

Volcan Compañía Minera S.A.A. (Volcan)

Fundamentos

La importante posición de la Empresa en el sector: Volcan es uno de los principales productores de zinc, plomo y plata en el Perú, y se ubica entre las diez principales empresas productoras de zinc y plata en el mundo.

El adecuado acceso a recursos líquidos. Si bien la liquidez corriente (activo corriente/pasivo corriente) promedio de los últimos cinco años (0.59x) se ha venido ajustando como resultado de la aplicación de la tesorería excedente en proyectos de sostenibilidad de la empresa, Volcan dispone de líneas bancarias por aproximadamente US\$100 millones. Estas líneas le otorgan una flexibilidad financiera importante en caso de escenarios temporales de liquidez ajustada.

La reinversión de sus ingresos en programas de reducción de costos, exploración y desarrollo de sus yacimientos, lo que aumenta la capacidad de producción de minerales, con una vida útil de mina aproximada de ocho años.

La flexibilidad operativa de su estructura de costos frente a variaciones en los precios de insumos y suministros, lo cual le permite tener un mayor margen de maniobra ante cambios en la cotización de los metales que produce.

Sin embargo, entre los factores que limitan la clasificación otorgada se considera:

Moderado nivel de apalancamiento, medido como Deuda Financiera Neta / EBITDA, el mismo que en los últimos cinco años, ascendió a 3.18x en promedio. Cabe señalar que, a la fecha, la compañía mantiene un bono internacional a largo plazo, denominado 4.375% *Senior Notes Due 2026*, con un saldo actual de US\$365 MM. En este sentido, Apoyo & Asociados proyecta que este ratio se mantendría en promedio alrededor de 4.0x, en virtud de requerimientos operativos y de inversión adicionales en los próximos años.

Una capacidad de generación de caja expuesta a factores que no controla, principalmente la cotización de los metales que produce, lo cual limita las acciones de la Empresa ante escenarios de precios bajos.

La volatilidad relativa de los resultados, que si bien tiene componentes contables asociados (cargos excepcionales y regularización de la depreciación de la Planta de Óxidos) ha impactado negativamente en el ROE de la empresa en los últimos años.

Disposición de la participación de su principal accionista. En el mes de febrero del 2023, el principal accionista de la compañía, Glencore Internacional AG, sostuvo que se encuentra en el proceso de posible disposición de su participación en el Capital Social de Volcan Compañía Minera. A la fecha, no se conoce información sobre la evolución del proceso, pero la Clasificadora se mantiene atenta al desarrollo de noticias sobre el particular en virtud de su efecto en la valoración del soporte.

Escenario de incertidumbre internacional. Debido al conflicto de Ucrania, la volatilidad de los precios de los *commodities* se incrementó. Por otro lado, existe el riesgo de una recesión mundial debido a las condiciones económicas de algunos mercados principales como China, Estados Unidos y Europa. Así, en un contexto de demanda y precios volátiles, una estructura de costos moderadamente altos como la de Volcan es un factor de riesgo a considerar.

Ratings	Actual	Anterior
Acciones	2a (pe)	2a (pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2022

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas
22/05/2023 y 29/11/2022

Indicadores Financieros

(US\$ MM.)	Dic-22	Dic-21
Ingresos	951	937
EBITDA	319	397
Flujo de Caja Operativo (CFO)	265	366
Deuda Financiera Total	812	938
Caja y Valores	74	231
Deuda Financiera / EBITDA (x)	2.54	2.36
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	2.31	1.78
EBITDA / Gastos Financieros	5.59	6.44

Fuente: Volcan

Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Empresas no Financieras (03-2022)

Analistas

Ricardo Celis
ricardocelis@aai.com.pe

Hugo Cussato
hugocussato@aai.com.pe

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

El principal factor que podría afectar negativamente la clasificación es:

- Un deterioro material y sostenido de los márgenes operativos que impacte la capacidad de generación de caja, incida en un incremento sostenido del endeudamiento y conduzca a resultados negativos consecutivos.
- Un cambio en la propiedad de la empresa que refleje un menor soporte de las operaciones y/o un proporcionalmente menor acceso a líneas de financiamiento.

Los principales factores que podrían mejorar la clasificación son:

- Una mejora significativa de la eficiencia e incremento sostenido en la capacidad de generación de caja que se refleje en márgenes operativos y EBITDA crecientes, así como en los niveles de apalancamiento y cobertura de gastos financieros, en paralelo con resultados netos favorables.

Hechos de Importancia

El 2 de febrero del 2022, Volcan procedió a la cancelación del saldo de US\$410.3 millones de las “5.375% Senior Notes Due 2022” adquiridas, pagadas con ayuda de un préstamo sindicado a 4 años por US\$400 millones suscrito en el 2021 y desembolsado en fecha 25 de enero del 2022.

El 2 de junio del 2022, Volcan, en Acuerdo de Sesión de Directorio, acordó formular una oferta privada de recompra de instrumento emitidos por la Sociedad denominados “4.375% Senior Notes due 2026” en circulación por un monto de hasta US\$100 millones para llevar a cabo un proceso de reorganización societaria que involucre los activos relacionados al proyecto del Puerto de Chancay y Zona Logística. El 16 de junio del 2022, el monto en circulación fue ampliado a US\$110 millones.

Por otra parte, el 15 de febrero del 2023, la compañía recibió una carta de parte de Glencore Internacional AG informando la exploración del proceso de disposición de su participación en el Capital Social de Volcan Compañía Minera.

Además de ello, el 24 de marzo del 2023, se aprobó el financiamiento a Cosco Shipping Ports Chancay Perú S.A. para el desarrollo del Proyecto del Puerto Multipropósito de Chancay, hasta por la suma de US\$975 MM.

Asimismo, en la JOA celebrada el 31 de marzo del 2023 se acordó la reducción del capital social de la Sociedad en S/ 856.1 millones, mediante la reducción del valor nominal de sus acciones de “Clase A” y “Clase B”, es decir, pasando de S/ 0.87 a S/ 0.66 por acción. Con este efecto, se absorbieron pérdidas acumuladas y se sinceró el valor del capital social respecto del patrimonio neto.

Finalmente, el 2 mayo del 2023, en Sesión de Directorio, se acordó aprobar la renuncia del, en ese entonces Gerente General, Carlos Fernández, quien también renunció a su cargo en el directorio, siendo reemplazado por Roberto Huby en la gerencia y por Alberto Rebaza como director de la Sociedad.

Perfil

Volcan Compañía Minera S.A.A. (Volcan) se dedica a la exploración y explotación de yacimientos mineros por cuenta propia y su correspondiente extracción, concentración, tratamiento y comercialización de concentrados de minerales polimetálicos. A partir de noviembre del 2017 la Compañía es subsidiaria de Glencore International AG.

La Empresa tiene siete subsidiarias dedicadas a la actividad de explotación minera y ocho de actividades conexas:

Subsidiarias directas e indirectas de Volcan	
Subsidiaria	Objeto Social
Compañía Minera Chungar S.A.C.	Explotación de otras minas y canteras
Empresa Administradora Cerro	Extracción de otros minerales metalíferos no ferrosos
Compañía Minera Vichaycocha S.A.C.	Explotación de otras minas y canteras
Empresa Explotadora Vinchos	Extracción de otros minerales metalíferos no ferrosos
Empresa Minera Paragsha	Extracción de otros minerales metalíferos no ferrosos
Minera San Sebastián AMC	Explotación de otras minas y canteras
Óxidos de Pasco S.A.C	Fundición de metales no ferrosos
Minera Aurífera Toruna S.A.C.	Explotación de otras minas y canteras
Compañía Industrial Limitada de Huacho S.A.	Actividades Inmobiliarias
Hidroeléctrica Huanchor S.A.C.	Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica
Empresa de Generación Eléctrica Río Baños	Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica
Compañía Hidroeléctrica Tingo	Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica
Roquel Global	Otras actividades de apoyo al transporte
Corporación Logística Chancay	Otras actividades de apoyo al transporte
Remediadora Ambiental S.A.C.	Otras actividades profesionales, científicas, técnicas

Fuente: Volcan

Sus operaciones se realizan en cinco unidades mineras en etapa operativa (Cerro de Pasco, Yauli, Chungar, Alpamarca y Óxidos de Pasco), ubicadas en los departamentos de Pasco y Junín, en donde produce concentrados de zinc, plomo, cobre y *bulk*, con importantes contenidos de plata.

Reservas

Volcan realiza estimaciones propias para el cálculo de sus reservas, sin embargo, sus estimaciones están basadas en las definiciones internacionales del *Joint Ore Reserves Committee (JORC)* del *Australasian Institute of Mining and Metallurgy* y el *Australian Institute of Geoscientists and Minerals Council of Australia*.

Inventario de reservas probadas y probables

	(En miles de TMS)				
	2018	2019	2020	2021	2022
Minas subterráneas	29,800	30,900	22,600	20,100	20,300
Tajos abiertos	2,450	1,800	5,100	3,200	11,200
Stockpiles	2,050				
Total Volcan y subs.	34,300	32,700	27,700	23,300	31,500
Leyes de reservas					
% Zn	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%	3.7%
% Pb	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
% Cu	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Ag (Oz/TM)	2.4	3.0	2.7	2.6	2.4

Fuente: Volcan

Durante el 2022, el nivel de reservas aumentó en 35.2%, impulsadas por la unidad Cerro de Pasco, debido a la inclusión de los *stocks* Hanancocha y Rumiallana dentro de la estimación de reservas dada la obtención de permisos de explotación y a la campaña de perforación desarrollada en estos dos depósitos.

Cabe mencionar que, conforme los proyectos de la Empresa se van desarrollando, las reservas de mina tienden a incrementarse tanto como la vida útil.

Por otro lado, la Compañía y sus subsidiarias registraron recursos totales (medidos, indicados e inferidos) por 470.3 millones de TMS de mineral (446.7 millones en el 2021), los cuales adquieren progresivamente la categoría de reservas probadas o probables, dependiendo del avance de los trabajos de desarrollo y la cotización de los metales.

Volcan cuenta con una clasificación internacional otorgada por *FitchRatings*. Esta tuvo un *downgrade* en abril 2023, pasando de BB a B+, con perspectiva estable, en virtud del ajustado desempeño operativo y la expectativa de un incremento en los índices de endeudamiento. Si bien el rating no considera soporte de Glencore, su principal accionista, se reconoce que su salida podría generar riesgos de refinanciación (dependiendo de la magnitud y relevancia del nuevo accionista futuro).

Estrategia

La estrategia de la Empresa busca incrementar y focalizar las exploraciones con el fin de asegurar la producción en el corto, mediano y largo plazo; así como mejorar la eficiencia de los procesos con el fin de disminuir costos y mejorar la productividad.

De esta manera, la Empresa cuenta con varios proyectos que sustentarán el desarrollo de la misma en los próximos años, entre los que se encuentran:

- (i) Proyecto Romina, ubicado 15 km al oeste de la mina Alpamarca, es un proyecto polimetálico de zinc, plomo y plata que se encuentra en fase de exploración avanzada.
- (ii) Proyecto Carhuacayán, ubicado a 20 km al oeste de la mina Alpamarca. Es un proyecto polimetálico de zinc, plomo y plata. En el 2021 se mantuvieron paralizadas las perforaciones diamantinas debido a la continuidad de la crisis sanitaria del COVID-19. Actualmente se encuentra en fase de exploración avanzada.
- (iii) Proyecto Palma, ubicado a 60 km al sureste de Lima. Es un proyecto de sulfuros masivos vulcanogénicos, distribuidos en mantos mineralizados de zinc, plomo y plata cuyo modelo geológico se encuentra actualmente en fase de actualización. Actualmente el proyecto continúa en *stand-by*.
- (iv) Proyecto Zoraida, ubicada a 7 km al sur de la mina Andaychagua. Es un proyecto principalmente de plata con contenidos de plomo y zinc. Por sus características geológicas, podría convertirse en el tercer sistema polimetálico del domo de Yauli, después de las minas San Cristóbal y Andaychagua. A la fecha, el proyecto continúa en *stand-by*.

Operaciones

Actualmente, las operaciones de la Compañía se encuentran divididas en cuatro unidades: Yauli, Cerro de Pasco, Chungar y Alpamarca.

En el 2022, el volumen de mineral producido aumentó 6.9% en comparación al nivel obtenido en el 2021. Esto fue consecuencia del incremento del mineral proveniente de la mina de Chungar y de la mina Cerro de Pasco.

Por otro lado, la producción de finos de todos los metales que Volcan comercializa disminuyó, con excepción del zinc, el cual tuvo un ligero aumento de 1.8%.

Producción de Finos - Volcan y subs.

	2018	2019	2020	2021	2022
Zinc (Miles TMF)	241	239	167	221	225
Plomo (Miles TMF)	47	49	41	56	55
Cobre (Miles TMF)	5	5	4	5	4
Plata (Millones Oz)	17.0	15.6	12.1	15.0	14.3
Oro (miles de Oz)	11.6	21.6	10.6	24.3	20.8

Fuente: Volcan

Cabe mencionar que la producción de plata y oro en MM de Oz incluyen los finos contenidos en concentrados y en barras de plata.

La capacidad de tratamiento de las plantas concentradoras de Volcan es de 30.1 miles de TM por día, y se distribuye de la siguiente manera:

Capacidad de Tratamiento

Planta	TM por día
UFA Yauli	
Mahr Túnel	2,750
Victoria	5,200
Andaychagua	3,450
UFA Cerro de Pasco	
Paragsha	7,000
San Expedito	1,500
Planta de Óxidos	2,500
UFA Chungar	
Animón	5,200
UFA Alpamarca	
Planta Alpamarca	2,500
Total	30,100

Fuente: Volcan

Unidad Yauli

Yauli está formada por tres plantas concentradoras, las cuales procesan principalmente los minerales provenientes de las minas San Cristóbal, Carahuacra, Andaychagua y Ticlio. Su capacidad de tratamiento es de 11,400 TMS por día en virtud de la ampliación de capacidad de la planta Victoria (mejoras en los equipos de chancado, molienda, flotación y bombas de relaves).

Unidad Cerro de Pasco

La Unidad Cerro de Pasco está constituida por dos minas - una subterránea y una de tajo abierto- y dos plantas concentradoras. La capacidad actual de la Planta Paragsha es de 7,000 TMS por día, la de la Planta San Expedito es de 1,500 TMS por día y la de la planta de óxidos es de 2,500 tpd.

Por otro lado, si bien a finales de septiembre 2012 se dejó de extraer mineral del Tajo Raúl Rojas, durante el 2021, se trataron stockpiles de mineral marginal provenientes de la

explotación del tajo en años anteriores. Cabe señalar que la mina Paragsha continuó con la suspensión temporal, aunque su infraestructura se mantiene en buenas condiciones.

Unidad Chungar

Las operaciones de Chungar se desarrollan en la planta concentradora de Animón, que trabaja el mineral de la mina del mismo nombre y en la mina Islay, donde se producen concentrados de zinc, plomo y cobre. Actualmente, su capacidad de tratamiento es de 5,200 TMS por día, luego de la instalación de un sistema de automatización.

Unidad Alpamarca

Alpamarca inició sus operaciones en abril del 2014, y está conformada por 2,100 hectáreas de concesiones. Dicha unidad consta de: el Tajo abierto, la mina subterránea Río Pallanga y la planta concentradora Alpamarca. Asimismo, es importante considerar que el proyecto Romina será la continuidad de Alpamarca.

Por otro lado, la planta tiene una capacidad de 2,500 tpd y, durante 2022, el mineral procedente de Alpamarca alcanzó los 1.0 millones de toneladas, representando el 10.7% del mineral tratado por Volcan de forma consolidada. Cabe mencionar que la mina Río Pallanga se encuentra suspendida desde el 2016.

Posición Competitiva

Durante el 2022 los precios de los *commodities* mostraron aumentos asociados a la recuperación económica posterior a la crisis sanitaria por el COVID-19. Adicionalmente, el conflicto en Ucrania ha agregado impulso a la tendencia en los precios. No obstante, éstos mostraron un ajuste hacia la segunda mitad del año. A pesar de ello, se mantienen por encima de los promedios históricos.

En relación a los minerales que Volcan comercializa, el zinc es su principal producto. El zinc es un mineral cuya característica anticorrosiva lo hace idóneo para la galvanización del acero y su empleo en diversas aleaciones, para industrias como: construcción, transporte, bienes de consumo y aparatos eléctricos.

La cotización del zinc depende principalmente de dos factores: la demanda industrial y la disponibilidad del recurso, representado por el nivel de inventarios o reservas que existan. A éstos se suma la intervención de los inversionistas, quienes pueden tomar posiciones especulativas sobre el metal.

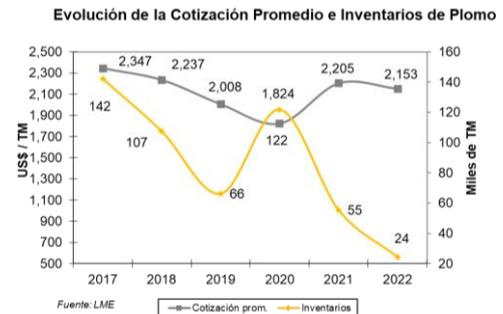


La cotización promedio del zinc aumentó en comparación con la del año anterior en un contexto de bajos inventarios. Dicho aumento se explica por las expectativas de un incremento en la demanda mundial, mientras que los inventarios se redujeron por la importante caída de la producción en Europa. Asimismo, en el mes de abril se registraron las cotizaciones más altas debido a la crisis energética en Europa que generó el cierre de distintas refinерías de este metal.

La producción mundial de zinc está concentrada principalmente en Asia, América y Oceanía, dentro de los cuales destacan países como: China, Australia y Perú.

Volcan es también un productor de plomo, un mineral utilizado principalmente en la fabricación de acumuladores de energía o baterías de automóviles, sistemas de emergencia, computadoras, maquinaria pesada, etc. También es utilizado como aislante de radiación, electricidad y sonido; además de otros usos industriales en la fabricación de vidrio, plástico, municiones y explosivos, entre otros.

Al igual que el zinc, la cotización del plomo depende principalmente de la actividad industrial y la demanda por baterías, conductores de electricidad y pigmentos. Otro factor que influye en el precio del mineral es el nivel de inventarios existente.



Al contrario de lo ocurrido con el zinc, la cotización promedio del plomo disminuyó durante el 2022. Sin embargo, en virtud de la caída de inventarios logró recuperarse, aunque no a los niveles del 2021. Cabe resaltar que los principales productores de plomo a nivel mundial son: Australia, China, EE.UU., Perú y México.

Por otro lado, la plata es un metal precioso que, además de ser considerado reserva de valor, es utilizado principalmente en la fotografía y en la fabricación de contactos para interruptores de artefactos eléctricos y equipos electrónicos, baterías, joyas y menaje. Los factores que inciden en su cotización son: la actividad industrial, el desarrollo de la tecnología, la demanda de joyas y utensilios de plata y el desempeño de la economía global.

Desde el 2018, la mayor incertidumbre económica y comercial contribuye con el incremento de su precio. De este modo, la plata tiene un comportamiento similar al oro en cuanto a mayor demanda en escenarios de estrés y recesión. Durante el 2020 y 2021 tanto la plata como el oro se han apreciado debido a su mayor demanda como

activo refugio. Sin embargo, durante el 2022, dado los continuos aumentos de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) y el fortalecimiento del dólar, se evidenció una presión a la baja con respecto a los precios registrados en el 2021. A pesar de ello, ambos precios se mantienen por encima de los promedios históricos.

Entre los principales productores de plata a nivel mundial tenemos a: Perú, México, Australia y China.

Finalmente, el cobre se utiliza en diferentes industrias por sus propiedades conductoras de calor y electricidad, por lo que su demanda depende de la actividad industrial, la construcción y los avances tecnológicos.



Durante el 2021, se evidenció una pronunciada tendencia al alza en la cotización del cobre, explicada por una mayor demanda asociada a la recuperación económica mundial. Durante el 2022, el precio del cobre mantuvo niveles históricos altos debido al conflicto en Ucrania, las políticas Cero Covid en China y a la expectativa de una recesión económica en EEUU y Europa.

Cabe mencionar que aproximadamente 40% de la oferta mundial de cobre proviene de la producción de Chile y Perú, dada la incertidumbre política de ambos países, el futuro de la oferta de cobre es aún incierto.

Temas Regulatorios

La actividad minera en el Perú está regulada principalmente por la Ley General de Minería; sin embargo, existen diferentes reglamentos que definen el marco regulatorio del sector como son: el Reglamento de Procedimientos Mineros, el Reglamento de Seguridad e Higiene Minera, el Reglamento para la Protección Ambiental en la Actividad Minero-Metalúrgica, el Reglamento Ambiental para las Actividades de Exploración Minera, la Ley de Fiscalización de las Actividades Mineras, entre otros.

Dentro del marco regulatorio, se puede mencionar a las siguientes leyes y reglamentos de importancia:

- Reglamento de Protección Ambiental en las Actividades Minero Metalúrgicas
- Ley del Cierre de Minas (Ley 28090)
- Nueva Ley de Regalías Mineras (Ley N° 29788)
- Ley del Impuesto Especial a la Minería (IEM) (Ley N° 29789)

- Ley del Gravamen Especial a la Minería (GEM) (Ley N°29790)

Desempeño Financiero

Durante el 2022, los ingresos consolidados de Volcan ascendieron a US\$951.3 millones, 1.5% mayores a los registrados en el 2021. Lo anterior es consecuencia de dos factores que favorecieron a la compañía:

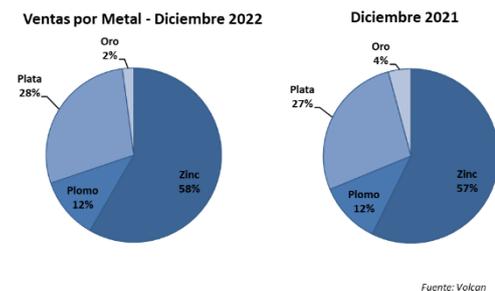
- La mejora en las ventas netas de zinc, las cuales representan más del 50% de las ventas de Volcan.
- El mayor volumen tratado de mineral respecto del año anterior (+6.9%).

Ventas netas por concentrado (US\$ 000)	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Var. %
Cobre	39,247	66,223	53,084	-19.8%
Zinc	237,321	488,459	564,379	15.5%
Plomo	147,575	209,746	178,782	-14.8%
Plata	95,857	180,414	162,771	-9.8%
Oro				
Subtotal	520,000	944,842	959,016	1.5%
Ajustes y liquidaciones	15,469	(7,443)	(7,750)	
Ventas Totales	535,469	937,399	951,266	1.5%
Volumen de Ventas de Finos				
Cobre (miles TMF)	3.2	4.5	5.1	13.3%
Zinc (miles TMF)	166.5	221.9	223.7	0.8%
Plomo (miles TMF)	41.8	56.2	56.9	1.2%
Plata (millones Oz)	12.1	15.0	14.4	-4.0%
Oro (miles Oz)	10.4	23.6	22.7	-3.8%
Cotización Promedio de Venta*				
Cobre (\$ / TM)	6,074	8,268	8,434	2.0%
Zinc (\$ / TM)	2,280	2,981	3,449	15.7%
Plomo (\$ / TM)	1,855	2,207	2,116	-4.1%
Plata (\$ / Oz)	21.4	25.5	21.8	-14.5%

* Promedio últimos 12 meses
 Fuente: Volcan, LME

Durante el 2022, el precio del cobre se incrementó en un 2.0% y el del zinc en 15.7%, mientras que el precio del plomo se redujo en 4.1% y el de la plata en 14.5%. Asimismo, la producción y tratamiento del zinc aumentó en 1.8%, mientras que la producción de plomo se redujo en 1.0%, la producción de cobre en 8.6% y la producción de plata en 4.8%. La menor producción de plomo, cobre y plata se explica por las menores leyes de en el mineral procesado en planta.

Por otro lado, la venta de finos de zinc siempre tiene una mayor participación en las ventas totales. De esta forma, para el 2022, la facturación neta por la venta de zinc aumentó, principalmente, por el incremento en 15.7% en la cotización del mismo.



Fuente: Volcan

En cuanto a la venta por metal, todos los metales (zinc, plomo, plata y oro) mantuvieron una composición relativamente similar al cierre del 2021.

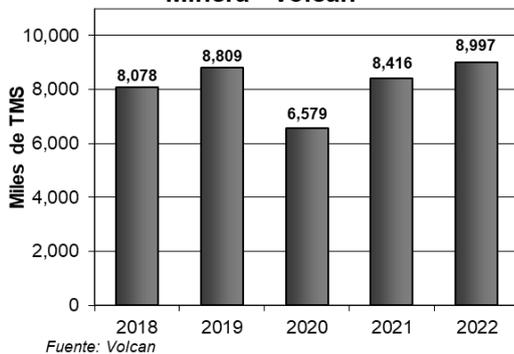
Respecto de la composición de ingresos por metal, se espera que las ventas de finos de plata y zinc sigan siendo la principal fuente de ingreso durante el 2023.

Durante el 2020, la producción de Volcan disminuyó en 25.3% (explicada por la paralización de operaciones). No obstante, en el 2021, la producción se acercó a niveles pre-pandemia (95.5% de lo producido en el 2019). Cabe señalar que, en el 2022, la producción total superó los niveles pre-pandemia (+2.1%).

Respecto de Yauli, en el 2022 esta unidad aumentó su tonelaje tratado en 0.9% debido al levantamiento de las medidas sanitarias por el Covid-19 que permitieron normalizar las actividades en las operaciones mineras de dicha unidad. Por otro lado, la producción en Chungar se mantuvo relativamente estable.

Asimismo, la unidad de Alpamarca incrementó su tratamiento de mineral en 1.0% con respecto del 2021. Paralelamente, la unidad de Cerro de Pasco aumentó su producción en 12.7% y su costo de producción en 21.6%, debido al incremento de los precios de suministros y reactivos necesarios para el tratamiento de mineral.

Evolución de la Producción Minera - Volcan

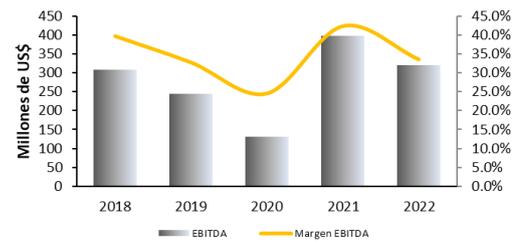


En referencia al costo de ventas de la compañía en el 2022, éste mostró un aumento de 16.3% respecto de diciembre 2021, alcanzando los US\$762.7 millones. Esto se debió al incremento del tonelaje tratado en el año. Asimismo, el costo de ventas se vio afectado por el mayor consumo de suministros utilizados en el periodo y los mayores costos de servicios brindados por terceros, los cuales aumentaron en 14.5% y 13.7%.

Cabe mencionar que también se registró un aumento de los costos asociados a las preparaciones y sostenimiento de Yauli y Chungar como consecuencia de mejoras implementadas en los estándares de sostenimiento en las minas, así como de mayores costos asociados al transporte. En este sentido, la depreciación y amortización de la Empresa aumentaron en 15.7% respecto del 2021.

En ese sentido, el EBITDA del 2022 mostró una disminución de 19.6% respecto del 2021. De igual manera, el margen EBITDA disminuyó de 42.3% a 33.5%.

Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



En el 2022, los gastos financieros disminuyeron en 7.3% respecto del 2021. Lo anterior se debe a los menores intereses y estos se explican por una reducción del 13.4% en la deuda financiera y un ligero ajuste en las tasas.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros (EBITDA / gastos financieros) se redujo de 6.4x en diciembre 2021 a 5.9x en diciembre 2022, como consecuencia de una menor generación de EBITDA, según las razones mencionadas previamente. Cabe señalar que se espera que la cobertura se mantenga en niveles cercanos a 5.0x, lo cual sigue siendo consecuente para la categoría de riesgo asignado.

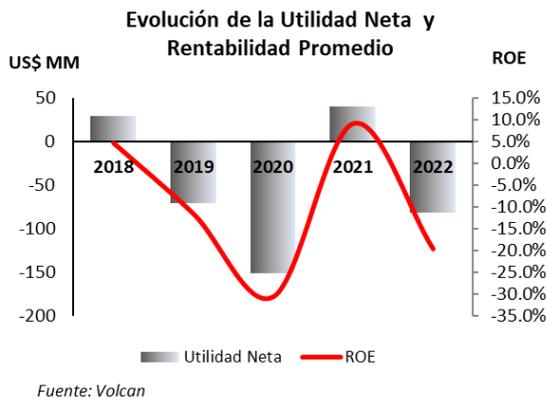
Cabe mencionar que, para efectos comparativos, al cierre del 2017 se registraron cargos excepcionales por un importe neto de US\$570.2 millones, debido a la adecuación de los EEFF de Volcan a las políticas y estándares contables corporativos de Glencore luego de alcanzada su participación de 55.03% de las acciones comunes clase "A" en noviembre del 2017.

Los ajustes se enfocaron principalmente en la evaluación de desvalorización de activos fijos e intangibles, impuestos diferidos y provisiones contables. Asimismo, los ajustes realizados son netamente contables y no tienen efecto en el flujo de caja de Volcan; y, en el caso de la desvalorización de los activos fijos e intangibles, el ajuste podría revertirse si se diera un escenario distinto al considerado en la evaluación de diciembre del 2017.

Durante el 2022, el resultado neto de Volcan se vio afectado por el deterioro de sus activos no financieros. Como parte de la evaluación que realiza la compañía a sus Unidades Generadoras de Efectivo (UGEs), se estimaron pérdidas por deterioros de US\$184.8 millones, distribuidas en tres empresas, estando Volcan dentro de ellas. Por otro lado, se reconoció una recuperación correspondiente al deterioro en Óxidos de Pasco S.A.C. por US\$58.8 millones.

Cabe resaltar que el deterioro en Volcan resultó como consecuencia de menores volúmenes de recursos, mientras que el recupero de Óxidos de Pasco S.A.C. resultó producto de un mayor volumen de sus recursos.

De esta forma, la compañía obtuvo una pérdida neta de US\$81.4 MM, a comparación de las ganancias obtenidas en el 2021 (US\$39.9 MM). Finalmente, el retorno sobre el patrimonio fue de -19.6% y +9.1%, en el 2022 y 2021, respectivamente.



En resumen, la utilidad neta de Volcan, a diciembre 2022, se explica por:

- El incremento en sus costos de producción, asociado al incremento del mineral extraído.
- El aumento importante en el deterioro de sus activos no financieros.

Cabe señalar que, a diciembre 2022, el costo unitario de producción aumentó 3.3%, como consecuencia del mayor tonelaje procesado y los mayores costos de producción.

Paralelamente, es importante mencionar que durante el 2022 las operaciones productivas se normalizaron luego de su paralización por el COVID-19 en los años anteriores, siguiendo con estrictos protocolos para garantizar la salud y seguridad de su personal, lo que condujo a una mayor producción. Asimismo, la Clasificadora no considera probable que el escenario del 2020 se vuelva a repetir de forma idéntica; sin embargo, el análisis que se realiza considera eventos de estrés en precios, producción y márgenes que se monitorean activamente.

Estructura de Capital

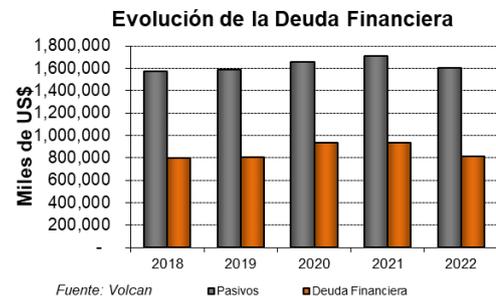
A diciembre 2022, el total de pasivos disminuyó de US\$1,708.8 millones a US\$1,600.5 millones, debido principalmente a una reducción en su deuda financiera.

El saldo de la deuda de largo plazo estuvo compuesto principalmente por un bono internacional (4.375% Senior Notes Due 2026), con un saldo de US\$365.0 millones, así como por un préstamo sindicado con un saldo de US\$400.0 millones el cual sirvió para realizar el pago de un bono internacional (5.375% Senior Notes Due 2022) en febrero del 2022. Cabe mencionar que, al cierre del 2022, la deuda de corto plazo mantuvo una participación de 4.3%, a diferencia del 48.2% en el 2021.

Composición de la Deuda Financiera						
	Monto Original	Garantías	Tasa	Vencimiento	Total (US\$ miles)	
Préstamos	(miles)				Dic-22	Dic-21
Scotiabank	US\$ 10,000		2.85%	Nov-22	-	2,114
Interbank	US\$ 10,000		2.85%	Dic-22	-	2,114
Interbank	S/ 10,000		1.09%	Abr-23	552	1,781
Interbank	S/ 10,000		1.09%	Abr-23	440	1,781
Interbank	S/ 3,270		0.99%	Dic-22	180	581
Interbank	S/ 6,300		1.48%	Jul-23	556	1,319
Scotiabank	S/ 2,300		1.15%	Dic-22	228	505
Scotiabank	S/ 5,100		1.30%	Dic-22	562	1,173
Scotiabank	S/ 2,265		1.15%	Dic-22	249	521
Bonos						
Bonos 600MM	US\$ 600,000		5.38%	Feb-22	-	410,264
Bonos 475MM	US\$ 475,000		4.38%	Feb-26	365,000	475,000
Préstamo Sindicado	US\$ 300,000		5.38%	Dic-25	400,000	
Arrendamiento bajo NIIF 16						
Pasivo por arrendamiento					10,972	2,494
Arrendamiento Financiero						
Interbank	- Bienes arren.		2.5 - 4.8%	Dic-24	6,370	9,385
Scotiabank	- Bienes arren.		3.2 - 4.7%	Dic-24	20,204	15,123
Intereses por Pagar					6,155	12,300
Total de Obligaciones financieras					811,468	936,455

Fuente: Volcan

El ratio de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) fue de 2.54x (2.36x de diciembre 2021), debido fundamentalmente al menor EBITDA generado, según lo explicado en párrafos anteriores.



A diciembre 2022, el pasivo total de Volcan estuvo compuesto por: deuda financiera (55.6%); otras provisiones (20.2%); cuentas por pagar (15.7%); e, impuestos a las ganancias diferidas (8.5%).

Por otro lado, el patrimonio consolidado de Volcan y subsidiarias ascendió a US\$375.4 millones, siendo 17.8% menor al del 2021, lo que se explica por un mayor saldo negativo en los resultados acumulados.

Características de los instrumentos

Acciones

Volcan Compañía Minera cuenta con acciones comunes tipo A y B, todas inscritas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Al 31 de diciembre del 2022, el número de acciones comunes clase A fue de 1,633'414,553 y 2,443'157,621 de acciones comunes de clase B.

Las acciones comunes tipo A otorgan el derecho a voto, mientras que las acciones comunes tipo B, no cuentan con derecho a voto, pero sí con distribución preferencial de dividendos. Cabe mencionar que estas acciones también se encuentran listadas en Latibex (Madrid) y en la Bolsa de Valores de Santiago de Chile.



Indicadores Bursátiles - Acciones Comunes Clase A - Volcan

	Monto Negociado*	Precio**	Frecuencia	Capitalización Bursatil*
Ene-21	340	3.30	15.00%	5,390,268
Feb-21	1	-	0.00%	5,390,268
Mar-21	3	-	0.00%	5,390,268
Abr-21	1	-	0.00%	5,390,268
May-21	-	-	0.00%	5,390,268
Jun-21	-	-	0.00%	5,390,268
Jul-21	0	-	0.00%	5,390,268
Ago-21	0	-	0.00%	5,390,268
Set-21	-	-	0.00%	5,390,268
Oct-21	10	3.23	5.00%	5,275,929
Nov-21	-	-	0.00%	5,275,929
Dic-21	8	3.25	4.55%	5,308,597
Ene-22	1	-	0.00%	5,308,597
Feb-22	3	-	0.00%	5,308,597
Mar-22	60	2.99	4.35%	4,883,910
Abr-22	18	2.90	5.26%	4,736,902
May-22	-	-	0.00%	4,736,902
Jun-22	0	-	0.00%	4,736,902
Jul-22	16	2.84	5.26%	4,638,897
Ago-22	14	2.85	4.55%	4,655,231
Set-22	1	-	0.00%	4,655,231
Oct-22	6	-	0.00%	4,655,231
Nov-22	0	-	0.00%	4,655,231
Dic-22	374	1.50	20.00%	2,450,122

* En miles de Nuevos Soles

** En Nuevos Soles

Fuente: BVL

Indicadores Bursátiles - Acciones Comunes Clase B - Volcan

	Monto Negociado*	Precio**	Frecuencia	Capitalización Bursatil*
Ene-21	40,188	0.61	100.00%	1,490,326
Feb-21	86,373	0.77	100.00%	1,881,231
Mar-21	71,048	0.84	100.00%	2,052,252
Abr-21	85,572	0.75	100.00%	1,832,368
May-21	28,672	0.68	100.00%	1,661,347
Jun-21	26,630	0.52	100.00%	1,270,442
Jul-21	13,240	0.40	100.00%	972,377
Ago-21	21,094	0.49	100.00%	1,197,147
Set-21	51,367	0.60	100.00%	1,465,895
Oct-21	28,588	0.71	100.00%	1,734,642
Nov-21	41,057	0.58	100.00%	1,417,031
Dic-21	30,377	0.60	95.45%	1,465,895
Ene-22	37,933	0.70	100.00%	1,710,210
Feb-22	39,882	0.75	100.00%	1,832,368
Mar-22	71,964	0.87	100.00%	2,125,547
Abr-22	56,431	0.86	100.00%	2,101,116
May-22	32,988	0.60	100.00%	1,465,895
Jun-22	18,394	0.50	100.00%	1,221,579
Jul-22	4,347	0.58	100.00%	1,417,031
Ago-22	10,894	0.54	100.00%	1,319,305
Set-22	45,855	0.55	100.00%	1,343,737
Oct-22	11,794	0.50	100.00%	1,219,136
Nov-22	9,488	0.49	100.00%	1,197,147
Dic-22	8,308	0.51	100.00%	1,246,010

* En miles de Nuevos Soles

** En Nuevos Soles

Fuente: BVL

Resumen financiero - Volcan y Subsidiarias
 (Cifras en miles de dólares estadounidenses.)*

	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Rentabilidad					
EBITDA	319,116	396,801	131,512	243,459	307,671
Mg. EBITDA	33.5%	42.3%	24.6%	32.7%	39.7%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	0.27	0.31	0.16	0.19	0.19
FCF / Ingresos	0.05	0.20	0.10	0.06	0.03
ROE	-19.6%	9.1%	-30.5%	-11.5%	4.7%
Cobertura					
Cobertura de intereses del FFO	5.64	6.94	4.36	5.48	6.69
EBITDA / Gastos financieros	5.59	6.44	2.59	5.03	7.44
EBITDA / Servicio de deuda	3.47	0.77	1.35	0.87	1.23
(EBITDA + caja) / Servicio de deuda	4.27	1.22	2.52	0.99	1.48
Cobertura de cargos fijos del FFO	5.64	6.94	4.36	5.48	6.69
FCF / Servicio de deuda	1.09	0.49	1.07	0.33	0.27
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	1.89	0.94	2.24	0.45	0.52
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.20	2.10	1.45	1.27	1.21
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda ajustada total / (FFO + GF+ Alquileres)	2.52	2.19	4.22	3.05	2.88
Deuda financiera total / EBITDA	2.54	2.36	7.11	3.32	2.59
Deuda financiera neta / EBITDA	2.31	1.78	6.24	3.19	2.38
Costo de financiamiento estimado	6.53%	6.58%	5.46%	5.89%	5.12%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	4.30%	48.24%	5.00%	28.78%	26.20%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	68.38%	67.25%	69.17%	58.64%	55.13%
Balance					
Activos totales	1,975,888	2,165,513	2,072,445	2,160,601	2,224,990
Caja e inversiones corrientes	73,600	231,187	114,646	33,828	62,950
Deuda financiera Corto Plazo	34,895	452,312	46,752	232,924	208,699
Deuda financiera Largo Plazo	776,771	485,311	888,615	576,322	587,764
Deuda financiera total	811,666	937,623	935,367	809,246	796,463
Patrimonio Total	375,353	456,667	416,921	570,729	648,153
Capitalización ajustada	1,187,019	1,394,290	1,352,288	1,379,975	1,444,616
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	265,071	365,987	170,800	216,639	235,398
Inversiones en Activos Fijos	(221,814)	(174,570)	(117,414)	(171,131)	(194,983)
Dividendos comunes	-	-	-	(48)	(14,908)
Flujo de caja libre (FCF)	43,257	191,417	53,386	45,460	25,507
Otras inversiones, neto	-	732	-	-	1,689
Variación neta de deuda	(146,689)	(28,509)	62,960	(32,708)	(30,530)
Otros financiamientos, netos	(54,155)	(47,099)	(37,922)	(39,479)	(35,545)
Variación de caja	(157,587)	116,541	78,424	(26,727)	(38,879)
Resultados					
Ingresos	951,266	937,399	535,469	743,578	775,102
Variación de Ventas	1.5%	75.1%	-28.0%	-4.1%	-9.5%
Utilidad operativa (EBIT)	94,325	202,563	(33,984)	42,119	139,657
Gastos financieros	57,124	61,591	50,833	48,386	41,372
Resultado neto	(81,382)	39,874	(150,442)	(70,328)	29,375
Información y ratios sectoriales					
Producción de mineral (Miles TM)	8,997	8,416	6,578	8,809	8,077
Precio promedio del Zinc LME (US\$/TM)	3,485	3,005	2,265	2,549	2,925
Precio promedio del Plomo LME (US\$/TM)	2,153	2,205	1,824	1,998	2,244
Precio promedio del Cobre LME (US\$/TM)	8,815	9,315	6,167	6,005	6,525
Precio promedio de la Plata London Fix (US\$/Oz)	21.8	25.2	20.5	16.2	15.7

EBITDA= Utilidad operativa + gastos de depreciación y amortización.

FFO= Resultado neto + Depreciación y Amortización + Resultado en venta de activos + Castigos y Provisiones + Otros ajustes al resultado neto + variación en otros activos + variación de otros pasivos - dividendos preferentes

Variación de capital de trabajo: Cambio en cuentas por pagar comerciales + cambio en existencias -cambio en cuentas por pagar comerciales

CFO= FFO + Variación de capital de trabajo

FCF= CFO + Inversión en activo fijo + pago de dividendos comunes

Cargos fijos= Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos

Deuda fuera de balance: Incluye fianzas, avales y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8.

Servicio de deuda=Gastos financieros + deuda de corto plazo

Antecedentes

Emisor:	Volcan Compañía Minera S.A.A.
Domicilio legal:	Av. Manuel Olgún 375, Piso 7. Santiago de Surco
RUC:	20383045267
Teléfono:	(511) 416 7000

Relación de directores*

José Picasso Salinas	Presidente del Directorio
José de Romaña Letts	Vicepresidente del Directorio
Abraham Chahuan Abedrrabo	Director
Alberto Rebaza Torres	Director
Diego Garrido Lecca	Director
Ricardo Eleazar Revoredo	Director
Victoria Soyer Toche	Director

Relación de ejecutivos*

Roberto Felipe Huby Guerra	Gerente General
Jorge Murillo Núñez	Vicepresidente de Adm. y Finanzas
Aldo de la Cruz Peceros	Vicepresidente de Operaciones
Mauricio Scerpella Iturburu	Gerente de Presupuesto y Control de Gestión
Alejandro Baca Menéndez	Gerente Comercial
Renzo Munte Barzotti	Gerente Corp. De Gestión Humana
Alfonso Rebaza Gonzalez	Gerente Legal
Ronald Martín Castillo Ángeles	Gerente de Logística

Relación de accionistas*

Glencore International AG*	41.9%
Familia Letts	20.2%
Empresa Minera Paragsha	11.2%
Blue Streak International N.V.	8.4%
Sandown Resources S.A.	7.8%
Otros	10.5%

(*) Acción Común Clase A - mayo 2023

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. *CLASIFICADORA DE RIESGO*, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la empresa **Volcan Compañía Minera S.A.A.**:

<u>Instrumentos</u>	<u>Clasificación*</u>
Acciones Comunes Tipo A	Categoría 2a (pe)
Acciones Comunes Tipo B	Categoría 2a (pe)

Definición

CATEGORÍA 2a (pe): Acciones que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor.

(*) 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 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 la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.2% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.