

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

Fundamentos

Ajustada capacidad de generación de caja: La Clasificadora observa una importante reducción del EBITDA asociada a la significativa caída en la cotización de los metales que produce. Si bien los gastos de capital requeridos para mantener el nivel de operaciones (US\$160 -170 MM en el 2023) se redujeron debido a la postergación del desarrollo del Proyecto Romina (US\$10 - 15 MM para el 2023), el flujo de caja proyectado para el cierre del año se mantendrá ajustado y posiblemente será negativo en el 2024.

Tendencia negativa de los resultados: Volcan presenta pérdidas acumuladas del orden de US\$315 millones explicadas por tanto la volatilidad en las cotizaciones y su impacto en los márgenes como por componentes contables asociados a cargos excepcionales y regularización de la depreciación de la Planta de Óxidos. Lo anterior ha impactado negativamente en el ROE de la empresa en los últimos años. Así, en los últimos 12 meses a setiembre 2023, el ROE fue de -23.7% (-19.6% a diciembre 2022) y la Clasificadora considera que dicha tendencia se mantendrá al cierre del 2023.

Ajustada liquidez de la compañía: 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. A setiembre 2023, Volcan dispone de US\$54.6 millones en efectivo, luego de una variación de -25.8% respecto de diciembre 2022 y de -76.4% respecto de diciembre 2021. Si bien la compañía mantiene adicionalmente un contrato de negociación de compraventa de concentrados con adelanto por US\$25 millones y evalúa la venta de activos no estratégicos para mitigar los problemas de liquidez, el ajustado flujo de caja puede generar un riesgo de refinanciación y un reto material de cara a los vencimientos de deuda en el 2024 (US\$103 MM).

Discrepancias en el gobierno corporativo: Luego de la aprobación del proyecto de escisión del Puerto de Chancay en Sesión de Directorio del 17 de julio del 2023, surgieron discrepancias entre el principal accionista de la compañía, Glencore Internacional AG, y las familias Picasso y Letts. Esta desalineación de prioridades podría resultar en un mayor riesgo para la obtención de un refinanciamiento de las obligaciones financieras, así como para abordar necesidades de capitalización. Es importante mencionar que, en febrero 2023, Glencore sostuvo su intención de vender su participación en el Capital Social de Volcan Compañía Minera. A la fecha, no se cuenta con detalles 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.

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 y un préstamo sindicado con un saldo de US\$400 MM con vencimiento en enero 2026. En este sentido, Apoyo & Asociados proyecta que este ratio se mantendría en promedio alrededor de 4.0x-4.5x, en virtud de requerimientos operativos y de inversión adicionales en los próximos años.

Ratings	Actual	Anterior
Acciones	3a (pe)	3a (pe)

Con información financiera no auditada a setiembre 2023

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 27/12/2023 y 20/11/2023

Indicadores Financieros

(US\$ MM.)	12M Set-23	Dic-22	Dic-21
Ingresos	900	951	937
EBITDA	273	319	397
Flujo de Caja Operativo (CFO)	241	265	366
Mg. EBITDA (%)	30.3%	33.5%	42.3%
Deuda Financiera Total	806	812	938
Caja y Valores	55	74	231
Deuda Financiera / EBITDA (x)	2.96	2.54	2.36
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	2.76	2.31	1.78
EBITDA / Gastos Financieros	4.00	5.59	6.44

Fuente: Volcan

Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Empresas no Financieras (03-2022)

Analistas

Pamela Román
pamelaroman@aai.com.pe

Hugo Cussato
hugocussato@aai.com.pe



¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

La Clasificadora no contempla un escenario para modificaciones adicionales sobre la clasificación asignada en el corto plazo.

Sin embargo, en el largo plazo, el principal factor que podría afectar negativamente la clasificación es:

- Un deterioro continuado en la capacidad de generación de caja que incida en un incremento sostenido del endeudamiento y conduzca a mayores pérdidas acumuladas.
- 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 material y 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", pagadas con un préstamo sindicado a 4 años por US\$400 millones. Además, el 2 de junio del 2022, Volcan acordó formular una oferta privada de recompra de las "4.375% Senior Notes due 2026" en circulación por un monto de hasta US\$100 millones para realizar 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 fue ampliado a US\$110 millones.

La JGA de la Compañía Minera Chungar S.A.C. y de Óxidos de Pasco S.A.C. de fecha 30 de noviembre del 2022 aprobaron el proyecto de fusión por absorción de Minera San Sebastián AMC y Compañía Minera Vichaycocha, y Remedadora Ambiental, respectivamente. La entrada en vigencia fue el 1 de diciembre del 2022.

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.

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.

Para el ejercicio 2023 la auditoría externa estará a cargo de Velásquez, Mazuelos y Asociados, firma miembro de Deloitte.

De otro lado, el 20 de julio del 2023, Compañía Minera Chungar presentó al Ministerio de Economía y Finanzas el plan para suspender temporalmente las operaciones de la UM Islay, cuya producción al cierre del primer semestre del 2023, representó el 1.49% de la producción total de Volcan.

El 24 de agosto del 2023, en JGA se acordó aprobar el Proyecto de Escisión que comprende la escisión de un bloque patrimonial conformado por el 40% de las acciones de titularidad de la Sociedad en Cosco Shipping Ports Chancay Perú. Además, se aprobó la constitución de Inversiones Portuarias Chancay S.A.A., la cual recibirá el bloque patrimonial que es materia de la escisión.

El valor neto del Bloque Patrimonial a ser escindido asciende a la suma total de S/ 443'328,275.74 de acuerdo con los valores de los Estados Financieros Separados de Volcan al 31 de julio del 2023¹.

Por otro lado, el 18 de setiembre del 2023, en Sesión de Directorio se acordó designar a la directora Victoria Soyer Toche como Presidenta del Directorio en reemplazo de José Picasso Salinas y al director Diego Garrido-Lecca como Vicepresidente del Directorio en reemplazo de José De Romaña Letts, quienes mantendrán su cargo como directores. Además, se designó a Diego Garrido-Lecca como Gerente General Interino en reemplazo de Roberto Huby, y se designó a Luis Fernando Herrera como Gerente General. Asimismo, se removió al Gerente Legal y se reemplazaron a los Representantes Bursátiles. Cabe resaltar que, el 23 de octubre del 2023, la JGA aprobó la designación de Victoria Soyer Toche, Diego Garrido-Lecca, Carlos Fernández Navarro, Luis Fernando Herrera, Fernando Café Barcellos, José Picasso Salinas y José De Romaña Letts como directores para el periodo octubre 2023 - octubre 2026.

En Sesión de Directorio de fecha 22 de setiembre del 2023 se aprobó la suscripción de dos Contratos de Opción y Cesión Minera sobre concesiones de potencial cuprífero, y la negociación de un contrato de compraventa de concentrados con adelanto por hasta US\$25 millones, el cual busca ayudar a resolver problemas de liquidez en el corto plazo.

El 29 de setiembre del 2023, la JGA de Empresa Administradora Cerro S.A.C, en calidad de empresa absorbente y la de Óxidos de Pasco S.A.C., en calidad de sociedad absorbida aprobaron una fusión por absorción, cuya entrada en vigencia fue el 1 de octubre del 2023.

Finalmente, el 22 de diciembre del 2023, se suscribió con Glencore Lima Trading S.A.C. un contrato de compraventa de concentrados y un contrato de mutuo por hasta US \$ 25 millones de dólares.

Cabe resaltar que, en los últimos meses se han manifestado públicamente discrepancias en el directorio de Volcan respecto de decisiones estratégicas sobre la reorganización de la empresa, por lo que La Clasificadora mantiene un constante monitoreo del impacto que esto pudiese causar en la solvencia de la compañía.

¹ Cabe resaltar que los Estados Financieros que serán utilizados como base para la escisión serán aquellos disponibles del mes anterior a la escisión.

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 relacionada de Glencore International AG.

Al cierre de setiembre 2023, la Empresa tiene cinco subsidiarias dedicadas a la actividad de explotación minera y seis 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
Empresa Explotadora Vinchos	Extracción de otros minerales metalíferos no ferrosos
Empresa Minera Paragsha	Extracción de otros minerales metalíferos no ferrosos
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

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, Junín y Lima, 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 octubre 2023 tuvo un nuevo *downgrade* pasando de B+ a B-, con perspectiva negativa, en virtud de preocupaciones respecto al gobierno corporativo de la compañía y al mayor riesgo de refinanciamiento. 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 cinco unidades: Yauli, Cerro de Pasco, Chungar, Alpamarca y Óxidos de Pasco.

En los últimos 12 meses a setiembre 2023, el volumen de mineral producido aumentó 5.3% en comparación al nivel obtenido en el 2022. Esto fue consecuencia del incremento del mineral proveniente de la mina de Cerro de Pasco y de la mina Yauli.

Por otro lado, la producción de finos de todos los metales que Volcan comercializa aumentaron, con excepción del oro, el cual tuvo una caída de 13.9%.

Producción de Finos - Volcan y subs.

	2019	2020	2021	2022	12M Set-23
Zinc (Miles TMF)	239	167	221	225	241
Plomo (Miles TMF)	49	41	56	55	60
Cobre (Miles TMF)	5	4	5	4	5
Plata (Millones Oz)	15.6	12.1	15.0	14.3	15.1
Oro (miles de Oz)	21.6	10.6	24.3	20.8	17.9

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
UEA Yauli	
Mahr Túnel	2,750
Victoria	5,200
Andaychagua	3,450
UEA Cerro de Pasco	
Paragsha	7,000
San Expedito	1,500
Planta de Óxidos	2,500
UEA Chungar	
Animón	5,200
UEA 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. La mina Islay no se encuentra en operación desde el 20 de julio del 2023.

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 los últimos 12 meses a setiembre 2023, 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.

Unidad Óxidos de Pasco

La unidad operativa Óxidos de Pasco cuenta con la primera planta de lixiviación de Volcan y tiene una capacidad de 2,700 tpd. Inició sus operaciones en el 2014 y alcanzó su plena capacidad productiva en junio 2015. La Planta de Óxidos produce barras de doré que incorporan oro y plata.

Posición Competitiva

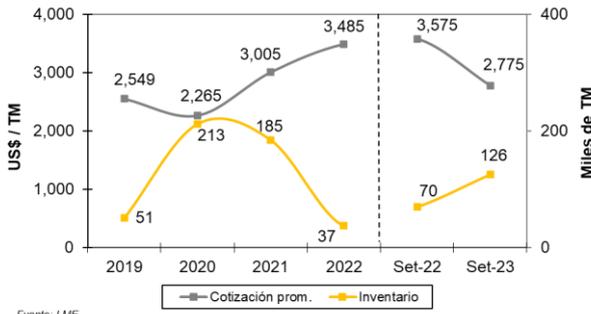
Durante el 2022 los precios de los *commodities* mostraron aumentos asociados a la recuperación económica posterior a la crisis sanitaria por el COVID-19. Adicionalmente, el conflicto en Ucrania agregó impulso a la tendencia en los precios. No obstante, en los primeros nueve meses del 2023, éstos mostraron un importante ajuste en su cotización por la incertidumbre internacional.

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.

Evolución de la Cotización Promedio e Inventarios de Zinc



Fuente: LME

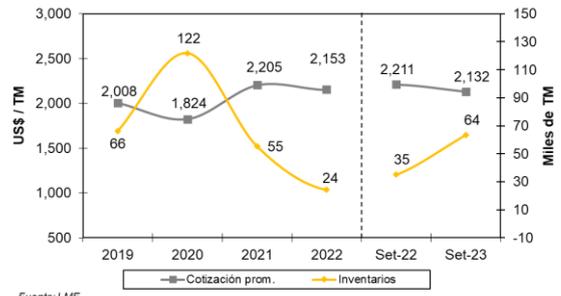
Durante el 2022, la cotización promedio del zinc aumentó en comparación con la del año anterior en un contexto de bajos inventarios. Dicho aumento se explica por las expectativas de un incremento en la demanda mundial, mientras que los inventarios se redujeron por la importante caída de la producción 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. A setiembre 2023 se observa un decrecimiento del precio principalmente por la débil demanda del sector inmobiliario y manufacturero, sumado a un exceso de oferta de concentrados proveniente del 2022 por la crisis energética mencionada.

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.

Evolución de la Cotización Promedio e Inventarios de Plomo



Fuente: LME

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. A setiembre 2023 se observa una caída por fortalecimiento del dólar. 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 setiembre 2023, reportó una caída por el menor número de pedidos de venta tanto de su valor como activo refugio e industrial. 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 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. A setiembre 2023 se observa un decrecimiento del precio principalmente por la desaceleración china, la incertidumbre sobre la tasa de interés de EEUU y el incremento de los inventarios.

Cabe mencionar que aproximadamente 40% de la oferta mundial de cobre proviene de la producción de Chile y Perú, por lo que la incertidumbre política de ambos países podría afectar la oferta del metal.

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 los últimos 12 meses a setiembre 2023, los ingresos consolidados de Volcan ascendieron a US\$900.1 millones, 5.4% menores a los registrados en el 2022. Lo anterior es consecuencia de dos factores:

- Las menores ventas netas de zinc, las cuales representan aproximadamente el 50% de las ventas de Volcan debido a la caída en la cotización.

- Las menores ventas netas de plata, las cuales representan aproximadamente el 20% de las ventas de Volcan debido a la caída en la cotización.

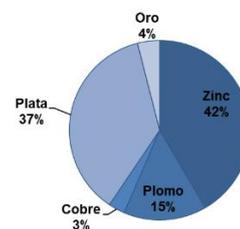
Ventas netas por concentrado (US\$ 000)	Dic-21	Dic-22	12M Set-23	Var. %
Cobre	66,223	53,084	53,376	0.6%
Zinc	488,459	564,379	464,836	-17.6%
Plomo	209,746	178,782	220,816	23.5%
Plata	180,414	162,771	152,292	-6.4%
Oro				
Subtotal	944,842	959,016	891,320	-7.1%
Ajustes y liquidaciones	(7,443)	(7,750)	8,796	-213.5%
Ventas Totales	937,399	951,266	900,116	-5.4%
Volumen de Ventas de Finos				
Cobre (miles TMF)	4.5	5.1	5.7	11.8%
Zinc (miles TMF)	221.9	223.7	244.5	9.3%
Plomo (miles TMF)	56.2	56.9	61.0	7.2%
Plata (millones Oz)	15.0	14.4	15.3	6.3%
Oro (miles Oz)	23.6	22.7	18.8	-17.2%
Cotización Promedio de Venta*				
Cobre (\$ / TM)	9,315	8,815	8,319	-5.6%
Zinc (\$ / TM)	3,005	3,485	2,539	-27.1%
Plomo (\$ / TM)	2,205	2,153	2,125	-1.3%
Plata (\$ / Oz)	25.2	21.8	23.3	6.9%

* Promedio últimos 12 meses
Fuente: Volcan, LME

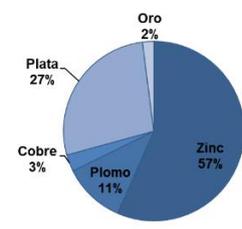
Durante el último año móvil a setiembre 2023, el precio del cobre se redujo en un 5.6%, el del zinc en 27.1% y el del plomo en 1.3%, mientras que el precio de la plata se incrementó en 6.9%. Asimismo, la producción y tratamiento del zinc aumentó en 7.2%, del plomo en 9.7%, del cobre en 25.6% y el de la plata en 5.6%, mientras que la producción de oro se redujo en 13.9%. La mayor producción de plomo, cobre, plata y zinc se explica por incrementos en la extracción y a las mayores leyes del mineral procesado en planta.

Por otro lado, la venta de finos de zinc siempre tiene una mayor participación en las ventas totales. De esta manera, para los 12 meses terminados a setiembre 2023, la facturación neta por la venta de zinc aumentó, principalmente, por el mayor tonelaje y leyes del mineral tratado en Yauli y Alpamarca.

Ventas por Metal - Setiembre 2023



Diciembre 2022



Fuente: Volcan

En cuanto a la venta por metal, el zinc disminuyó su participación a 42% del total de metales vendidos principalmente por la caída en su cotización.

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 2024.

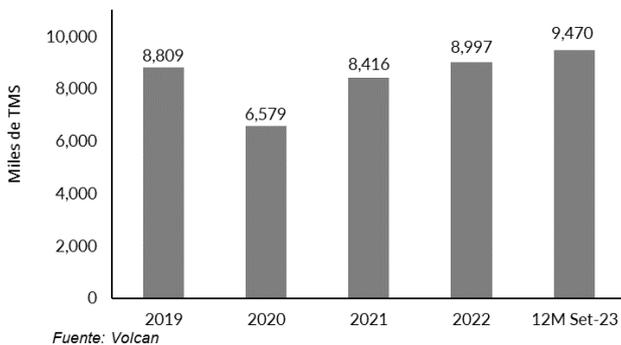
Durante el 2020, la producción de Volcan disminuyó en 25.3% (explicada por la paralización de operaciones). No obstante, en el 2021, la producción se acercó a niveles pre-

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%), mientras que el último año móvil a setiembre 2023 la superó en 7.5%.

Respecto de Yauli, en los últimos 12 meses a setiembre 2023 esta unidad aumentó su tonelaje tratado en 6.0% debido a mayor extracción de mineral y mejores leyes en las unidades operativas. Por otro lado, la producción de Chungar se incrementó debido a mejoras operativas como el incremento del minado a través del método de taladros largos. Cabe mencionar que el 20 de julio del 2023 se suspendieron las operaciones de la mina Islay debido a bajos precios de minerales, así como dificultades operativas.

Asimismo, la unidad de Alpamarca incrementó su tratamiento de mineral en 5.3% con respecto del 2022. Paralelamente, la unidad de Cerro de Pasco aumentó su producción en 6.2% y su costo de producción en 11.9%, debido al mayor volumen procesado.

Evolución de la Producción Minera - Volcan

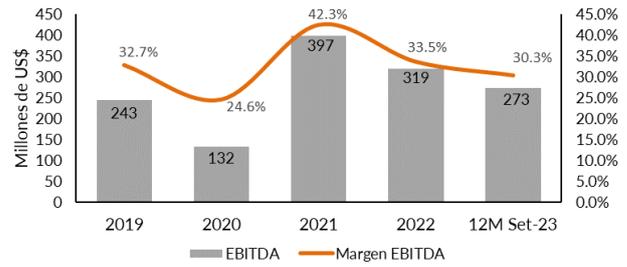


En referencia al costo de ventas de la compañía en los últimos 12 meses a setiembre 2023, este mostró una ligera caída de 2.2% respecto de diciembre 2022, alcanzando los US\$746.3 millones. Esto se debió principalmente a menores gastos de depreciación y amortización, a setiembre 2023 disminuyó en 4.5% respecto de setiembre 2022.

Cabe mencionar que se realizaron iniciativas de mejora en las unidades operativas con el objetivo de reducir el costo unitario de producción.

En consecuencia, el EBITDA del último año móvil a setiembre 2023 mostró una disminución de 14.5% respecto del 2022. De igual manera, el margen EBITDA disminuyó de 33.5% a 30.3%.

Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



En el periodo mencionado, los gastos financieros se incrementaron en 19.4% respecto del 2022. Lo anterior se debe a los mayores intereses del préstamo sindicado a causa del incremento de la tasa de referencia.

En ese sentido, la cobertura de gastos financieros (EBITDA / gastos financieros) se redujo de 5.6x en diciembre 2022 a 4.0x en los últimos 12 meses a setiembre 2023, como consecuencia de una menor generación de EBITDA y el mayor gasto financiero mencionado previamente. Cabe señalar que esta cobertura se considera adecuada para el perfil 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 último año móvil a setiembre 2023, el resultado neto de Volcan se vio afectado principalmente por la caída de 38.5% en la utilidad bruta respecto de diciembre 2022, principalmente por la disminución de los precios de los metales base y por el aumento de los gastos financieros y de ventas. Por otro lado, se reconoció una desvalorización de inversiones de larga duración en Cerro de Pasco como gastos excepcionales.

De esta forma, la compañía obtuvo una pérdida neta de US\$87. MM, continuando la tendencia negativa del 2022 (-US\$81.4 MM). Finalmente, el retorno sobre el patrimonio fue de -23.7% y -19.6%, en los U12M a setiembre 2023 y 2022, respectivamente.



Fuente: Volcan

En resumen, la utilidad neta de Volcan, al último año móvil a setiembre 2023, se explica por:

- La fuerte reducción de la utilidad operativa como consecuencia de la caída sostenida de los precios de los metales base.
- El aumento importante de los gastos financieros y de ventas.

Cabe señalar que, a setiembre 2023, el costo unitario de producción disminuyó 5.2%, como consecuencia de iniciativas de mejora en eficiencia y el incremento del tonelaje tratado.

Estructura de Capital

A setiembre 2023, el total de pasivos disminuyó de US\$1,600.5 millones a US\$1,554.1 millones, debido principalmente a una reducción en las cuentas por pagar.

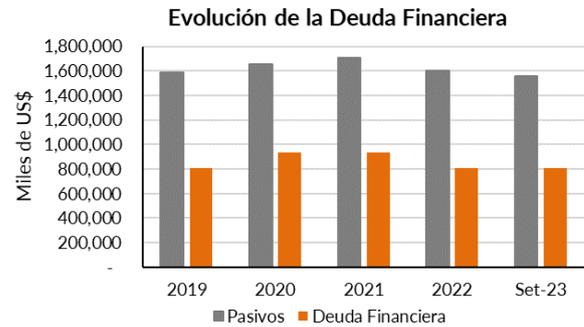
El saldo de la deuda de largo plazo estuvo compuesto principalmente por un bono internacional (4.375% *Senior Notes Due 2026*), con un saldo de US\$365.0 millones, así como por un préstamo sindicado con un saldo de US\$400.0 millones, el cual sirvió para realizar el pago de un bono internacional (5.375% *Senior Notes Due 2022*) en febrero del 2022. Cabe mencionar que, a setiembre 2023, la deuda de corto plazo mantuvo una participación de 12.3%, a diferencia del 48.2% en el 2021.

Composición de la Deuda Financiera					Total (US\$ miles)	
	Monto Original	Garantías	Tasa	Vencimiento	Set-23	Dic-22
Préstamos	(miles)					
Scotiabank	US\$ 10,000		2.85%	Nov-22	-	-
Interbank	US\$ 10,000		2.85%	Dic-22	-	-
Interbank	S/ 10,000		1.09%	Abr-23	-	552
Interbank	S/ 3,270		0.99%	May-23	-	440
Interbank	S/ 10,000		1.16%	May-23	-	180
Interbank	S/ 6,300		1.48%	Jul-23	-	556
Scotiabank	S/ 2,300		1.15%	Set-23	-	228
Scotiabank	S/ 5,100		1.30%	Oct-23	57	562
Scotiabank	S/ 2,265		1.15%	Oct-23	25	249
Bonos						
Bonos 600MM	US\$ 600,000		5.38%	Feb-22	-	-
Bonos 475MM	US\$ 475,000		4.38%	Feb-26	365,000	365,000
Préstamo Sindicado	US\$ 400,000			Ene-26	400,000	400,000
Arrendamiento bajo NIIF 16						
Pasivo por arrendamiento					16,999	10,972
Arrendamiento Financiero						
Interbank		- Bienes arren.	2.2 - 4.5%	may20/dic23	3,458	6,370
Scotiabank		- Bienes arren.	2.0 - 3.8%	abr20/nov24	13,633	20,204
Intereses por Pagar					4,801	6,155
Total de Obligaciones financieras					803,973	811,468

Fuente: Volcan

El ratio de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) fue de 2.96x (2.54x de diciembre 2022), debido

fundamentalmente al menor EBITDA generado, según lo explicado en párrafos anteriores.



Fuente: Volcan

A setiembre 2023, el pasivo total de Volcan estuvo compuesto por: deuda financiera (51.9%); otras provisiones (20.9%); cuentas por pagar (14.3%); otros pasivos (4.7%); e, impuestos a las ganancias diferidas (8.2%).

Por otro lado, el patrimonio consolidado de Volcan y subsidiarias ascendió a US\$365.3 millones, siendo 2.7% menor al de diciembre 2022, lo que se explica por un menor capital social.

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 30 de setiembre del 2023, el número de acciones

comunes clase A fue de 1,633'414,552 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*
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
Ene-23	-	-	0.00%	2,450,122
Feb-23	114	1.30	15.00%	2,123,439
Mar-23	278	1.12	39.13%	1,829,424
Abr-23	119	1.32	33.33%	2,156,107
May-23	38	1.50	13.64%	2,450,122
Jun-23	0	-	0.00%	2,450,122
Jul-23	73	1.22	25.00%	1,992,766
Ago-23	112	1.07	18.18%	1,747,754
Set-23	115	0.99	19.05%	1,617,080

* En miles de Nuevos Soles

** En Nuevos Soles

Fuente: BVL

Indicadores Bursátiles - Acciones Comunes Clase B - Volcan

	Monto Negociado*	Precio**	Frecuencia	Capitalización Bursatil*
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
Ene-23	10,988	0.50	95.45%	1,221,579
Feb-23	7,325	0.48	100.00%	1,172,716
Mar-23	4,911	0.46	95.65%	1,126,296
Abr-23	37,162	0.43	100.00%	1,053,001
May-23	11,103	0.38	100.00%	916,184
Jun-23	9,183	0.38	100.00%	930,843
Jul-23	4,649	0.43	95.00%	1,038,342
Ago-23	5,029	0.41	100.00%	1,011,467
Set-23	7,957	0.38	95.24%	930,843

* En miles de Nuevos Soles

** En Nuevos Soles

Fuente: BVL

Resumen financiero - Volcan y Subsidiarias

(Cifras en miles de dólares estadounidenses.)*

	12M Set-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Rentabilidad					
EBITDA	272,697	319,116	396,801	131,512	243,459
Mg. EBITDA	30.3%	33.5%	42.3%	24.6%	32.7%
FCF / Ingresos	0.05	0.05	0.20	0.10	0.06
ROE	-23.7%	-19.6%	9.1%	-30.5%	-11.5%
Cobertura					
EBITDA / Gastos financieros	4.00	5.59	6.44	2.59	5.03
EBITDA / Servicio de deuda	1.61	3.47	0.77	1.35	0.87
FCF / Servicio de deuda	0.69	1.09	0.49	1.07	0.33
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	1.01	1.89	0.94	2.24	0.45
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.25	1.20	2.10	1.45	1.27
(EBITDA + caja) / Servicio de deuda	1.93	4.27	1.22	2.52	0.99
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	2.96	2.54	2.36	7.11	3.32
Deuda financiera neta / EBITDA	2.76	2.31	1.78	6.24	3.19
Costo de financiamiento estimado	8.43%	6.53%	6.58%	5.46%	5.89%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	12.55%	4.30%	48.24%	5.00%	28.78%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	68.83%	68.38%	67.25%	69.17%	58.64%
Balance					
Activos totales	1,919,385	1,975,888	2,165,513	2,072,445	2,160,601
Caja e inversiones corrientes	54,587	73,600	231,187	114,646	33,828
Deuda financiera Corto Plazo	101,176	34,895	452,312	46,752	232,924
Deuda financiera Largo Plazo	705,275	776,771	485,311	888,615	576,322
Deuda financiera total	806,451	811,666	937,623	935,367	809,246
Patrimonio Total	365,264	375,353	456,667	416,921	570,729
Capitalización ajustada	1,171,714	1,187,019	1,394,290	1,352,288	1,379,975
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	241,168	265,071	365,987	170,800	216,639
Inversiones en Activos Fijos	(193,171)	(221,814)	(174,570)	(117,414)	(171,131)
Dividendos comunes	-	-	-	-	(48)
Flujo de caja libre (FCF)	47,997	43,257	191,417	53,386	45,460
Otras inversiones, neto	-	-	732	-	-
Variación neta de deuda	(40,427)	(146,689)	(28,509)	62,960	(32,708)
Otros financiamientos, netos	(58,817)	(54,155)	(47,099)	(37,922)	(39,479)
Variación de caja	(51,247)	(157,587)	116,541	78,424	(26,727)
Resultados					
Ingresos	900,116	951,266	937,399	535,469	743,578
Variación de Ventas	-5.4%	1.5%	75.1%	-28.0%	-4.1%
Utilidad operativa (EBIT)	58,040	94,325	202,563	(33,984)	42,119
Gastos financieros	68,195	57,124	61,591	50,833	48,386
Resultado neto	(87,854)	(81,382)	39,874	(150,442)	(70,328)
Información y ratios sectoriales					
Producción de mineral (Miles TM)	9,469	8,997	8,416	6,578	8,809
Precio promedio del Zinc LME (US\$/TM)	2,539	3,485	3,005	2,265	2,549
Precio promedio del Plomo LME (US\$/TM)	2,125	2,153	2,205	1,824	1,998
Precio promedio del Cobre LME (US\$/TM)	8,319	8,815	9,315	6,167	6,005
Precio promedio de la Plata London Fix (US\$/Oz)	23.3	21.8	25.2	20.5	16.2

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 Olgúin 375, Piso 7. Santiago de Surco
RUC:	20383045267
Teléfono:	(511) 416 7000

Relación de directores*

Victoria Soyer Toche	Presidenta del Directorio
Diego Garrido Lecca	Vicepresidente del Directorio
Carlos Fernández Navarro	Director
Luis Fernando Herrera	Director
Fernando Café Barcellos	Director
José Picasso Salinas	Director
José de Romaña Letts	Director

Relación de ejecutivos*

Luis Fernando Herrera	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
Anahí Com Argüelles	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 - diciembre 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 3a (pe)
Acciones Comunes Tipo B	Categoría 3a (pe)

Definición

CATEGORÍA 3a (pe): Acciones que presentan una aceptable 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.