquisición de materiales y suministros para la ejecución de las actividades mineras de la Compañía y están denominadas principalmente en dólares estadounidenses y en nuevos soles, tienen vencimiento corriente, no generan intereses y no se han otorgado garantías por estas obligaciones.

²⁵ Presentación de Resultados 3T19.

²⁶ MINEM, Boletín Estadístico Minero octubre 2019.

²⁷ Declaración de Impacto Ambiental.

²⁸ No se ha considerado los recursos inferidos de nuevos proyectos.

Riesgos financieros

Entre los riesgos financieros a los que se ve expuesta la compañía, se encuentran:

Riesgo de precios

Volcan está expuesta a los cambios en los precios del mercado de minerales. Al 30 de septiembre de 2019, la compañía no mantuvo instrumentos derivados de coberturas. Sin embargo, sus ventas de concentrados están basadas en contratos comerciales, donde se asignan un valor de venta provisional que serán ajustadas, según la fecha que defina el contrato, a un precio final de acuerdo con el mercado. Al 30 de septiembre de 2019, la compañía mantiene derivados implícitos basados en precios de futuro (forward) de la fecha esperada de liquidación, para los cuales, la compañía realiza periódicamente provisiones financieras por posibles futuros ajustes en el precio final.

Riesgo de tipo de cambio

La Compañía realiza sus ventas en dólares estadounidenses, lo cual les permite hacer frente a sus obligaciones en esa moneda. Sin embargo, el riesgo surge de los saldos mantenidos en soles, para lo cual Volcan utiliza contratos derivados no designados como instrumentos de cobertura para cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio.

Riesgo de tasa de interés

El riesgo de tasa de interés es manejado por la Compañía a través de una política que contempla la obtención de financiamiento a tasas de interés fijas y variables, de manera equilibrada. A la fecha de corte, Volcan mantuvo operaciones de cobertura de tasas para asegurar los futuros desembolsos de intereses por préstamos obtenidos.

Riesgo de crédito

Volcan establece políticas de crédito conservadoras y evalúa constantemente las condiciones del mercado en que se desenvuelven sus deudores, para lo cual utiliza informes de clasificación de riesgos para las operaciones comerciales y de crédito.

Posición competitiva

Volcan es un importante productor de zinc, plata y plomo. A nivel nacional, se ubicó entre los 5 primeros en la producción de zinc, plomo y plata²⁹. Asimismo, a nivel global, se mantiene entre las mayores productoras de zinc y plata.

Análisis Financiero

Balance General

A sep-19, el activo total de Volcan sumó US\$ 2,135.0 MM y su estructura se mantuvo similar respecto al cierre 2018. Los activos no corrientes representaron el 87.3% (dic-18: 84.8%) y los activos corrientes, el 12.7% (dic-18: 15.2%). El activo total tuvo una variación negativa de -4.0% (-US\$ 90.0 MM) respecto a dic-18. Su reducción fue producida, en su mayor parte, por disminuciones del activo corriente en -20.2% (-US\$ 68.5 MM). El activo no corriente tuvo a penas una reducción de -1.1% (-US\$ 21.5 MM).

Entre las principales cuentas del activo corriente están: las cuentas comerciales por cobrar neto, otras cuentas por cobrar, que incluyen principalmente créditos fiscales por IGV e IR, y el saldo de caja bancos. Las cuentas comerciales por cobrar neta disminuyeron en -30.4% (-US\$ 12.7 MM), consecuencia de la caída de las ventas netas de finos dada la tendencia internacional de los precios de los metales, el deterioro de los contratos comerciales, por la incertidumbre generada, y la baja producción. No se mostró incrementos significativos en las provisiones por cobranza dudosa; sin embargo, un contexto internacional contraído y con bajas perspectivas puede conllevar, en el mediano plazo, a una mayor provisión de las cuentas por cobrar, afectando así a su valor y por ende a la capacidad del activo corriente para hacer frente a las obligaciones de corto plazo. Asimismo, otras cuentas por cobrar y el saldo de caja se vieron también afectados, disminuyendo en -21.2% (-US\$ 35.8 MM) y -38.8% (-US\$ 24.4 MM), respectivamente.

En el activo no corriente, las cuentas más representativas por su valor son: los activos fijos netos (compuestos por PP&E³⁰, costos de exploración y evaluación minera) y las inversiones en acciones (compuestas por acciones Polpaico) que al corte de evaluación experimentaron un incremento significativo en su valor alcanzando una participación de 9.1% (dic-18: 2.4%). Los costos netos de exploración y evaluación minera se redujeron en -11.4% (-US\$ 95.5 MM) con respecto a dic-18, debido a la reducción de su base de activos en -2.9% (-US\$ 44 MM) y el aumento de su amortización acumulada en +7.7% (+US\$ 51.5 MM). La reducción de su base de activos se produjo principalmente por la transferencia de US\$ 47.0 MM hacia la cuenta PP&E, ya que las adiciones por inversiones en exploraciones fueron contrarrestadas por la baja societaria de US\$ 80.3 MM en otros activos intangibles, consecuencia de la venta de TPCH a Cosco. Similarmente, el valor neto de PP&E cayó en -7.2% (-US\$ 70.1 MM). El aumento en neto de la base de sus activos en apenas +0.83% (+US\$ 15.6 MM) y el aumento de su depreciación acumulada en +9.7% (+US\$ 85.7 MM) contribuyeron a reducir su valor neto. La baja societaria por US\$ 102.7 MM, dado principalmente en terrenos, sumado al retiro de activos por US\$ 16.9 MM, contrarrestaron las adiciones (US\$ 88.2 MM) y reclasificaciones (US\$ 47 MM) que se realizaron en el periodo. Sin embargo, el incremento en la cuenta de inversiones en acciones en +266% (+US\$ 142.0

²⁹ MINEM, Boletín Estadístico Minero octubre 2019.

³⁰ Propiedad, Planta y Equipo.

MM) compensó parcialmente las reducciones que sufrieron las cuentas de los activos fijos, explicando así la reducción ligera que tuvo el total de los activos no corrientes.

En cuanto al pasivo total de Volcan, este sumó US\$ 1,510.3 MM y continúa representando su principal fuente de fondeo con el 70.7% (dic-18: 70.9%). Su estructura se mantiene similar con respecto a dic-18, donde los pasivos no corrientes representan el 46.5% (dic-18: 45.9%) y los pasivos corrientes, el 24.2% (dic-18: 25.0%). El pasivo total tuvo una variación de -4.2% (-US\$ 66.5 MM) y su reducción fue generada tanto por el pasivo corriente como por el pasivo no corriente que disminuyeron en -7.1% (-US\$ 39.3 MM) y -2.7% (-US\$ 27.2 MM), respectivamente.

Entre las principales cuentas del pasivo corriente se encuentran: las cuentas comerciales por pagar, otras cuentas por pagar de corto plazo, relacionadas a las cuentas de IGV e IR, y la deuda financiera de corto plazo, incluyendo sobregiros. Las cuentas por pagar comerciales disminuyeron en -10.6% (-US\$ 21.4 MM) en líneas con el bajo nivel de operaciones que Volcan enfrentó. Similarmente, otras cuentas por pagar de corto plazo cayeron en -38.8% (-US\$ 37.7 MM). Sin embargo, la deuda financiera de corto plazo aumentó en +11.0% (+US\$ 22.9 MM), en el cual US\$ 19.1 MM fue por la adopción de las NIFF 16.

Mientras tanto, en el pasivo no corriente se encuentran: la deuda financiera de largo plazo, representado principalmente por el saldo de bonos corporativos; las provisiones por cierre de minas y contingencias; y los impuestos y participaciones diferidas. La deuda financiera de largo plazo descendió en -0.5% (-US\$ 3.0 MM), dado el desembolso por amortizaciones correspondientes al periodo. La provisión por cierre de minas y contingencias mostró un ligero incremento de +0.2% (+US\$ 0.5 MM). Y los impuestos y participaciones diferidas descendieron en -20.5% (-US\$ 40.9 MM). Cabe mencionar que los derivados implícitos de negociación generaron un pasivo no corriente por US\$ 16.1 MM.

El total de obligaciones financieras ascendió a US\$ 816.3 MM a sep-19 (dic-18: US\$ 796.4 MM), donde la deuda de largo plazo representó el 71.6% (US\$ 584.8 MM), en la que se destaca el saldo de bonos corporativos (US\$ 535.3 MM), emitido 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 vencimiento en febrero 2022, tasa de interés fija anual de 5.375% pagadero semestralmente) que tuvo como objetivo el financiamiento de los proyectos Alpamarca y Planta de Óxidos, así como la adquisición de la CH Huanchor. 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.

Finalmente, el patrimonio de Volcan continúa representando el 29.3% del total de su fondeo (dic-18: 29.1%). A sep-19, el patrimonio de la compañía se redujo en -3.6% (-US\$ 23.5 MM), totalizando US\$ 624.7 MM (dic-18: US\$ 648.2 MM). La variación en el patrimonio se explicó principalmente por la reducción en la cuenta de resultados acumulados. A dic-18, resultados acumulados, incluyendo la cuenta de excedente de revaluación, registró una pérdida acumulada de US\$ -254.2 MM. A sep-19, la cuenta de resultados acumulados, la cual ya incluye el excedente de revaluación (sustentado a dic-18 en el terreno del Puerto de Chancay) reportó una pérdida mayor por US\$ -271.5 MM, debido a la pérdida del periodo que reportó Volcan, por US\$ -17.3 MM. Luego, la cuenta de resultados no realizados generó una pérdida en el periodo por -US\$ 6.1 MM, pasando de US\$ 1.1 M a US\$ -5.0 MM, la cual correspondió a variaciones en el valor razonable de instrumentos derivados de cobertura (-US\$ 0.5 MM) y de inversiones en acciones Polpaico (-US\$ 5.6 MM).

Eficiencia Operativa

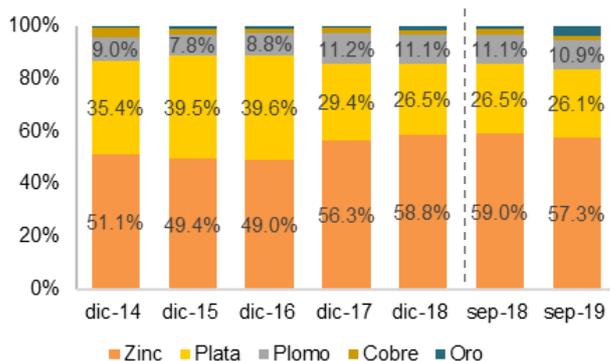
Al 3T-19, las ventas netas³¹ de finos mostraron una reducción interanual de -10.9% (-US\$ 65.8 MM) sumando un total de US\$ 536.4 MM. Los factores que contribuyeron a este deterioro en las ventas fueron principalmente el factor precio, y la baja de producción de finos. Los precios base del zinc, plomo, plata y cobre cayeron en -13.5%, -16.3%, -3.1% y -7.6%, respectivamente, con respecto al 3T-18; mientras que el volumen de venta de finos de zinc y de plata se contrajo en -3.2% (-5.8 M TM) y -13.9% (-1.8 M OZ), cada uno. Así tenemos que, antes de ajustes, las ventas del zinc, plomo, plata y cobre presentaron una caída de -18.3% (-US\$ 70.4 MM), -17.3% (-US\$ 12.5 MM), -17.3% (-US\$ 29.9 MM) y -12.9% (-US\$ 1.6 MM), cada una. Sin embargo, el deterioro de las ventas fue compensadas parcialmente por la venta de finos del oro que aumentó en +111.3% (+US\$ 10.8 MM) gracias a su mayor volumen de venta por +65.14% (+7.1 M OZ) y su mayor precio base por +5.8%. Respecto a los ajustes después de ventas, estos sumaron US\$ -12.3 MM, en el que US\$ -5.2 MM fueron por ajustes de liquidaciones de periodos anteriores y US\$ -7.1 MM, por ajustes de posiciones abiertas y derivado implícito correspondientes al periodo.

Dado este contexto, la participación del Oro en el total de las ventas³², ascendió a 3.7% vs una participación promedio de 1.1% registrado en los últimos 5 años. El Zinc continúa siendo el principal producto con una participación de 57.3%, seguido por la Plata y el Plomo con 26.1% y 10.9%, respectivamente.

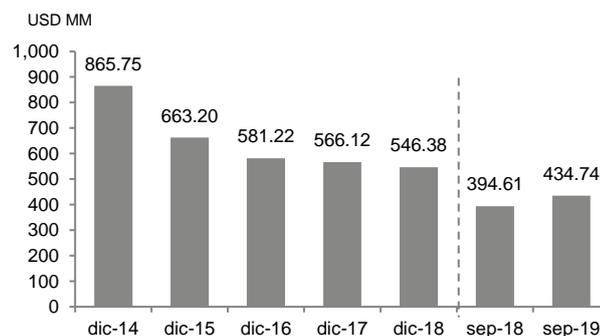
³¹ Después de ajustes por liquidaciones de periodos anteriores y por posiciones en derivado implícito correspondientes al periodo.

³² No incluye ajustes. Ventas al 3T-19: US\$548.7 MM

COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS POR MINERAL



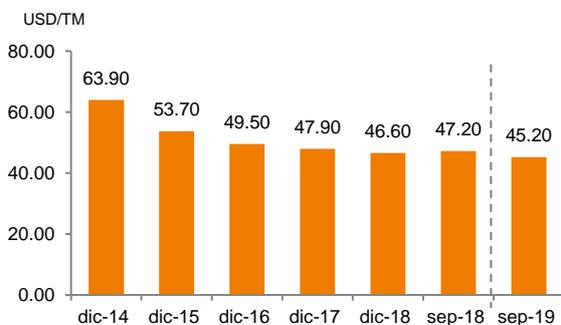
EVOLUCIÓN DEL COSTO DE VENTA



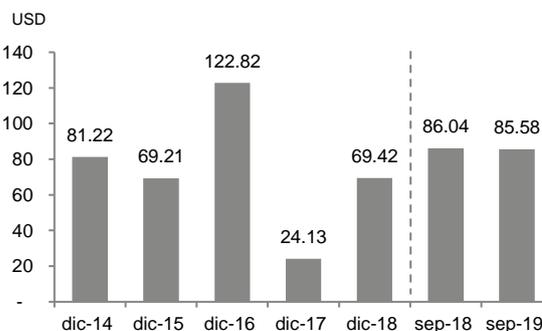
Fuente: Volcan Cía. Minera S.A.A. / Elaboración: PCR

El costo de venta consolidado, sin embargo, tuvo un avance interanual de +10.2% (+US\$ 40.1 MM) y ascendió a US\$ 434.7 MM al 3T-19, siendo el 81.1% de las ventas netas de Volcan (sep-18: 65.5%). La participación del costo de venta aumentó considerablemente por la caída de los ingresos y el aumento del costo de venta en +10.2% (+US\$ 40.1 MM). El aumento se debió principalmente a que, a sep-19, se registró mayor costo por depreciación y amortización en +40.4% (+40.3 MM), atribuible a los arrendamientos de activos fijos (NIFF 16), que para 2018, la empresa trataba como un *renting* en su Estado de Resultados. A partir del 1 de enero de 2019, estos arrendamientos son contabilizados en la partida de activos fijos, lo que conduce a registrar un gasto por depreciación que se distribuye entre el costo de venta y los gastos administrativos. Así, en el 3T-19, por ejemplo, se distribuyó al costo de venta, +US\$11.7 MM³³ por depreciación (NIFF 16). Cabe mencionar que el incremento en los costos de producción en +3.1% (+US\$ 8.7 MM) fue contrarrestado por una menor provisión en participación de trabajadores, en línea con una menor utilidad operativa. Sin embargo, el costo unitario de producción tuvo una variación interanual negativa de -2 US\$/TM, con un costo de 45.2 US\$/TM al 3T-19 (sep-18: 47.2 US\$/TM) gracias a que el volumen de mineral tratado aumentó en mayor proporción que los costos, lo que permitió reducir el costo unitario en -4.2% con respecto al 3T-18. Es de resaltar la reducción del costo unitario en el tiempo, observada desde el año 2014, debido al continuo enfoque de la Compañía en el control y 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.

EVOLUCIÓN DEL COSTO UNITARIO DE PRODUCCIÓN (EN TÉRMINOS ACUMULADOS)



EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS OPERATIVOS



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

Dado el desempeño de las ventas y costos, la utilidad bruta de Volcan exhibió una reducción de -51.1% (-US\$ 105.9 MM) en términos interanuales, pasando de US\$ 207.5 MM (al 3T-18) a US\$ 101.5 MM (al 3T-19), con un margen bruto de 18.9% (3T-18: 34.5%).

Los gastos operativos, por otro lado, registraron una ligera disminución interanual de -0.5% (-US\$ 0.5 MM) debido a que la reducción de los gastos administrativos y de venta en -17.2% (-US\$5.8 MM) y -14.4% (-US\$2.8 MM), respectivamente, fueron prácticamente contrarrestados por mayores gastos incurridos en exploración de proyectos como Palma y Brownfield Yauli por +74.8% (+US\$5.3 MM) y mayores otros gastos netos³⁴ por +11.0% (+US\$ 2.8 MM) que resultaron de las operaciones suspendidas en las minas Vinchos, Río Pallanga, Paragsha y Ticlio (Mahr Túnel).

En consecuencia, la utilidad operativa de la Compañía tuvo una reducción interanual de -86.9% (-US\$ 105.5 MM), pasando de US\$ 121.4 MM (al 3T-18) a US\$ 15.9 MM (al 3T-19), con un margen operativo de 3.0% (3T-18: 20.2%).

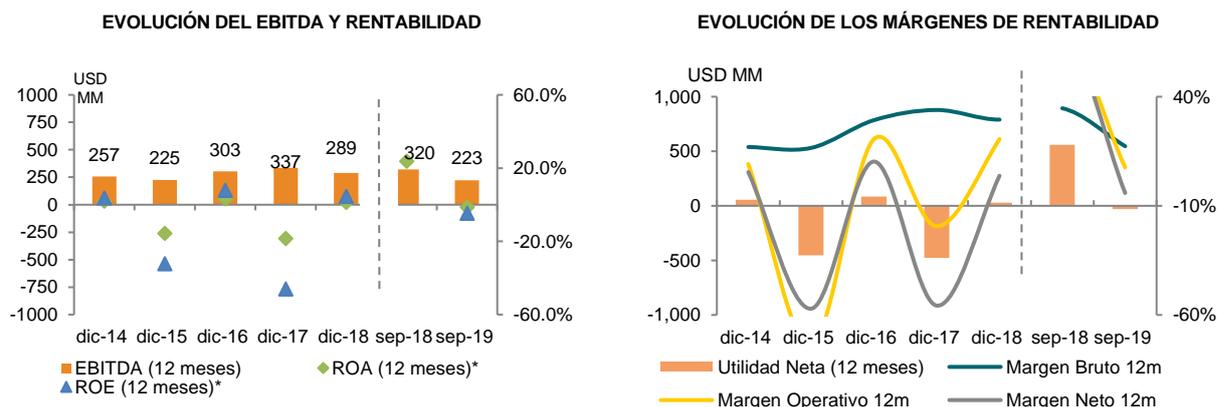
³³ MDA 3Q19.

³⁴ Incluye el negocio de energía, gastos no deducibles y contribuciones a OEFA y OSINERGMIN.

Por otra parte, los gastos financieros netos se redujeron en -42.4% (-US\$ 12.1 MM) respecto al 3T-18, gracias a que los mayores ingresos financieros (+US\$ 18.4 MM), relacionados a la venta parcial de TPCH a Cosco, contrarrestaron los mayores gastos financieros (+US\$ 6.3 MM) que resultaron principalmente de las variaciones en el valor presente de los planes de cierre de mina (+US\$ 3.0 MM) y el tratamiento contable de los intereses contraídos en arrendamientos operativos (US\$ 1.9 MM). Asimismo, la pérdida por diferencia de cambio neto tuvo una reducción interanual de -35.7% (-US\$ 0.7 MM). Sin embargo, estas reducciones no fueron suficientes para contrarrestar la caída de la utilidad operativa, siendo así que el resultado antes de impuestos mostró una pérdida de US\$ -1.8 MM (3T-18: US\$ 90.9 MM), y una utilidad neta que, después de un total de impuestos de US\$ -15.5 MM, resultó en US\$ -17.3 MM (3T-18: US\$ 41.3 MM).

Rentabilidad

Asimismo, en términos anualizados, el EBITDA³⁵ de la Compañía pasó de US\$ 320.4 MM (sep-18) a US\$ 223.1 MM (sep-19), lo que significó un descenso de -30.4% (-US\$ 97.3 MM), generando así un margen EBITDA de 31.4% (sep-18: 39.1%). Asimismo, la utilidad neta anualizada pasó de US\$ 559.6 MM a US\$ -29.3 MM; el ROA, de 24.1% a -1.3%; y el ROE, de 74.3% a -4.5%. Los márgenes bruto, operativo y neto fueron de 17.3%, 7.6% y -4.1% cada uno.



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

Flujo de efectivo y Liquidez

Al 3T-19, Volcan ha ido experimentando flujos de efectivo negativos mayores respecto a similares periodos del año previo. A septiembre, su flujo negativo fue mayor en +691% (+US\$ 21.3 MM) en comparación al 3T-18, generando un egreso en el periodo por US\$ -24.4 MM (3T-18: US\$ -3.1 MM). Este deterioro en el flujo de caja ha sido resultado del bajo desempeño de las ventas de la compañía, que después de cubrir sus actividades de operación y de inversión, no fueron suficientes para afrontar las salidas de efectivo que demanda su deuda financiera corriente y no corriente.

Las cobranzas se redujeron en -14.1% (-US\$ 102.2 MM) respecto al 3T-18. El total de pagos que surgen de las operaciones se redujeron, por su parte, en -11.1% (-US\$ 56.5 MM). En detalle, el pago a proveedores se redujo en -2.2% (-US\$ 8.5 MM), tributos en -70.6% (-US\$ 25.3 MM) y regalías en -55.6% (-US\$ 7.9 MM). Además, no se originó egreso por coberturas (el cual al 3T-18 ascendió a US\$ 18.1 MM). Las remuneraciones y beneficios sociales tuvieron un ligero aumento de +2.2% (+US\$ 1.7 MM). Resultando así, en una reducción interanual de -21.3% (-US\$ 45.6 MM) en el flujo operativo.

Al 3T-19, la compañía desembolsó -15.6% (-US\$ 12.6 MM) en exploraciones y desarrollo (vs 3T-18: US\$ 81.0 MM) y +3.0% (US\$ 2.1 MM) en adquisición de PP&E (vs 3T-18: US\$ 70.4 MM), a las inversiones realizadas en el periodo, resultando así en una reducción interanual de -7.3% (-US\$ 10.9 MM) en el flujo por actividades de inversión de.

Frente a un bajo saldo inicial de caja (US\$ 62.3 MM), un menor flujo por actividades de operación (US\$ 168.3 MM) y un flujo negativo por actividades de inversiones (US\$ -139.2 MM), la compañía se vio en la necesidad de contraer obligaciones financieras de largo plazo por US\$ 120 MM con los bancos, para hacer frente a sus pagos por amortizaciones, sobregiros e intereses, resultando así que la compañía no se encuentra pagando su deuda financiera de corto plazo, sino sólo los intereses respectivos. Por tanto, al corte de evaluación, Volcan amortizó en neto US\$ 19.8 MM de sus obligaciones financieras con bancos, pagó sobregiros por US\$ 11.1 MM y pagó intereses por US\$ 22.6 MM, generándose un flujo neto por actividades de financiamiento de US\$ -53.5 MM (vs 3T-18: US\$ -66.9 MM), lo que significó una reducción interanual de -20.1% (-US\$ 13.4 MM).

Por su parte, los indicadores de liquidez se han ido reduciendo en el tiempo. Fue en dic-17, que la liquidez corriente cayó por debajo de 1.0x, llegando a niveles de 0.52x a sep-19 (dic-18: 0.61x), respondiendo a una mayor caída en el activo corriente (-20.2%) que en el pasivo corriente (-7.1%). El capital de trabajo, por ende, se ha encontrado en terreno negativo cerrando en US\$ -247.0 MM al corte de evaluación. No obstante, la compañía cuenta con un ciclo de conversión de efectivo de -55 días (sep-18: -64). Esto demuestra que, si bien Volcan cuenta con buena gestión en cuanto a sus cobranzas, su capacidad holgada con la que contaba durante el periodo 2014-2016, para financiar sus actividades

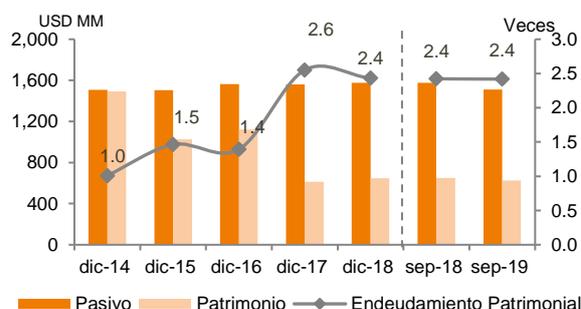
³⁵ No incluye ajustes excepcionales o gastos asociados a la venta de TPCH.

operativas de corto plazo, se ha visto deteriorada en los últimos 3 años. La deuda de corto plazo está presionando su liquidez frente a una época de precios bajos y bajos niveles de caja.

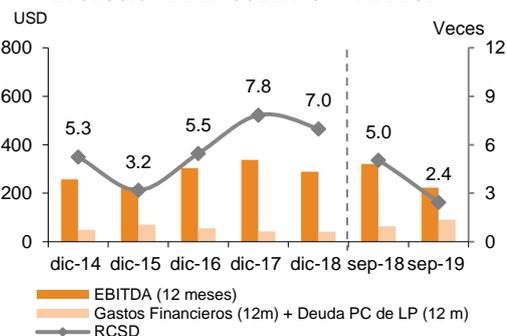
Solvencia / Cobertura

Por su parte, el nivel de endeudamiento consolidado se mantiene en niveles moderados. A sep-19, el ratio Pasivo Total/Patrimonio se ubicó en 2.4x similar a dic-18, dada la estabilidad del patrimonio y los pasivos totales de la compañía. En cuanto a los indicadores de cobertura, a sep-19, el ratio Deuda Financiera/EBITDA³⁶ fue 3.66x (sep-18: 2.46x), el cual indica el mayor tiempo que le demandará a la compañía pagar su deuda financiera tanto de corto como de largo plazo, dado que no se encuentra amortizando deuda de corto plazo. El ratio de cobertura de servicio de deuda (RCSD), por otra parte, fue 2.45x (sep-18: 5.05x), lo que significa un deterioro en cuanto a su capacidad para cubrir los intereses financieros y el capital de la deuda de corto plazo, con la generación de sus ingresos operativos. Esto debido a la caída del EBITDA anualizado en -30.4% (-US\$ 97.3 MM) y el aumento de la deuda de corto y los intereses en +43.7% (27.7 MM).

EVOLUCIÓN DEL APALANCAMIENTO PATRIMONIAL



EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA DE DEUDA



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

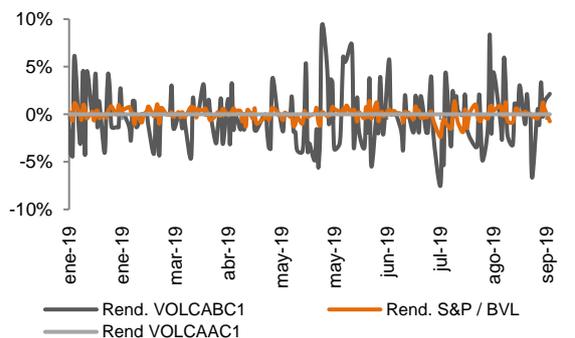
Instrumentos Calificados

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 septiembre, el número total de acciones en circulación fue de 4,076,572,173 con valor nominal de S/. 0.87 cada una.

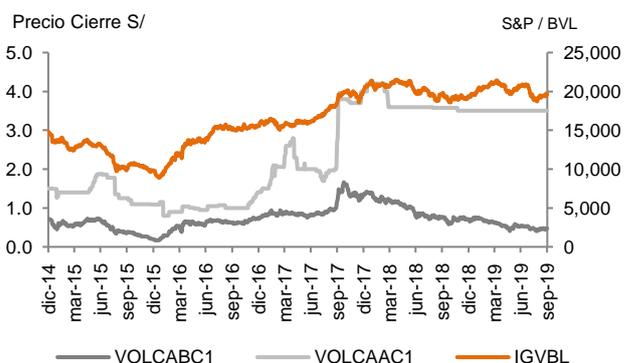
Acción Común Serie A:

Las acciones serie A (VOLCAAC1) otorgan derecho a voto en la Junta General de Accionistas (JGA). El número de acciones en circulación de esta serie es de 1,633,414,552, con un valor nominal de S/ 0.87 cada una. Su cotización promedio anual³⁷ pasó de S/ 3.76 en sep-18 a S/ 3.51 en sep-19 (-6.6%). Cabe mencionar que hasta el 3T-17, las acciones tenían un valor bajo cercano a S/ 2.00, y no fue hasta que se anunció la compra de Volcan por parte de Glencore Int. AG que experimentó una subida importante, llegando a cotizar alrededor de S/. 4 por acción en el 4T-17. No obstante, a partir del 2T-18, en medio de una guerra comercial entre EE.UU. y China, el precio de la acción se encuentra por debajo de los S/. 4.0, cotizando S/ 3.50 en sep-19, sin variación en el precio year-to-date (YTD) y con una frecuencia de negociación de 3.3%.

RENDIMIENTO DIARIO DEL PRECIO VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



EVOLUCIÓN DIARIA DE PRECIOS VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

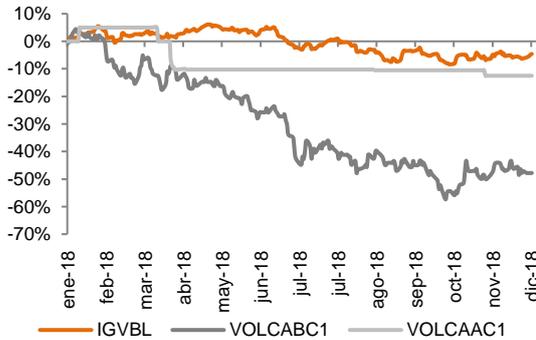
³⁶ EBITDA anualizado.

³⁷ Promedio de los precios de cierre de los últimos 12 meses a sep-18 y sep-19.

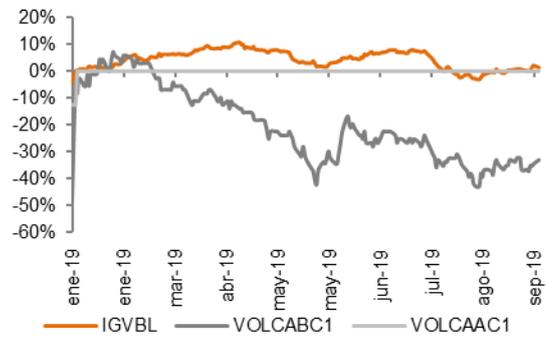
Acción Común Serie B:

Las acciones bajo la serie B (VOLCABC1) no tienen derecho a voto, pero sí derecho al momento de distribución de dividendos (no acumulable). Las acciones serie B suman 2,443,157,621 acciones, con un valor nominal de S/ 0.87 cada una. La cotización promedio anual pasó de S/ 1.13 en sep-18 a S/ 0.60 en sep-19 (-46.6%) dado las tensiones comerciales e incertidumbre en el entorno internacional. Desde mediados de octubre de 2017, mes en el que la acción cerró con S/ 1.66 (su precio más alto durante el periodo de análisis), los precios han mostrado una tendencia decreciente, ubicándose en un precio de S/ 0.48 por acción en sep-19, con una variación YTD de -33.1% y una frecuencia de negociación de 100%. En este sentido, estas acciones son de las más liquidas del mercado peruano, pero posee un valor beta de 1.6578, por lo cual la acción presenta mayor sensibilidad respecto a los movimientos del mercado.

RENDIMIENTO YTD DE VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL

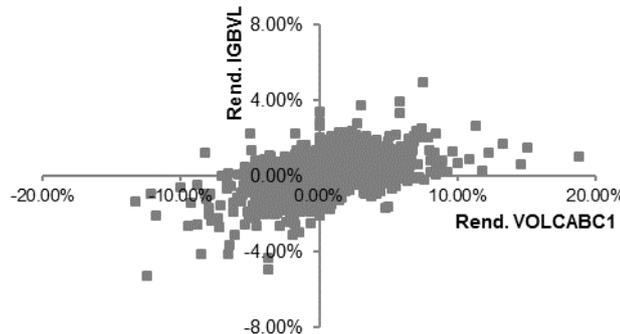


RENDIMIENTO YTD DE VOLCAAC1, VOLCABC1 E IGBVL



Fuente: BVL / Elaboración: PCR

BETA VOLCABC1 vs S&P/IGBVL: 1.6578



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.

Año	Monto a distribuir	Monto del dividendo por acción (S/)	
	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 US\$ 200.00MM o su equivalente en Soles y tiene una vigencia de 6 años a partir de abril de 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	sep-18	sep-19
Activo Corriente	848,656	721,386	756,752	435,299	338,669	422,446	270,172
Activo Corriente Prueba Ácida	651,420	614,418	666,199	371,379	274,029	356,188	200,490
Activo No Corriente	2,148,399	1,810,163	1,927,791	1,738,697	1,886,321	1,805,809	1,864,836
Activo Total	2,997,055	2,531,549	2,684,543	2,173,996	2,224,990	2,228,255	2,135,008
Pasivo Corriente	607,925	535,932	708,812	623,400	556,430	545,163	517,163
Pasivo No Corriente	898,084	968,118	854,101	938,273	1,020,407	1,032,020	993,166
Pasivo	1,506,009	1,504,050	1,562,913	1,561,673	1,576,837	1,577,183	1,510,329
Patrimonio	1,491,046	1,027,499	1,121,630	612,323	648,153	651,071	624,679
Deuda Financiera	838,095	854,603	843,683	816,850	796,463	789,170	816,334
Sobregiros y préstamos	202,216	204,043	270,256	191,868	208,699	171,740	188,003
Corto Plazo de Deuda Estructural	15,609	26,989	10,923	0	0	23,585	43,568
Largo Plazo de Deuda Estructural	620,270	623,571	562,504	628,987	587,764	593,845	584,763
ESTADO DE RESULTADOS (Miles USD)							
Ventas Netas	1,042,351	794,514	821,548	856,734	775,102	602,065	536,271
Costo de ventas	865,746	663,202	581,224	566,118	546,383	394,612	434,741
Utilidad Bruta	176,605	131,312	240,324	290,616	228,719	207,453	101,530
Utilidad Operativa	95,388	-586,568	168,908	-165,660	159,304	121,410	15,951
Ingresos Financieros	10,331	8,024	8,976	8,789	649	396	18,753
Gastos Financieros	33,321	43,627	44,563	43,018	41,372	28,870	35,155
Utilidad Neta	56,823	-453,912	84,406	-477,466	29,375	41,312	-17,290
INDICADORES FINANCIEROS							
EBITDA y Cobertura							
Total Ingresos (12M)	1,042,351	794,514	821,548	856,734	775,102	818,699	709,308
Costos de Ventas (12M)	865,746	663,202	581,224	566,118	546,383	534,645	586,512
Utilidad Neta (12M)	56,823	-453,912	84,406	-477,466	29,375	559,556	-29,227
Depreciación y Amortización	161,496	155,026	133,964	140,497	168,014	113,287	148,752
EBITDA	256,884	225,300	302,900	336,926	288,569	238,000	172,500
Depreciación y Amortización (12M)	161,496	155,026	133,964	140,497	168,014	148,426	203,479
EBITDA (12M)	256,884	225,300	302,900	336,926	288,569	320,388	223,069
Gastos Financieros (12M) + Deuda PC de LP (12M)	48,930	70,616	55,486	43,018	41,372	63,493	91,225
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	5.25	3.19	5.46	7.83	6.97	5.05	2.45
Deuda Financiera / EBITDA (12M)	3.26	3.79	2.79	2.42	2.76	2.46	3.66
Solvencia							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.56	0.57	0.54	0.52	0.51	0.50	0.54
Pasivo Total / Patrimonio	1.01	1.46	1.39	2.55	2.43	2.42	2.42
Pasivo No Corriente / EBITDA (12M)	3.50	4.30	2.82	2.78	3.54	3.22	4.45
Deuda Financiera neta / EBITDA (12M)	2.58	2.94	2.32	2.12	2.54	2.15	3.49
Pasivo Total / EBITDA (12M)	5.86	6.68	5.16	4.64	5.46	4.92	6.77
Rentabilidad							
ROA 12M	1.9%	-15.6%	3.3%	-18.6%	1.3%	24.1%	-1.3%
ROE 12M	3.8%	-32.2%	7.9%	-45.8%	4.6%	74.3%	-4.5%
Margen Bruto 12M	16.9%	16.5%	29.3%	33.9%	29.5%	34.7%	17.3%
Margen Operativo 12M	9.2%	-73.8%	20.6%	-19.3%	20.6%	69.1%	7.6%
Margen Neto 12M	5.5%	-57.1%	10.3%	-55.7%	3.8%	68.3%	-4.1%
Margen EBITDA 12M	24.6%	28.4%	36.9%	39.3%	37.2%	39.1%	31.4%
Liquidez							
Liquidez General	1.40	1.35	1.07	0.70	0.61	0.77	0.52
Prueba Ácida	1.07	1.15	0.94	0.60	0.49	0.65	0.39
Capital de Trabajo	240,731	185,454	47,940	-188,101	-217,761	-122,717	-246,991
Rotación							
Rotación de cuentas por cobrar*	29	25	30	28	19	12	17
Rotación de cuentas por pagar*	95	90	131	134	133	121	113
Rotación de inventarios*	82	58	56	41	43	45	41
Ciclo Operativo	16	-7	-45	-65	-71	-64	-55
Indicadores de Mercado							
UPA "A" (USD)	0.0348	-0.2779	0.0517	-0.2923	0.0180	0.0253	-0.0106
UPA "B" (USD)	0.0233	-0.1858	0.0345	-0.1954	0.0120	0.0169	-0.0071
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	0.81	0.48
Precio/UPA "A" (veces)	43.12	-3.92	27.29	-13.68	194.62	141.94	-330.65
Precio/UPA "B" (veces)	30.96	-0.81	20.84	-6.75	59.05	47.90	-67.12
Dividendo "A" S/.	0.025	0.013	0.013	0.025	0.013	0.025	0.000
Dividendo "B" S/.	0.026	0.013	0.013	0.026	0.014	0.026	0.000
Dividendo por acción /Precio por acción "A" (Dividend Yield)	1.7%	1.1%	0.9%	0.6%	0.4%	0.7%	0.0%
Dividendo por acción /Precio por acción "B"	3.6%	8.8%	1.8%	2.0%	1.9%	3.2%	0.0%
Valor libros/Valor de mercado "A" (USD)	0.61	0.58	0.49	0.09	0.11	0.11	0.11
Valor libros /Valor de mercado "B" (USD)	0.85	2.80	0.64	0.19	0.37	0.33	0.54

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