



**“VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA UNIÓN ANDINA DE
CEMENTOS – UNACEM”**

**Trabajo de Investigación presentado para optar al Grado Académico de Magíster
en Finanzas Corporativas**

Presentado por:

Sr. Rodrigo José Guevara Güisa

Sr. Carlos Fernando Gutiérrez Ramos

Sr. Juan Carlos Rodríguez Mendizábal

Asesor: Profesor Jorge Lladó Márquez

2015

Dedicamos el presente trabajo a nuestras familias
por su apoyo incondicional.

Agradecemos a todos nuestros profesores y, en especial, al profesor Jorge Lladó Márquez por su orientación, asesoramiento y dedicación.

Resumen ejecutivo

Tabla 1. Flujo de caja proyectado

(PEN miles)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
FCFF	568,474	374,668	-902,234	729,176	615,380	931,983	718,671	498,702	854,060	896,356	923,815	956,084	989,791	885,111

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Como resultado de la evaluación objetivo del presente trabajo de investigación, llegamos a la conclusión de recomendar la COMPRA de acciones de UNACEM, la cual tiene un precio de cotización de S/. 1,70 al 30 de Noviembre de 2015 y cuenta con un potencial de upside de 87% hasta alcanzar un precio objetivo de S/. 3,18.

UNACEM tiene la capacidad de explotar su posición dominante en el mercado cementero nacional con 51% de participación al cierre de setiembre 2015, así como las sinergias derivadas de la integración vertical con sus subsidiarias.

Asimismo, ha realizado importantes inversiones en ampliación de capacidad productiva y la consolidación de su presencia internacional:

- Expansión de capacidad de la planta Condorcocha en Junín. Se espera que UNACEM amplíe su capacidad de producción total de 7,6 millones de TM a 8,4 millones de TM. Esta ampliación permitirá reducir la dependencia de importación de Clinker para producción de cemento, lo que brindará mejores y más estables márgenes.
- Adquisición de Cementos LaFarge, la subsidiaria Ecuatoriana de la cementera francesa LaFarge, que opera una planta de 1,4 millones de TM en Otavalo, norte de Ecuador (participación de mercado 22%). UNACEM financió esta adquisición con la emisión de bonos a 5 años.

El precio de la acción se encuentra expuesto a determinados riesgos, entre los cuales tenemos la desaceleración del rubro de auto-construcción, la depreciación de la moneda nacional frente al dólar que impacta negativamente sobre la deuda en dólares de UNACEM, la mayor competencia de importadores de cemento y la construcción de nuevas plantas en la zona central de Perú (zona de influencia de UNACEM). Para conocer todos los riesgos involucrados, véase el anexo 12.

Modelo de valorización:

El modelo de valorización construido para determinar el valor de UNACEM sigue el método de valorización por flujos descontados al 30 de noviembre de 2015. La tasa de descuento de los flujos proyectados utilizada es el Costo Promedio Ponderado de Capital, la cual se determina a través del modelo CAPM, y el resultado es ajustado con la paridad de tasas de inflación para obtener una tasa en moneda local. La tasa de descuento resultante es 10.11%.

El modelo de valorización a su vez se basa en determinados supuestos sobre la tendencia en ingresos y márgenes de UNACEM y sus subsidiarias, separada en sus principales líneas de negocio: cemento, concreto, energía, y otros. Esto se hizo tomando en cuenta el ajuste por operaciones entre subsidiarias. La estructura deuda-capital se estimó de acuerdo a los planes de expansión mencionados en las Memorias Anuales y en los Informes de Gerencia publicados por UNACEM.

El resultado del modelo de valorización empleado, nos arroja un valor intrínseco de la acción de UNACEM superior en un 87% a la cotización de mercado a la fecha de valorización. Al respecto, las acciones de la bolsa peruana se encuentran golpeadas por diversos factores, entre especulativos y de coyuntura: existe la posibilidad de que MSCI (un importante inversionista institucional global) catalogue a Perú como “mercado de frontera”, la desaceleración económica de China, la normalización de la política monetaria de Estados Unidos y finalmente la probabilidad de un Fenómeno de El Niño de fuerte intensidad.

Nuestras fuentes de información para la presente investigación incluyen: las Memorias Anuales de UNACEM, Cementos Lima y Cemento Andino; los Estados Financieros Auditados de los últimos 5 años publicados en la página web de la Superintendencia de Mercado de Valores; informes de clasificación de riesgo de Apoyo y Asociados y de Class Rating. Para describir la situación del sector y el entorno macroeconómico se ha recurrido a fuentes como la Asociación de Productores de Cemento (ASOCEM), al Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), entre otros.

Índice de contenidos

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
Capítulo I. Introducción.....	1
Capítulo II. Descripción de la empresa.....	3
1. Negocio y productos de la compañía	5
1.1. Cemento embolsado.....	6
1.1. Cemento a granel	6
2. Capacidad instalada de la compañía	7
3. Despachos en el mercado local	8
4. Precio del cemento	8
5. Análisis FODA de UNACEM.....	9
6. Descripción y comportamiento de la acción de UNACEM	10
Capítulo III. Contexto económico y desempeño del sector.....	12
Capítulo IV. Drivers de la industria y expectativas	16
1. Crecimiento de la economía global.....	16
1.1. En Perú.....	16
1.1. En Ecuador.....	16
2. Desempeño del sector construcción.....	17
2.1. En Perú.....	17
2.2. En Ecuador.....	18
3. Variaciones en los precios de energía y combustible (gas natural, petróleo y carbón).....	18
3.1. En Perú.....	18
3.2. En Ecuador.....	18

Capítulo V. Análisis de la industria.....	19
Capítulo VI. Análisis de la situación financiera	21
1. Análisis financiero	21
1.1. Características de las ventas	21
1.2. Características del Costo de Ventas	21
1.3. Características del Estado de flujos de efectivo	22
2. Análisis de ratios financieros	23
2.1. Ratios de eficiencia de gestión	23
2.2. Ratios de rentabilidad.....	24
3. Análisis Dupont.....	24
4. Análisis de estructura de financiamiento	25
Capítulo VII. Valorización y escenarios.....	27
1. Escenarios	29
2. Valorización por múltiplos.....	29
Bibliografía	31
Anexos	34

Índice de tablas

Tabla 1.	Flujo de caja proyectado.....	iv
Tabla 2.	Capacidad instalada en el sector.....	7
Tabla 3.	Análisis FODA de UNACEM.....	10
Tabla 4.	Grupos económicos y zonas de influencia	14
Tabla 5.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter para la industria del cemento	19
Tabla 6.	Composición de ventas.....	21
Tabla 7.	Composición de costo de ventas.....	22
Tabla 8.	Ratios de eficiencia.....	23
Tabla 9.	Ratios de rentabilidad	24
Tabla 10.	Evolución de las fuentes de financiamiento	25
Tabla 11.	Instrumentos de deuda vigentes al cierre 2014 - UNACEM.....	26
Tabla 12.	Flujo de caja proyectado - UNACEM.....	28
Tabla 13.	Valorización por múltiplos	30
Tabla 14.	Análisis de sensibilidad	30

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Composición del accionariado de UNACEM	3
Gráfico 2.	Directorio de UNACEM.....	4
Gráfico 3.	Estructura del grupo económico UNACEM.....	5
Gráfico 4.	Evolución de UNACEMC1 vs. IGBVL	11
Gráfico 5.	PBI por actividad económica.....	12
Gráfico 6.	PBI construcción vs. PBI global.....	13
Gráfico 7.	Consumo de cemento en América Latina.....	14
Gráfico 8.	Despachos de cemento	15
Gráfico 9.	Contribución del cemento al PBI	17
Gráfico 10.	Contribución al flujo de efectivo	22
Gráfico 11.	Evolución del CAPEX.....	23
Gráfico 12.	Rotación de activos en la industria.....	23
Gráfico 13.	Descomposición de Dupont.....	25
Gráfico 14.	Evolución de las fuentes de financiamiento	25

Índice de anexos

Anexo 1.	Cronología de principales eventos de la empresa.....	35
Anexo 2.	Plan estratégico.....	36
Anexo 3.	Gobierno corporativo.....	36
Anexo 4.	Proceso de producción del cemento	39
Anexo 5.	Plantas y capacidad instalada	40
Anexo 6.	Descripción de las principales empresas del grupo	40
Anexo 7.	Responsabilidad social	42
Anexo 8.	Inversiones del sector en capacidad de planta	43
Anexo 9.	Precios y márgenes del cemento.....	44
Anexo 10.	Política de dividendos.....	45
Anexo 11.	Mercados en los que participa la empresa	45
Anexo 12.	Análisis de riesgos	46
Anexo 13.	Cálculo de WAAC.....	48
Anexo 14.	Proyección de Estado de Resultados	49
Anexo 15.	Proyección de Estado de Situación Financiera.....	49

Capítulo I. Introducción

En el año 2013, la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO) anunció que Perú tiene un déficit de infraestructura que supera los US\$ 40 mil millones. Ese mismo año, la Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional (AFIN) estimó que hacia el 2021 la actual brecha podría llegar a US\$ 88 mil millones, y que para cerrarla se necesita invertir anualmente US\$ 8,8 mil millones (5% del PBI del 2013). Por su parte, Perú Top Publications menciona cifras más elevadas, señalando un déficit de US\$ 120 mil millones. En este contexto, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) señala que la infraestructura es el mejor medio de desarrollo e inclusión social, pues conecta a los participantes del mercado y resuelve necesidades de educación, salud, medio ambiente y seguridad. De igual manera, el Foro Económico Mundial (WEF, por sus siglas en inglés) indica que la inversión en infraestructura puede generar un retorno económico de 5% a 25%. La relevancia que tiene la infraestructura para el desarrollo económico y la inclusión social lleva a enfocar nuestra investigación dentro del sector construcción.

Desde la creación de su predecesora, Compañía Peruana de Cemento Portland S.A., Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) es la primera y más importante empresa cementera del Perú. Su primera planta de producción, inaugurada en 1924, significó el inicio del desarrollo de la industria nacional de cemento y, desde entonces, su liderazgo en la misma, basado en innovación y apuesta por el crecimiento y diversificación. UNACEM se ha mantenido como una empresa líder en el Perú, adaptándose con éxito a los distintos entornos que ha tenido que enfrentar, incluyendo la expropiación por parte del gobierno militar del presidente Juan Velasco Alvarado.

Asimismo, la empresa viene siguiendo una estrategia de integración vertical, incorporando otros negocios a través de subsidiarias que den soporte al negocio principal, que es la producción de cemento. Por otro lado, buscan diversificar sus mercados expandiendo sus operaciones a países como EE.UU., Ecuador y Chile. Además, UNACEM sigue importantes políticas de responsabilidad social, para lo cual se creó la Asociación UNACEM con el fin de acercar la empresa a las comunidades locales.

Por lo expuesto en los párrafos anteriores, se eligió a UNACEM como caso de estudio para realizar nuestra investigación y valorización. Es una empresa que además de tener estrategias

claras de desarrollo sostenido y responsabilidad social, tiene un importante impacto en el desarrollo económico y social del país.

En cuanto a la estructura que sigue el presente trabajo de investigación, ésta cubre distintos aspectos relevantes para el resultado obtenido en el siguiente orden:

- Descripción de la empresa y su estructura organizacional, capacidad de producción y características de productos. Esta sección incluye un análisis FODA que nos permite identificar la ubicación estratégica de UNACEM.
- Descripción del contexto económico, las características de la industria en la que UNACEM se desenvuelve y análisis de los drivers o principales factores que afectan sus resultados. Incluye también un análisis de la industria bajo el modelo de Cinco Fuerzas de Porter. Tomando en cuenta el reciente ingreso de UNACEM al mercado ecuatoriano mediante la compra de Lafarge Cementos (hoy UNACEM Ecuador), se cubre también el desempeño de la economía ecuatoriana y sus perspectivas para el sector cementero.
- Análisis de indicadores financieros de la Compañía, las tendencias en ingresos y márgenes, y análisis de la estructura financiera que a su vez proporciona un input para la construcción de flujos futuros.
- Presentación del modelo de valorización, el cual consiste en la proyección de flujos estimados a 10 años. Este modelo incluye un análisis por separado de cada línea de negocio, comportamiento histórico, el contexto económico analizado y las perspectivas a futuro. En cuanto a UNACEM Ecuador, los flujos proyectados se basan en la proyección de dividendos partiendo de las expectativas de los principales ejecutivos.
- Por último, luego de determinar la tasa de descuento, se llega al precio intrínseco. A su vez, se presenta un análisis de sensibilidad en el cual se mide el impacto de diferentes escenarios adversos sobre el precio final de la acción.

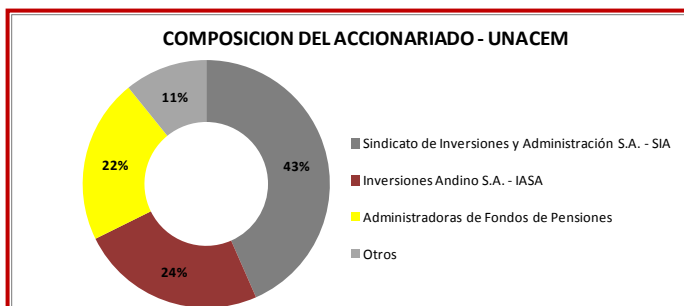
El objetivo final es determinar el valor intrínseco de la acción de UNACEM y que tan atractiva es la empresa frente sus principales competidores y frente a las cotizaciones de mercado, lo que en última instancia nos permite emitir una recomendación de inversión respecto a la acción.

Capítulo II. Descripción de la empresa

Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM), antes Cementos Lima S.A.A., es una empresa peruana que se dedica principalmente a la producción y comercialización de cemento portland¹, clínker² y otros materiales para construcción. Fue constituida en 1967 como subsidiaria de Sindicato de Inversiones y Administración S.A (SIA). Años después, en julio del 2012, la Junta General de Accionistas aprobó la fusión por absorción de Cementos Lima S.A.A. y Cemento Andino S.A. (la empresa absorbida). Desde entonces, la empresa adoptó la denominación de UNACEM. En el Anexo 1 se presentan cronológicamente y con mayor detalle los principales eventos ocurridos durante el desarrollo de la empresa.

Actualmente SIA es el principal accionista de UNACEM y el responsable de la gerencia de la empresa. A su vez, SIA es controlado accionariamente por la empresa *holding* Nuevas Inversiones S.A., que es un vehículo de inversión controlado por las familias Rizo Patrón, Gastañeta, Berckemeyer y De La Piedra. La composición del accionariado vigente de UNACEM es la que aparece en el gráfico 1 a continuación.

Gráfico 1. Composición del accionariado de UNACEM



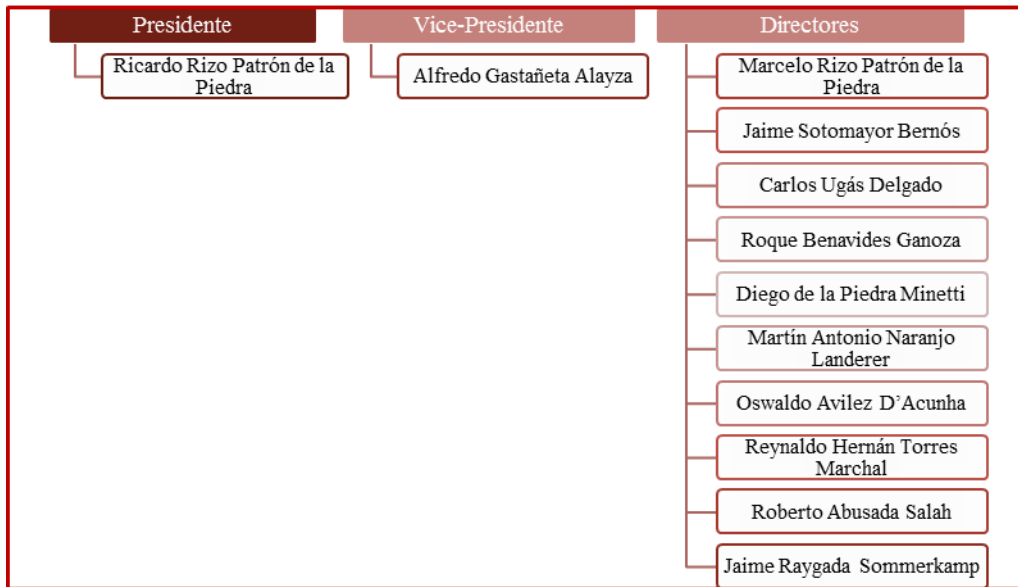
Fuente: Memoria Anual UNACEM, 2014

El directorio de UNACEM está conformado por las siguientes personas:

¹ El cemento Portland es un cemento hidráulico que cuando se mezcla con áridos, agua y fibras de acero discontinuas y discretas tiene la propiedad de conformar una masa pétreo resistente y duradera denominada hormigón. Es el más usual en la construcción y es utilizado como aglomerante para la preparación de concreto. Asimismo, el Anexo 4 muestra todo el proceso de producción que sigue la elaboración y distribución del cemento.

² La Caliza cocida o Clinker es obtenido como un producto intermedio del proceso de producción del cemento. Este material es sometido a un proceso de cocción y trituration que permite la elaboración de cemento y/o concreto.

Gráfico 2. Directorio de UNACEM



Fuente: Memoria Anual UNACEM, 2014

El directorio tiene a cargo velar por la adecuación y cumplimiento del plan estratégico de la empresa descrito en el Anexo 2. Asimismo, tanto el directorio como los gerentes se encuentran circunscritos a los lineamientos del gobierno corporativo de la empresa, que se encuentra detallado en el Anexo 3.

Por otro lado, es importante detallar la estructura del grupo económico al que pertenece UNACEM; este se encuentra estructurado de la siguiente manera:

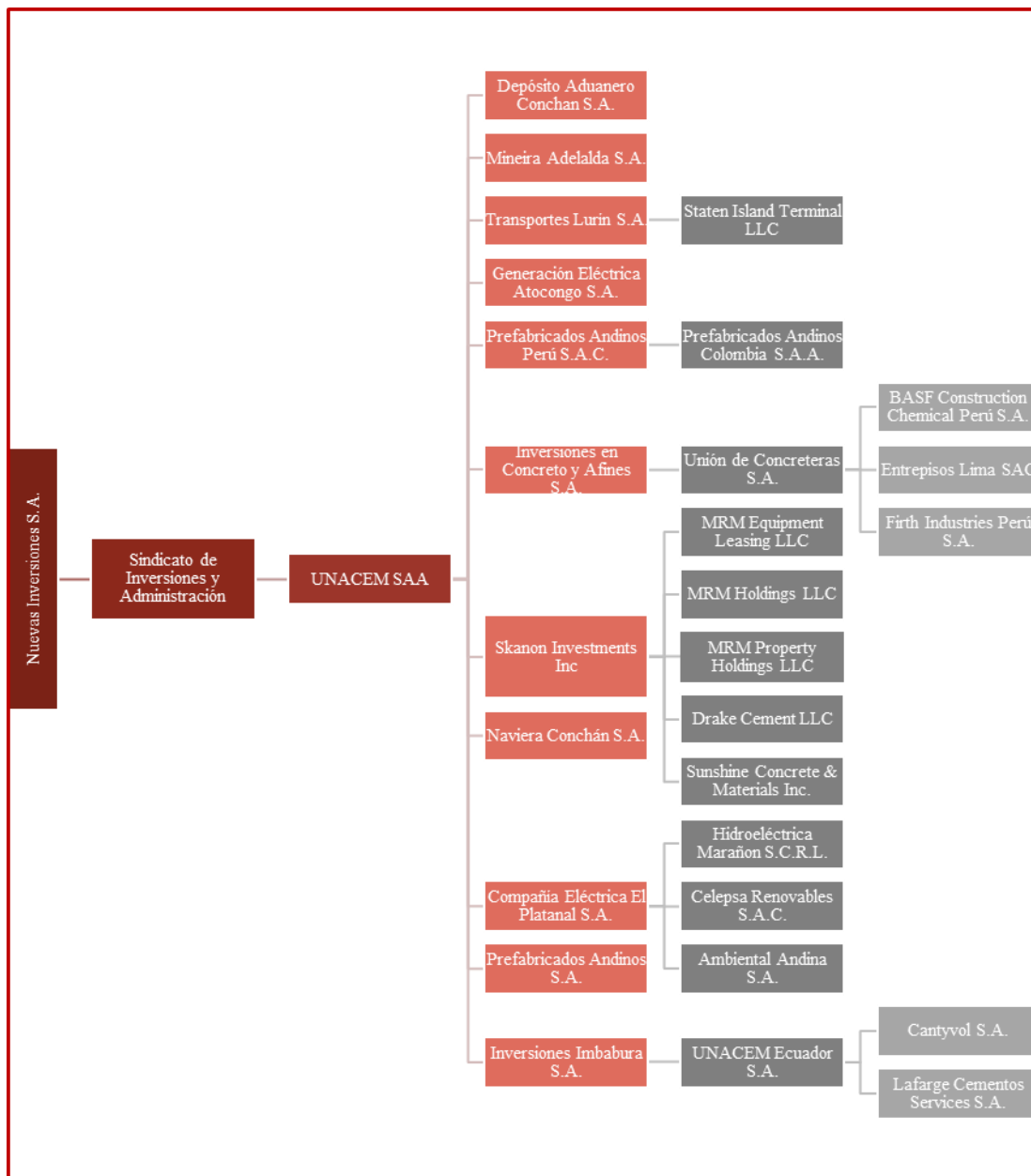


Gráfico 3. Estructura del grupo económico UNACEM

Fuente: Memoria Anual UNACEM, 2014

1. Negocio y productos de la compañía

UNACEM tiene de dos principales unidades de negocio: cemento embolsado y cemento a granel. Estas, en el 2014, representaron el 73,9% y el 26,1% del total de despachos de la empresa, respectivamente.

1.1. Cemento embolsado

Los productos comercializados por esta unidad de negocios son: cemento Portland tipo I, bajo las marcas “Cemento Andino” y “Cemento Sol”; cemento Portland tipo IP, bajo las marcas “Cemento Atlas” y “Cemento Andino”; y cemento tipo IPM³ y tipo V, bajo la marca “Cemento Andino”. En el Anexo 4 se describe con mayor detalle el proceso de producción del cemento.

En el 2013 lanzaron un nuevo producto llamado “Cemento Apu”, cuya contribución a los resultados del 2014 fue importante. Este producto contribuyó a que esta unidad de negocio creciera 2,8% durante 2014. El rápido crecimiento que experimentó “Cemento Apu” en el 2014 (más de 1000% con respecto a 2013, que fue el año de lanzamiento) no solo reemplazó las ventas de otros productos, sino que logró quitar participación de mercado a los principales competidores. Además de lo anterior, el crecimiento de “Cemento Apu” no perjudicó a los productos comercializados por esta unidad de negocio, ya que “Cemento Sol” y “Cemento Andino” embolsado mostraron un crecimiento de 1,1% y 2,6%, respectivamente, en el 2014 con respecto a las ventas del 2013. La contribución de Cementos Apu fue relevante además en la reducción de emisiones de CO₂, por tratarse de un cemento adicionado⁴. Actualmente, la empresa mantiene el objetivo de optimizar la variedad de productos embolsados en la costa central del país.

1.2. Cemento a granel

Los productos comercializados por esta unidad de negocios son: cemento Portland tipo I, IP, IPM y tipo V. Su mercado está compuesto por empresas comercializadoras de concreto

³ Similar al Cemento Portland tipo IP. La diferencia radica en que en su fabricación el cemento tipo IP admite entre 15% y 40% de puzolana en masa de cemento Portland puzolánico; en cambio, el cemento Portland tipo IPM (modificado) admite como máximo 15% de puzolana.

⁴ Los cementos adicionados están compuestos por una mezcla de clinker + yeso + adiciones minerales en distintas proporciones. Las adiciones minerales utilizadas varían entre puzolanas, fillers y escorias de alto horno, las cuales agregan ciertas propiedades de valor agregado al cemento, manteniendo sus propiedades. Además, estos cementos utilizan menores cantidades de clinker en su fabricación lo cual resulta en una menor emisión de gases contaminantes.

premezclado, hidroeléctricas, mineras, petroleras, constructoras y empresas que fabrican productos derivados del cemento.

Durante 2014, los despachos de esta unidad de negocios decrecieron 1,6% en relación con relación al 2013. Se espera la recuperación de este rubro con la incorporación de mejoras en la unidad de negocios a granel de UNACEM, dirigidas a atender las necesidades específicas de este tipo de clientes.

2. Capacidad instalada de la compañía

Luego de la fusión del 2012, UNACEM⁵ alcanzó una capacidad instalada de producción de clínker de 5,5 millones de toneladas métricas (MM de TM) anuales; y de cemento, de 6,6 MM de TM anuales. Posteriormente, la empresa ha trabajado en proyectos de ampliación de plantas, con inversiones de alrededor de US\$ 230 millones, con lo cual alcanzan la capacidad actual de producción de clínker y cemento de 6,7 y 7,6 MM de TM anuales, respectivamente. Esto permite que la empresa represente el 48,9% del total de despachos al cierre del 2014, muy por encima de otros competidores locales.

Tabla 2. Capacidad instalada en el sector

CAPACIDAD INSTALADA DE CEMENTERAS (MILES TM)											
EMPRESA		2010		2011		2012		2013		2014	
		Clínker	Cemento	Clínker	Cemento	Clínker	Cemento	Clínker	Cemento	Clínker	Cemento
UNACEM SAA	Planta Atocongo	3600	4500	3600	4500	3600	4500	4800	5500	4800	5500
	Planta Condorcocha	1180	1500	1880	2100	1960	2100	1960	2100	1800	2100
C. PACASMAYO SAA		1270	2900	1325	2900	1325	2900	1325	2900	1500	2900
YURA SA		1190	1800	2000	3000	2000	3000	2000	3000	2300	3000
C. SUR SA		330	340	330	340	330	340	330	340	330	470
C. SELVA SA		160	190	160	190	440	440	440	440	280	440
CALIZA C. INCA SA		**	**	**	**	120	200	200	400	200	400

Fuente: Informe de ASOCEM, 2015

La empresa viene ejecutando una estrategia de integración vertical que abarca algunas de las etapas de la cadena de producción a través de sus subsidiarias, las cuales son descritas con mayor detalle en el Anexo 6.

Por otro lado, la empresa busca incrementar su participación en el exterior con el objetivo de diversificar sus ingresos por mercado. Es así que en el 2014 se concretó la compra de la ecuatoriana Lafarge Cementos S.A. por US\$ 517 millones. Lafarge (ahora UNACEM Ecuador) es la segunda empresa cementera, con 22% de *market share*, en el mercado ecuatoriano y

⁵ En el Anexo 5 se describen las plantas de la empresa, la capacidad instalada y los niveles de producción.

alcanza despachos por 1,5 MM de TM al año. Cuenta con una capacidad de producción de 1 MM de TM clínker y de 1,5 MM de TM de cemento. Asimismo, UNACEM es socio mayoritario, a través de la subsidiaria Skanon Investments Inc., de Drake Cement LLC (constituido en Arizona, EE.UU.), que posee una planta de cemento con una capacidad de 660 mil TM anuales. La adquisición de la participación de esta empresa representó un costo total de aproximadamente US\$ 316 millones.

Cabe indicar, además, que la empresa tiene establecidas fuertes políticas de responsabilidad social, tanto en el proceso de producción como con la comunidad. Es por ello que en el 2013 se creó la Asociación UNACEM, cuya misión es ejecutar la política de responsabilidad social de la empresa, la cual incluye lineamientos sobre el proceso de producción, relaciones con grupos de interés, entre otros, siempre sobre la base de pilares de sostenibilidad. En el Anexo 7 se describe con mayor detalle el manejo de responsabilidad social de la empresa.

3. Despachos en el mercado local

Los despachos locales disminuyeron el IT15 en 9,8% respecto del trimestre anterior, de 1,5 MM de TM a 1,3 MM de TM, debido a la disminución de la actividad constructora. Sin embargo, el IT15 registró un incremento de 0,3% con respecto al IT14, similar al comportamiento de la actividad constructora en los periodos analizados. Los despachos de la industria disminuyeron durante el IT15 en 12,6% respecto del trimestre anterior, mientras que frente al IT14, estas disminuyeron en 3,9%. Como resultado, la participación de la empresa en el mercado local fue de 51,1%, superior al 49,5% del 4T14 y al 49,0% del 1T14, debido a la disminución más acentuada de la demanda en las zonas norte y sur del país.

4. Precio del Cemento

UNACEM, históricamente, trata de mantener sus márgenes constantes. Esto se viene logrando debido a que mantiene un esquema de prestación de servicios entre sus empresas vinculadas, lo que genera sinergias positivas para la empresa y, en consecuencia, permite reducir costos operativos y de ventas.

El mercado cuenta con una oferta de productos poco diferenciada y los precios tienden a ser muy similares entre las compañías participantes. Por eso, es justamente a través de las sinergias y mejoras operativas que se pueden lograr diferencias de precios. En línea con ello, todas las

cementeras nacionales están mejorando sus procesos de producción para absorber eventuales alzas de costos de insumos. En este sentido, en el Anexo 8 se pueden observar las inversiones realizadas por los principales participantes de la industria cementera.

De acuerdo a lo anterior, es posible comentar que las ventas netas de UNACEM aumentaron en 7,1% en el verano respecto al mismo periodo del año pasado. El incremento estuvo sustentado en un mayor precio promedio. Las ventas alcanzaron los S/. 449,4 millones, mientras que el costo de venta disminuyó 2,6%, respecto al mismo periodo del 2014, debido principalmente a que en el periodo anterior se utilizaron saldos de clinker importado de mayor costo. En el Anexo 9 se presenta mayor detalle sobre cotizaciones de mercado y márgenes.

5. Análisis FODA de UNACEM

La tabla 3 presenta el análisis FODA de la empresa.

Tabla 3. Análisis FODA de UNACEM

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Tiene una posición de liderazgo consolidada, con una participación de mercado de 50%. • La ubicación geográfica de su planta principal representa el 47% del PBI y 30% de la población nacional. • La adquisición de Lafarge Cementos S.A., hoy UNACEM Ecuador, permite diversificación de ingresos. • Red de ferreterías Progre-Sol integrada a la cadena de distribución de UNACEM eleva barreras de entrada. • Subsidiaria “Unión de Concreteras” logra ventajas de integración vertical y valor agregado al producto final. 	<ul style="list-style-type: none"> • Existe una importante brecha de infraestructura (estimada en cerca del 44% del PBI). • Sobre todo, infraestructura del segmento retail, que tiene bajo nivel de penetración en Latinoamérica. • Hay un elevado déficit habitacional (estimado en cerca de 2 millones de viviendas a nivel nacional). • Se producido un incremento en el monto de inversiones en la modalidad “Obras por Impuestos” en los próximos años. • También hay un <i>backlog</i> de proyectos de infraestructura en los próximos años, a través de la inversión pública directa (US\$ 3.800 MM) y a través de Asociaciones Público Privadas - APP (US\$ 4.937 MM).
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Presenta altos niveles de deuda y flujos de caja ajustados. • Elevado apalancamiento financiero provocó un <i>downgrade</i> en el rating por parte de las agencias locales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Hay un crecimiento importante en el nivel de productos importados de cemento y clínker. • Se retrasa el inicio de obras de proyectos por problemas como expropiación de terrenos y/o conflictos sociales. • Ingresan nuevas firmas ante el potencial de crecimiento del sector en el mediano plazo. • Se posterga la concesión de proyectos a ser licitados bajo mecanismo de Asociación Público-Privada. • Falta coordinación entre gobiernos nacional, regionales y locales para el desarrollo de futuros proyectos en infraestructura.

Fuente: Elaboración propia, 2015.

6. Descripción y comportamiento de la acción de UNACEM

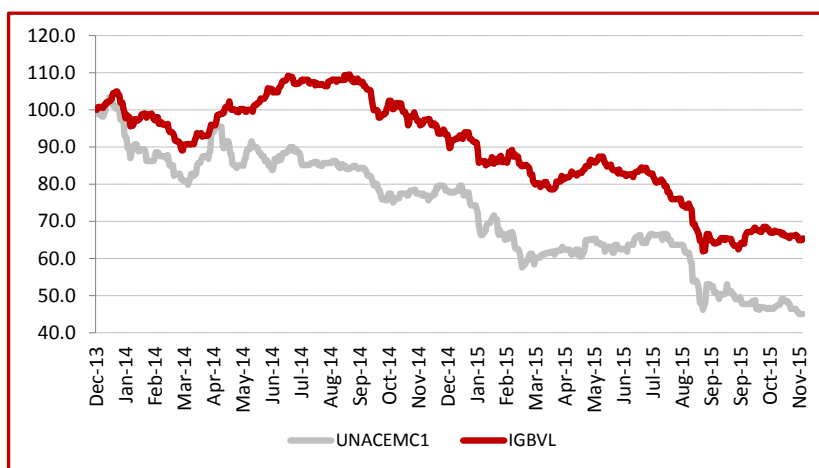
El año 2011, la Junta General de Accionistas decidió realizar una oferta pública de canje por la totalidad de las 135.646.055 acciones de inversión emitidas por la Sociedad. Se ofreció a los

titulares de acciones de inversión la entrega de una nueva acción común de un valor nominal de S/. 1,00 por cada una de las 135.646.055 acciones de inversión de un valor nominal de S/. 1,00. Para ello, en esa misma Junta General se acordó el aumento del capital de la Sociedad hasta por S/. 135.646.055, que implica un incremento de 135.646.055 nuevas acciones comunes de un valor nominal de S/. 1.00 cada una. La oferta pública de canje concluyó satisfactoriamente con el aumento del capital social a S/1.499.703.408. Al 31 de diciembre de 2011 quedó extinguida la Cuenta Acciones de Inversión.

En la actualidad, el capital emitido está representado por 1.646.503.408 acciones comunes íntegramente suscritas y pagadas, y su valor nominal es de S/. 1 por acción. Las acciones comunes representativas del capital social de UNACEM son cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima. Al 30 de noviembre de 2015, la cotización bursátil de cada acción común ha sido de S/. 1,70 (S/. 2,93 al 31 de Diciembre de 2014), resultando en un valor de capitalización bursátil de S/. 2.799,06 millones. El Anexo 10 detalla la política de dividendos vigente de la empresa.

Asimismo, es importante tomar en cuenta que el precio de la acción de UNACEM ha venido cayendo considerablemente en lo que va del año por diversos factores: coyuntura internacional, efecto del tipo de cambio, incertidumbre sobre si la BVL permanecerá en el MSCI index, entre otros. Como se puede observar en el gráfico, a continuación, la última cotización de UNACEM al 30 de noviembre de 2015 fue de S/. 1,70 por acción.

Gráfico 4. Evolución de UNACEMC1 vs. IGBVL



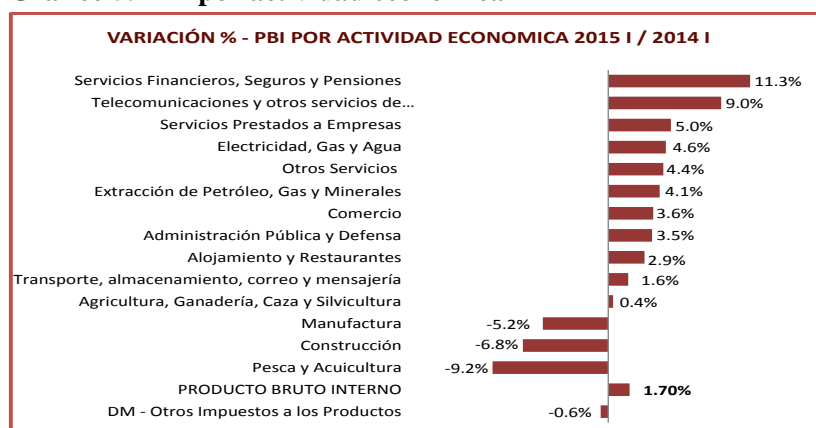
Fuente: Bloomberg. Información al 30/11/2015.

La cotización de la acción es un input relevante para la valorización por múltiplos (descrita más adelante), ya que se utiliza para el cálculo del *market cap*, que a su vez se utiliza para estimar el valor de la empresa.

Capítulo III. Contexto económico y desempeño del sector

El PBI registró un crecimiento de 1,7% el trimestre 2015-I respecto al mismo periodo del año anterior. El Gráfico 5 muestra que este crecimiento se explica principalmente por el desempeño de los sectores telecomunicaciones (+9,0%) y servicios financieros (+11,3%), los cuales se ven contrarrestados parcialmente por la reducción en pesca y agricultura (-9,2%).

Gráfico 5. PBI por actividad económica



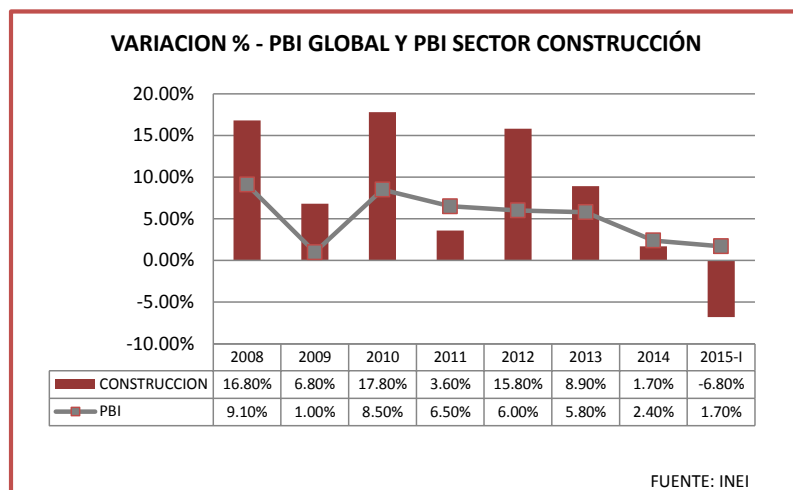
Fuente: INEI

Asimismo, el PBI viene mostrando una tendencia de desaceleración desde el 2014, la cual es explicada por los siguientes factores:

- Menor crecimiento del consumo e inversión ante la caída en términos de intercambio en los últimos tres años.
- Reducción del gasto público por menor ejecución de programas de inversión de los gobiernos regionales y los factores de oferta transitorios como condiciones climáticas adversas y las menores leyes de minerales.
- La inversión pública cayó 3,6% durante el 2014, producto del menor nivel de inversión de los gobiernos regionales (-17,3%) y locales (-6,3%), dado que estos concentran cerca de dos terceras partes del total de inversión pública. Asimismo, durante el periodo 2015-I la ejecución de obras en carreteras, calles y caminos se redujo en 25,5%. No obstante, la inversión pública se mantiene encima del 5% del PBI (5,6% al 2014).
- La inversión privada registró una caída de 1,6% durante el 2014, producto de la caída en inversión minera y de la confianza empresarial. Asimismo, en el periodo 2015-I, las obras en edificios no residenciales (educativas, médicas, administrativas, sociales y culturales), disminuyeron 22,9%. Cabe mencionar que la inversión privada se ha mantenido por encima del 20% del PBI en los últimos tres años (20,4% al 2014).

- El PBI construcción tuvo un fuerte retroceso (-6,80%) en el periodo 2015-I, muy por debajo del 1,7% del 2014-I y el 8,9% del 2013-I, producto de la caída en inversión pública y privada. Esto se ve reflejado en una menor ejecución de obras en viviendas y edificios, entre otros. Como se observa en el Gráfico 6, el PBI construcción no tiene una correlación perfecta con el PBI total.

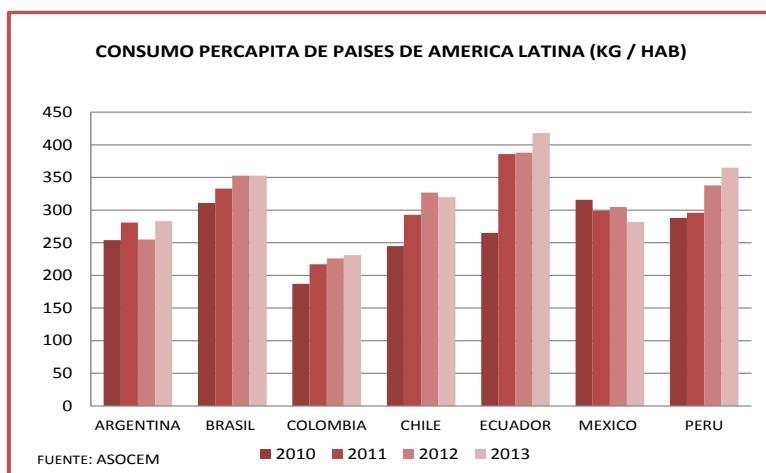
Gráfico 6. PBI construcción vs. PBI global



Fuente: INEI

El desempeño del sector construcción en los últimos años ha incidido en un mayor consumo local de cemento. Al 2013, el consumo per cápita de cemento en el Perú (365 kg.) es menor con respecto Ecuador (418 kg.), pero es mayor con respecto a países como Brasil (353 kg.), Chile (320 kg.), Argentina (283 kg.), México (282 kg.) y Colombia (231 kg.), según ASOCEM. El gráfico 7 muestra la evolución del consumo per cápita de distintos países de Latinoamérica durante los últimos 4 años hasta el 2013.

Gráfico 7. Consumo de cemento en América Latina



Fuente: ASOCEM. Informe vigente al 2015.

En Perú, la mayor demanda de cemento se mantiene concentrada en el segmento de edificación de viviendas. Se estima que el 60% del consumo del cemento se explica por autoconstrucción. En el sector inmobiliario, durante el 2014 se registró una importante desaceleración, reflejada en un significativo descenso en la venta de viviendas nuevas, que pasó de 22 mil en el 2013 a 17 mil en el 2014, según el Instituto de Educación Superior Tecnológico Privado de la Construcción (CAPECO).

Asimismo, la ejecución de proyectos de inversión en infraestructura de transporte (carreteras, aeropuertos, puertos y redes ferroviarias) se redujo en 3,8% en el 2014, con una inversión total de US\$ 552 millones.

En cuanto a la industria cementera peruana, esta se agrupa de la siguiente manera por grupo económico, empresa cementera y respectiva zona de influencia:

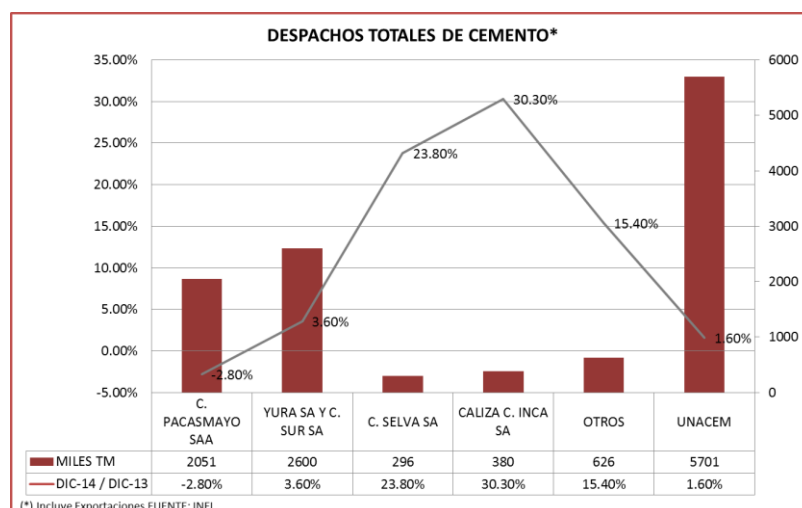
Tabla 4. Grupos económicos y zonas de influencia

G/E	RIZO-PATRÓN	RODRIGUEZ BANDA	HOCHSCHILD	FAMILIA CHOY
PRODUCTORA	UNACEM	CEMENTOS YURA Y CEMENTOS SUR	CEMENTOS PACASMAYO Y CEMENTOS SELVA	CEMENTOS INCA
ZONA DE INFLUENCIA	Centro	SUR	NORTE	CENTRO

Fuente: ASOCEM. Informe vigente al 2015.

Es importante notar que por la distribución geográfica de la oferta, la variación en las participaciones no responde tanto al desplazamiento de una empresa por parte de otra, sino a las fluctuaciones de la demanda en cada zona geográfica en la cual está ubicada cada cementera.

Gráfico 8. Despachos de cemento



Fuente: INEI al 31/12/2014

UNACEM mantuvo la mayor participación en la producción local de despachos de cementos, con aproximadamente 48,9%, aunque menor a la mostrada a diciembre 2013 (49,6%), debido a un menor crecimiento relativo. Por otro lado, Yura ocupó el segundo lugar en participación a diciembre 2014 con un 22,3%. En general, se observa que los despachos realizados por las empresas cementeras se incrementaron durante el 2014. Los principales impulsores del crecimiento fueron: UNACEM (+90,9 mil TM), Yura & Sur (+84,9 mil TM) y Cementos Inca (+88,5 mil TM). A nivel individual, resaltaron en crecimiento relativo: Caliza Cementos Inca (+30,30%), Cementos Selva (+23,80%), Cementos Yura (+4%) y Cementos Lima (+2%). En contraste, Cementos Pacasmayo redujo su volumen de despachos (-2,80%).

En cuanto a las importaciones, estas representan sólo el 0,50% del consumo interno. Ascendieron a 51,220 TM en el 2014, mostrando un aumento de 7,3% respecto al 2013, según INEI. Las principales empresas importadoras fueron Cemex Perú y Cía. Industrial y Comercial Iquitos.

Capítulo IV. Drivers de la industria y expectativas

1. Crecimiento de la economía global

Las acciones del Gobierno para impulsar el sector incluyen la promoción de diversas obras de infraestructura y políticas de inversión presupuestal descentralizada y de programas económicos anticíclicos.

1.1. En Perú

Para el año 2015, diversos analistas esperan un nivel de actividad similar al del 2014, con un crecimiento del PBI de alrededor de 3,0%. Al 1S15, el PBI creció 1,2%. Se espera que en el 2S15 se acentúe el ruido político, por ser un año preelectoral, y, por lo tanto, no se espera un repunte de la inversión privada. La recuperación avanzará en la medida en que el Ministerio de Economía y Finanzas pueda dar celeridad a la ejecución de la inversión pública y que los paquetes de reactivación tengan un portante impacto sobre la economía real.

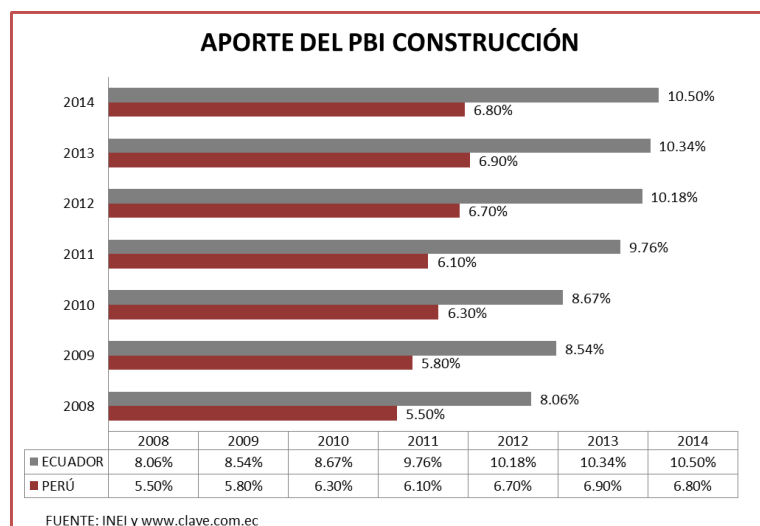
1.2. En Ecuador

Las proyecciones para el PBI en el 2015 se ubican alrededor de 4%. El desempeño de la economía depende en gran medida del comercio exterior. La tendencia a la baja del precio de los *commodities*, sobre todo del petróleo, es un factor determinante para la situación económica del país, así como para las políticas implementadas. Es así que, desde los primeros meses del 2015, el gobierno ecuatoriano viene planteando políticas económicas y financieras que permitan contrarrestar este escenario.

En materia, fiscal, se espera que la recaudación tributaria mantenga la misma tendencia que en los últimos años, que se ubicó en 15.500 millones de dólares en el 2015, lo que servirá para cubrir en parte el plan de inversiones anual de 8.116 millones. La proyección de inflación para el 2015 es de 3,9% y se espera mantener niveles de desempleo por debajo del 5%.

2. Desempeño del sector construcción

Gráfico 9. Contribución del cemento al PBI



Fuente: INEI y www.clave.com.ec

Existe una alta correlación entre el comportamiento del sector construcción y la situación económica de los países donde UNACEM tiene presencia, de tal forma que cuando el PBI global muestra crecimiento, el PBI del sector construcción lo refleja. Cabe indicar además que el crecimiento de la construcción impulsa el desempeño de otros sectores económicos, al generar empleo y mayor desarrollo en los sectores industriales y manufactureros, entre otros.

2.1. En Perú

Se espera que los proyectos de asociaciones público-privadas (APP) (los cuales suman US\$ 20.000 millones), el inicio en junio de las obras de excavación para la Línea 2 del Metro de Lima, la modernización de la Refinería de Talara (que a marzo tenía un avance de 8%) y el Gasoducto Sur Peruano (GSP) (que ya está en construcción) contribuyan a mejorar el desempeño de la actividad constructora.

A mediano plazo, el sector construcción tiene un gran potencial de crecimiento, debido a la brecha de infraestructura (aproximadamente 44% del PBI, según estudios de la UP y ESAN), al aún elevado déficit habitacional (aproximadamente 2 millones de viviendas a nivel nacional) y a que el precio por metro cuadrado de terrenos en Perú (US\$ 2.074) es menor

comparado con Brasil (US\$ 3.751), Argentina (US\$ 2.813), Chile (US\$2.749), México (US\$ 2.635), Uruguay (US\$2.562) y Colombia (US\$2.379), según Global Property Guide.

2.2. En Ecuador

El 2015 se verá impulsado por inversión pública. Esto se debe a que las centrales hidroeléctricas entran a una fase final de construcción. También se espera inversión en escuelas del milenio y unidades médicas, impulsadas por créditos chinos conseguidos a inicios del 2015. La propuesta gubernamental busca hacer más accesibles los programas de vivienda y más bajas tasas de interés para préstamos para el constructor y para quienes compran los bienes inmuebles. El dinamismo del consumo de cemento debe continuar en los próximos años, sustentado por obras privadas y públicas que se tienen en camino (metro, continuación del aeropuerto de Quito, diversos proyectos de generación y de distribución de electricidad, construcción de una nueva refinería, construcción de planta de acero, programas sociales para reducir déficit de viviendas, entre otras).

3. Variaciones en los precios de energía y combustible (gas natural, petróleo y carbón)

3.1. En Perú

Respecto a los combustibles, se depende de las cotizaciones del petróleo y carbón. Para el primero se cuenta con el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles, que permite controlar la volatilidad. Por otro lado, el gas de Camisea aumentará las fuentes energéticas alternativas. El Perú afronta una desaceleración de su economía, frente a la cual el rol del Gobierno es importante respecto de los principales proyectos que se tienen en cartera que pueden reactivar la economía, los cuales están ligados al sector energético: Modernización de la Refinería de Talara (que a marzo tiene un avance de 8%) y el Gasoducto Sur Peruano (GSP).

3.2. En Ecuador

La modernización del subsector eléctrico permitirá reemplazar del uso de gas licuado de petróleo para producir electricidad, reduciendo así el consumo de combustibles fósiles en el sector residencial. La visión del gobierno ecuatoriano es fortalecer las instituciones del sector, lograr la sostenibilidad del sistema eléctrico, reducir la dependencia de combustibles fósiles, otorgar acceso a energía a las comunidades rurales y avanzar en la estrategia de interconexión eléctrica regional.

Capítulo V. Análisis de la industria

El análisis de la situación actual de la industria del cemento se ha realizado en el marco de las cinco fuerzas de Porter y aparece en la tabla 5.

Tabla 5. Análisis de las cinco fuerzas de Porter para la industria del cemento

Cinco fuerzas de Porter – Industria del cemento	
Amenaza de nuevos competidores – Baja	Poder de negociación de proveedores – Baja
<ul style="list-style-type: none"> • La principal barrera de entrada de la industria es la importante suma que debe financiar un nuevo competidor para adquisición de activos fijos y asegurarse una red de distribución propia. • Otra barrera de entrada importante es la estructura de mercados geográficos definidos, que permiten a las compañías existentes optimizar sus costos de transporte. • En el año 2007, la multinacional CEMEX ingresó al mercado nacional. Dada la desventaja de competir mediante la importación de cemento, CEMEX realizó la inversión de \$ 230 millones para una planta de clínker a 90 km al sur de Lima. • El año 2011, el Gobierno Peruano redujo los aranceles para cemento y clínker de 12% a 0%, con la finalidad de generar una reducción de precios locales. Sin embargo, esto no ha ocurrido debido a la alta demanda del periodo y el importante exceso de capacidad existente que permite a las empresas enfrentar a nuevos competidores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dado que el riesgo en la disponibilidad de los principales insumos es limitado, los proveedores tienen un bajo poder de negociación. • Las materias primas caliza y arcilla provienen de canteras propias y no existe en el mediano plazo un riesgo de que se agoten las reservas de ambos materiales en las canteras de las cementeras. • En el caso de la electricidad, existe actualmente una adecuada oferta disponible y proyectos en evaluación, lo que se refleja en un costo de energía relativamente bajo y en un poder de negociación mayor frente a las empresas eléctricas. • En cuanto a los combustibles, el carbón es básicamente importado y su precio fluctúa en el mercado internacional. Del mismo modo las empresas cementeras están sujetas a la volatilidad del precio del petróleo. Frente a ello, la disponibilidad del gas de Camisea aumenta la fuente energética alternativa, reduciendo más el poder de los proveedores.
Rivalidad entre los competidores – Baja	
<p>El mercado peruano de la industria cementera está distribuido en regiones y tiene una configuración oligopólica:</p> <ul style="list-style-type: none"> • UNACEM, perteneciente al Grupo Rizo Patrón, atiende principalmente a la región centro. • Cementos Inca, perteneciente al Grupo Choy, atiende también a la región centro. • Yura y Cementos Sur, pertenecientes al Grupo Rodríguez Banda (Gloria) por medio del <i>holding</i> Consorcio Cementero del Sur, atienden principalmente a la región sur del país. • Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, del Grupo Hochschild, atiende la zona norte del país. <p>La característica principal de la competencia en esta industria es la estructura de costos (que depende básicamente del costo de materia prima, transporte, energía y combustible). Es por ello que es conveniente tener limitado el rango de acción a una distribución geográfica. De otro modo, los costos por transporte encarecerían más el producto y restarían competitividad. Por esta razón se encontrará que la rivalidad entre los actuales participantes del mercado es baja, al estar delineada la exclusividad geográfica.</p>	

Cinco fuerzas de Porter – Industria del cemento	
Poder de negociación de los clientes – Baja	Amenaza de productos sustitutos – Media
<ul style="list-style-type: none"> • El 60% de las ventas de cemento provienen del usuario final (autoconstrucción), de tal forma que el poder de negociación de los consumidores es muy limitado. • En otros mercados, la penetración de concreto premezclado es mayor, y por ello la base de clientes de las empresas cementeras se concentra en pocos clientes que adquieren el cemento y lo transforman en concreto para su venta al usuario final. • La industria local de cemento se ha integrado verticalmente dedicándose también a la producción y comercialización de concreto premezclado. Adicionalmente, la industria local cuenta con sus propias redes de distribución. 	<ul style="list-style-type: none"> • El bajo poder adquisitivo de la población hace que el uso del cemento o concreto en la edificación de las viviendas sea bajo, usándose otros materiales como ladrillos de arcilla, usualmente fabricados de manera informal. • Existe el riesgo de que se dé un incremento en el uso de otros sustitutos como por ejemplo los materiales prefabricados. • Actualmente, por factores culturales locales, los productos prefabricados tienen una aceptación muy baja, aunque esto podría cambiar. Por esta razón se considera que la amenaza de productos sustitutos sí es relevante para el sector.

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Capítulo VI. Análisis de la situación financiera

1. Análisis financiero

1.1. Características de las ventas

La empresa mantiene un incremento sostenido en todos los periodos evaluados, de tal forma que las ventas han registrado un crecimiento promedio de 7,65% en los últimos cuatro años. Las ventas de la empresa se dan de acuerdo a la siguiente composición:

Tabla 6. Composición de ventas

Producto Vendido	COMPOSICION DE VENTAS (En Miles de Soles)							
	2011		2012		2013		2014	
Cemento	1,492,713	99%	1,705,294	99%	1,741,432	98%	1,786,818	95%
Clinker	4,585	0%	7	0%	3	0%	53,102	3%
Bloques, Adoquines y Pavimientos de Concreto	16,223	1%	20,595	1%	33,758	2%	43,062	2%
	1,513,521	100%	1,725,896	100%	1,775,193	100%	1,882,982	100%
					EXPORTACIÓN		53,096	2.82%

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Más del 97% de los ingresos provienen de la comercialización de cemento y el resto es por la venta de clínker y bloques de concreto. De acuerdo a las memorias, cuando la empresa alcanza los niveles esperados de producción y despacho en el mercado local, realiza exportaciones a países como Chile, Venezuela, Brasil y Uruguay. Actualmente, UNACEM exporta el 10% de su producción de clínker (medio millón de toneladas) a Chile, Brasil y Venezuela.

1.2. Características del Costo de Ventas

Entre el 2011 y 2014, el Costo de Ventas pasó de S/. 851.849 millones a S/. 1.052.473 millones, con un margen bruto promedio de 67%. Su principal componente es el costo de producción del cemento. En el 2013, este costo fue mucho mayor debido a una mayor importación de clínker, producto del cierre parcial de la planta Condorcocha.

Los principales componentes del Costo de Ventas se dan de la siguiente manera:

Tabla 7. Composición de costo de ventas

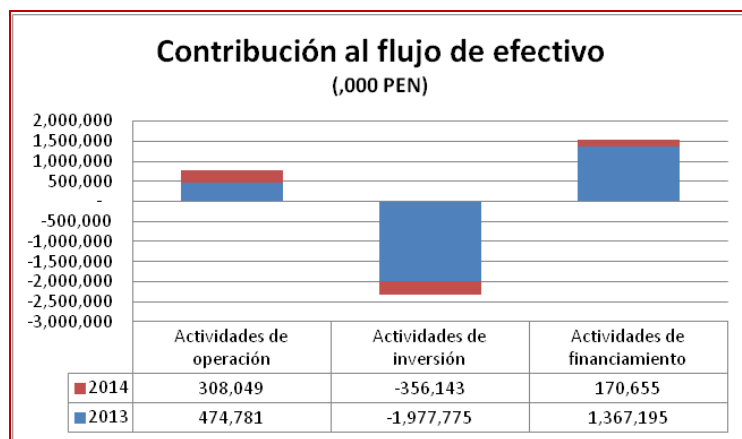
COMPOSICION DE COSTO DE VENTAS (En Miles de Soles)								
Componentes	2011		2012		2013		2014	
Inventario inicial de P. terminados y en proceso	108,604	13%	120,086	12%	94,322	9%	149,763	14%
Costo de producción:								
Consumo de materias primas	143,038	17%	132,906	13%	220,049	22%	128,446	12%
Combustible	194,731	23%	231,131	23%	196,237	19%	242,138	23%
Depreciación	75,372	9%	85,972	9%	129,228	13%	172,022	16%
Energía eléctrica	87,964	10%	90,907	9%	95,500	9%	108,508	10%
Gastos de personal	86,154	10%	93,074	9%	86,291	9%	102,395	10%
Envases	54,334	6%	59,027	6%	59,279	6%	69,977	7%
Preparación de canteras (desbroce)	12,754	1%	21,279	2%	22,731	2%	11,985	1%
Depreciación por activo diferido por desbroce		0%		0%	4,776	0%	6,863	1%
Otros gastos de fabricación	208,984	25%	248,544	25%	253,106	25%	265,512	25%
Inventario final de P. terminados y en proceso	-120,086	-14%	-94,322	-10%	-149,763	-15%	-205,136	-19%
	851,849	100%	988,604	100%	1,011,756	100%	1,052,473	100%

nte: Elaboración propia, 2015.

1.3. Características del Estado de flujos de efectivo

Dentro de las actividades más relevantes se puede observar “Otras Inversiones Netas”, por un importe de S/. 1.614,3 millones, de los cuales S/. 1.521,0 millones fueron destinados a la compra de Lafarge Ecuador. Esta inversión fue financiada con la emisión de bonos en mercado internacional.

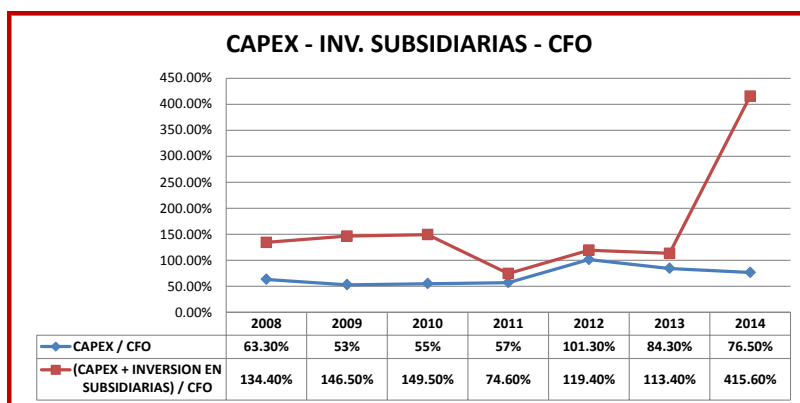
Gráfico 10. Contribución al flujo de efectivo



Fuente: Elaboración propia, 2015.

Se espera que el nivel de endeudamiento asumido para la adquisición de las acciones de Lafarge Ecuador (hoy UNACEM Ecuador) sea contrarrestado con la generación de dividendos por parte de la subsidiaria adquirida.

Gráfico 11. Evolución del CAPEX



Fuente: Elaboración propia, 2015.

2. Análisis de ratios financieros

2.1. Ratios de eficiencia de gestión

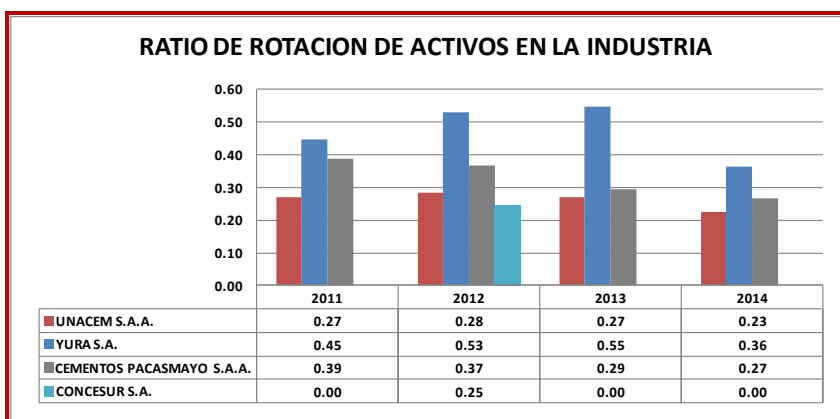
Los ratios de eficiencia de gestión se muestran en la tabla 8 y el gráfico 12.

Tabla 8. Ratios de eficiencia

RATIOS DE EFICIENCIA DE GESTIÓN			
RATIO	2012	2013	2014
Días Promedio de Inventario	100	106	123
Días Promedio de Cuentas por Cobrar	43	53	67
Días Promedio de Cuentas por Pagar	98	74	104

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Gráfico 12. Rotación de activos en la industria



Fuente: Elaboración propia, 2015.

De acuerdo a los resultados obtenidos, se puede observar que la empresa ha venido incrementando su ratio de rotación de inventarios; esto se puede explicar debido a una mayor inversión en suministros (+al cierre del año 2014. Esto se relaciona a los costos de mantenimiento de los molinos, hornos y equipos productivos. Los periodos promedio de cobranza y pagos evolucionan en el mismo sentido que las ventas.

Por otro lado, se ha evaluado la rotación de activos y se ha notado que el indicador es bajo comparado con otras compañías del sector. Esto se explica por las inversiones que ha realizado la empresa en los últimos años cuyo retorno se estaría evidenciando en los próximos periodos.

2.2. Ratios de rentabilidad

En cuanto a los ratios de rentabilidad, la evolución ha sido favorable, como se muestra en la tabla 9.

Tabla 9. Ratios de rentabilidad

RATIOS DE RENTABILIDAD		
RATIO	2013	2014
MARGEN NETO	11.53%	15.41%
ROA	3.13%	3.47%
ROE	5.99%	8.01%
UPA	0.124	0.176

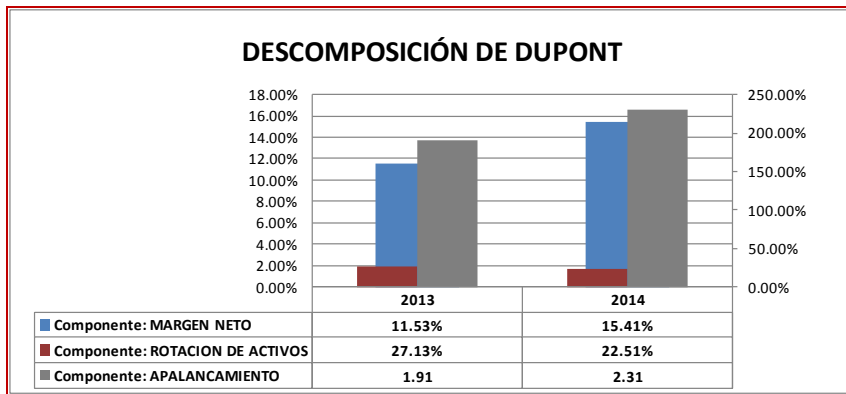
Fuente: Elaboración propia, 2015.

La favorable evolución de los ratios de rentabilidad se debe al incremento de los ingresos (6.1%), explicado principalmente por una mayor demanda en cemento y concreto, y mayor precio promedio del mix de producto. Esto fue acompañado de una mayor eficiencia operativa, producto de la puesta en marcha de las ampliaciones de los hornos de Atocongo y Condorcocha.

3. Análisis Dupont

Según la información financiera de UNACEM, se tiene, para el año 2014, un ROE de 8,01%. A continuación, se muestra un gráfico que refleja la evolución de cada componente del ROE, proceso en el que el principal driver del crecimiento en el retorno ha sido el apalancamiento, explicado por la emisión de bonos para la adquisición de UNACEM Ecuador, que produjo un crecimiento de aproximadamente un 20%.

Gráfico 13. Descomposición de Dupont



Fuente: Elaboración propia, 2015.

4. Análisis de la estructura de financiamiento

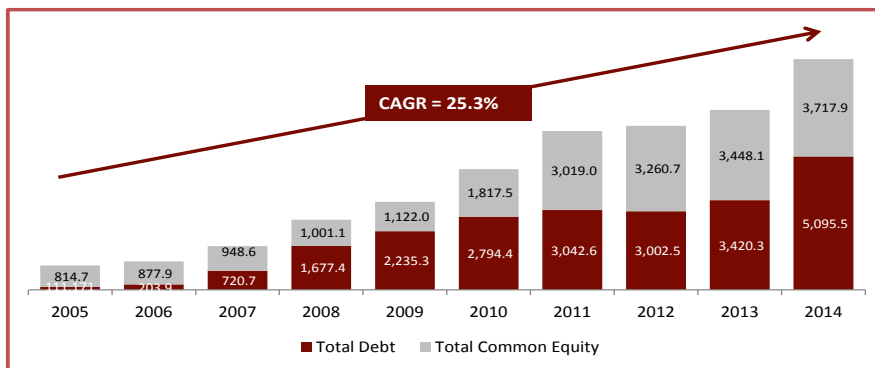
A continuación, se muestra la evolución de las fuentes de financiamiento durante los últimos diez años:

Tabla 10. Evolución de las fuentes de financiamiento

Estructura	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
% Deuda	12.0%	18.8%	43.2%	62.6%	66.6%	60.6%	50.2%	47.9%	49.8%	57.8%
% Capital	88.0%	81.2%	56.8%	37.4%	33.4%	39.4%	49.8%	52.1%	50.2%	42.2%

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Gráfico 14. Evolución de las fuentes de financiamiento



Fuente: Elaboración propia, 2015.

En el año 2010 se puso en ejecución un plan estratégico bajo el cual se tomó la decisión de participar en el mercado de generación eléctrica, a través de la subsidiaria CELEPSA. Asimismo, se tomó la decisión de participar en el mercado cementero de Arizona en EE.UU., a través de Skanon, lo que, junto con otras adquisiciones, implicó un plan de inversiones superior a los US \$ 400 millones (financiado con emisión de bonos con el Gobierno de Arizona).

En este contexto, en el año 2011 se observa una fuerte variación en el nivel patrimonial de la empresa y, a su vez, en el esquema de financiamiento, en el que el ratio TD/TCEquity pasa de 1,54X en el 2010 a 1,01X en el 2011.

El segundo cambio estructural más pronunciado se dio durante el 2014, con el incremento del porcentaje de fondeo a través de emisión internacional de bonos corporativos, que incrementó el ratio Deuda/Equity de 0,99X en el 2013 a 1,37X en el 2014.

Finalmente, y como se ha venido comentado, el cambio más importante en la estructura de financiamiento viene por la adquisición de las acciones de Lafarge, hoy UNACEM Ecuador. Para el cierre del periodo 2014 se observa que el 58% del total de activos es financiado con deuda.

A continuación, se detallarán las características de los instrumentos de deuda utilizados por UNACEM al cierre del período 2014.

Tabla 11. Instrumentos de deuda vigentes al cierre 2014 - UNACEM

Descripción	Tipo	Principal	Cupón/Tasa Base	Tasa Variable	Vencimiento	Garant.	Moneda
Bonds from Abroad - Senior Notes	Bonds and Notes	1,868.10	5.88%		Oct-01-2021	No	USD
Bonds of The Government of Arizona	Bonds and Notes	119.6	3.24% - 12.00%		Sep-01-2035	Yes	USD
Corporate Bonds	Bonds and Notes	338.6	4.93% - 6.25%		12-2016 - 2023	No	USD
Finance Lease from BCP	Capital Lease	287.2		LIBOR + 2.350%	Feb-01-2018	Yes	USD
Finance Lease from BCP	Capital Lease	90.7	5.03% - 8.60%	3-M LIBOR + 2.375%	12-2016 - 2019	Yes	PEN
Finance Lease from Interbank	Capital Lease	81.7	5.80%		Oct-01-2018	Yes	PEN
Finance Lease from Scotiabank	Capital Lease	43		3-M LIBOR + 5.800%	12-2016 - 2017	Yes	PEN
Finance Lease from BBVA Continental	Capital Lease	17.4	2.62% - 6.00%		2015 - 2017	Yes	PEN
Finance Lease from Scotiabank	Capital Lease	33.1	4.13% - 6.30%		2015 - 2018	Yes	PEN
Finance Lease : Transmántaro Consortium S.A	Capital Lease	47.9	12.00%		Jul-01-2039	Yes	PEN
Financial Leaseback from BCP	Capital Lease	104.3	7.21%		Dec-01-2020	Yes	PEN
Financial Leaseback from Interbank	Capital Lease	5.4	5.40%		Nov-01-2016	Yes	PEN
Financial Leaseback from Scotiabank	Capital Lease	45.2	7.21%		Dec-01-2020	Yes	PEN
Bank Overdrafts	Revolving Credit	4.2			Mar-31-2016	No	PEN
Bank Loan from BBVA Compass	Term Loans	170		Various Benchmarks	6-2016 - 2018	Yes	PEN
Bank Loan from Mack Mixers	Term Loans	13.7	6.59%		7-2019 - 2019	Yes	PEN
Banco De Credito Del Peru	Term Loans	39.9	5.57% - 5.80%		7-2016 - 2016	No	PEN
Banco De Credito E Inversiones BCI	Term Loans	156.9	2.45%		Jul-01-2016	No	PEN
Interbank	Term Loans	271.2	5.25% - 6.24%		7-2017 - 2019	No	PEN
Bank of Nova Scotia	Term Loans	238	1.95% - 2.40%	3-M LIBOR + 2.350%	9-2015 - 2018	Yes	PEN
Bank of Nova Scotia	Term Loans	116.9		3-M LIBOR + 2.250%	1-2019 - 2019	Yes	PEN
BBVA Banco Continental	Term Loans	113.4	4.35% - 6.00%	3-M LIBOR + 2.900%	9-2016 - 2017	Yes	PEN
Citibank	Term Loans	12.9	6.65%		Mar-01-2015	No	PEN
International Bank S.A.	Term Loans	88.8	8.00%		-	Yes	PEN
Banco De Credito Del Peru S.A. A.	Term Loans	3.8		3-M LIBOR + 2.375%	Dec-01-2016	No	USD
Banco Scotiabank Del Peru S.A.	Term Loans	0.2		3-M LIBOR + 2.375%	Dec-01-2016	No	USD

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Capítulo VII. Valorización y escenarios

Para la valoración de Unión Andina de Cementos S.A.A. se ha empleado el método de flujo de caja proyectado a 10 años, que se ha descontado a una tasa WACC de 10,18%. El Anexo 13 detalla el cálculo utilizado para determinar el WACC.

- Se dividieron los ingresos de la compañía por las principales líneas de negocio: cemento, concreto, energía eléctrica, y otros. Sobre la base de las publicaciones de estadísticas del gremio empresarial ASOCEM, los reportes de inflación del BCR, y el análisis de los drivers de la industria, se estima un crecimiento de volumen de despacho de -3,5% para 2015, y 2% para 2016, que crecerá hasta llegar a 3%. Dada la estructura oligopólica del mercado de cemento en Perú, no se han integrado al cálculo variaciones en la participación de mercado.
- Se han tomado los ingresos totales provenientes de cemento y el volumen despachado, así como los resultados observados a Setiembre 2015 para determinar un precio implícito de S/. 316.61 por TM en el 2015 (+6.9% respecto a 2014). La expectativa a futuro es que el crecimiento en precios sea inferior al promedio de los últimos años (3.4%). De este modo se han proyectado conservadoramente una variación anual de +1% y con ello los ingresos por cemento para los siguientes 10 años.
- Las líneas de cemento y clínker mantienen un ratio de despacho/producción cercano a 1,00 durante el período evaluado, lo que se mantiene para los siguientes años. Del mismo modo el ratio de despacho entre cemento/clínker se mantiene en niveles cercanos a 1,00x, por lo que se ha decidido mantenerlo para los siguientes años y así proyectar la información de clínker con base en los resultados de cemento. Además, se ve que históricamente la producción de clínker se destina a consumo propio y no se exporta, dados los altos costos logísticos vinculados.
- La capacidad utilizada, tanto en cemento como en clínker, se mantiene por niveles debajo del 90%, y la ampliación de planta se realiza en períodos de 5 años, tal como se viene realizando históricamente.
- Los ingresos provenientes de otras subsidiarias (concreto, energía, otros) componen aproximadamente el 45% del total de ingresos, y, por tanto, son importantes para tomar en cuenta en la proyección. Sin embargo, en el análisis 2010-2014 se ve que mantienen una estructura estable a través de los años, tomando en cuenta los ajustes por transacciones intrasubidiarias. En ese sentido, se ha proyectado una contracción de 2.5% para el 2015 en concreto, variación que irá mejorando hasta alcanzar +1.5% a partir de 2021. Para la línea

de energía aproximadamente 16% de crecimiento en 2015 que irá reduciéndose hasta llegar a variaciones de 8% anual desde 2020. Hacia el 2025, la participación de las subsidiarias en los ingresos totales llegaría a 42%.

- El margen bruto en la línea de cementos mantendría un comportamiento similar al histórico, con dos salvedades: la primera es que en los años en los que se amplía la capacidad de planta se vería un incremento de costo de materia prima similar al visto el 2013 (por mayor importación de Clinker a causa de paralización parcial de planta); y la segunda es que para el año 2015 se espera un menor costo de combustibles por la tendencia en los precios internacionales. Para examinar la proyección del Estado de Resultados por favor revisar el Anexo 14.
- El Plan de Inversiones contempla CAPEX de mantenimiento anual de S/. 250 millones. Adicionalmente, para 2015 se considera S/. 180 millones para expansión de la Planta Condorcocha y Carpapata #3; S/. 140 millones en 2018 y S/. 420 millones en 2019, para una segunda etapa en esta expansión. Para examinar la proyección del Estado de Situación Financiera por favor revisar el Anexo 14.

Tabla 12. Flujo de caja proyectado - UNACEM

(PEN miles)	2014	2015e	2016e	2020e	2025e
Utilidad Operativa	665,876	659,401	554,217	634,094	666,446
(+) Depreciation & Amortization	399,151	448,490	446,315	433,690	381,967
EBITDA	1,065,027	1,107,891	1,000,532	1,067,784	1,048,413
(-) Impuestos	-9,804	-82,141	-55,270	-83,300	-124,792
NOPLAT (1-t)	1,074,831	1,190,032	1,055,802	1,151,084	1,173,205
Inversiones	-1,977,065	-460,856	-440,422	-297,024	-288,094
(-) CAPEX	-1,964,566	-432,000	-414,500	-250,000	-250,000
(-) Working Capital	-12,499	-28,856	-25,922	-47,024	-38,094
FCFF	-902,234	729,176	615,380	854,060	885,111
Valor Terminal	0	0	0	0	12,727,220
FCFF + Valor Terminal	-902,234	729,176	615,380	854,060	13,612,331

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Para determinar el valor terminal, se realizó el cálculo mediante la tasa a perpetuidad, estimada en las proyecciones a largo plazo del crecimiento del PBI de Perú en 3,00% para el último período proyectado 2025.

Con ello se tiene un Valor de la Empresa en S/. 9,6 millones. Para obtener el Valor para el Accionista se sustrae la deuda financiera neta de S/. 4,2 millones y el interés minoritario. Se tiene, finalmente, el Valor de Patrimonio de S/. 5,2 millones.

Al cierre del mes de diciembre de 2014, UNACEM tiene 1.646.503 acciones comunes, lo que representaría un precio calculado de S/. 3,18 por acción. Dado que actualmente el precio de la acción UNACEM1C listada en la Bolsa de Valores cotiza en S/. 1,70 por acción, se recomienda comprar.

1. Escenarios

Con el objetivo de evaluar el posible impacto de obtener resultados diferentes a los asumidos con los supuestos base, se ha considerado conveniente llevar a cabo un ejercicio de sensibilidad. En ese sentido, se plantea:

- Recoger un impacto sobre el crecimiento interanual promedio del mercado de cemento (total despachado en miles de toneladas), producto de una recuperación más lenta de la actividad económica para el año 2016 en adelante (no se ha sensibilizado 2015 por ya contar con información a setiembre del 2015 para fines comparativos).
- Sensibilizar el impacto en el margen bruto por un incremento de costos de materia prima, combustible, energía o mano de obra más allá del que conservadoramente se ha previsto en el escenario base.
- Incorporar otros factores de riesgo (ver Anexo 12) que puedan impactar en los resultados de la compañía.

Dado que el cemento corresponde a más del 50% de los ingresos de ventas, la sensibilización se ha realizado sobre la base de sus componentes. El estudio de sensibilidad para los sectores de concreto, energía y otros demostró que los factores que construyen su aporte al valor de la compañía deberían sufrir notables impactos para variar el precio calculado de la acción de modo significativo.

2. Valorización por múltiplos

La principal ventaja de considerar el análisis de múltiplos es que permite estimar la situación relativa de la empresa entre la cotización de la acción y sus fundamentos. Los principales múltiplos de los competidores de UNACEM están listados a continuación:

Tabla 13. Valorización por múltiplos

Empresa	Market Cap	D / E	ROE	EV / Rev.	EV / EBITDA	EV / EBIT	PER	P / BV
Ambuja Cements Limited	4,831.9	54.2%	13.4%	3.4 X	18.3 X	25.6 X	27.7 X	3.8 X
Lafarge Africa PLC	2,217.4	85.7%	17.2%	2.2 X	5.4 X	6.3 X	27.8 X	1.5 X
CEMEX Latam Holdings SA	2,083.7	20.5%	17.5%	3.1 X	9.4 X	11.3 X	18.8 X	
Lucky Cement LTD	1,638.8	124.1%	25.9%	2.0 X	8.5 X	10.6 X	13.3 X	3.5 X
Hanil Cement Co, LTD	767.9	21.8%	7.6%	0.9 X		8.9 X	10.0 X	0.8 X
Cementos Pacasmayo SAA	678.2	42.7%	8.2%	2.6 X	9.4 X	11.6 X	19.3 X	1.5 X
Jiangxi Wannianqing Cement Co	276.1	71.0%	20.5%	1.4 X	5.2 X	7.0 X	9.7 X	3.7 X

Fuente: Elaboración propia, 2015.

El BPA al 2014 fue de 0,18. Utilizando el múltiplo PER se puede obtener que el valor de la acción por metodología de múltiplos se encuentra en un rango de 1,74 a 5,00. El promedio resultante es 3,21, el cual es muy cercano al 3,18 obtenido por el método de flujos, lo cual permite cierta confianza sobre el resultado obtenido. En conjunto, se puede concluir que la acción se encuentra subvaluada con respecto a sus fundamentos y sería recomendable adquirirla.

Tabla 14. Análisis de sensibilidad

UNACEM (valor de la acción)	Margen EBITDA	Crecimiento Anual Promedio del Mercado de Cemento		
		Base	Conservador	
		2% 2016-2020 y 3% 2021-2025	1% 2016-2020 y 1.5% 2021-2025	0.5% 2016-2020 y 0.8% 2021-2025
Base	28.8%	3.18	2.90	2.77
	25.8%	2.90	2.57	2.41
Conservador	23.8%	2.39	2.08	1.94

Fuente: Elaboración propia, 2015.

Bibliografía

Apoyo & Asociados Internacionales SAC. (2015) *Informe Anual de Clasificación Unión Andina de Cementos SAA Mayo 2015*. [En línea] Disponible en: <http://128.121.179.224/files/instituciones_no_financieras/unacem/ca/unacem15_ca.pdf>.

Apoyo & Asociados Internacionales SAC. (2014). *Informe Anual de Clasificación Unión Andina de Cementos SAA 2014*. [En línea]. Disponible en: <http://128.121.179.224/files/instituciones_no_financieras/unacem/ca/unacem14_ca.pdf>.

Asociación de Productores de Cemento (2015). *Indicadores Económicos al 31 de Octubre de 2015*. [En línea]. Disponible en: <<http://www.asocem.org.pe/estadisticas-nacionales>>.

Banco Central de Reserva del Perú (2015). *Publicaciones y Seminarios*. [En línea] Fecha de consulta: 10/10/ 2015. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones.html>>.

Bardales, Edwin (2015). “Capeco confía que sector Construcción crezca en el 2015 pero «no será como antes»”. En: *Gestión*. 16 de abril de 2015. Fecha de consulta: 20/09/2015 <<http://gestion.pe/economia/capeco-confia-que-sector-construccion-crezca-2015-muy-poco-2129169>>.

Bolsa de Valores de Lima (2015). *Histórico de cotizaciones de ticker “UNACEMC1”*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/11/2015. Disponible en: <http://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=23900&Nemonico=UNACEMC1&Listado=|UNACEMC1>.

CENTRUM Católica (2013). *Reporte Bunkenroad UNACEM al 22 de Mayo de 2013*. [En línea]. Fecha de consulta: 15/10/2015. Disponible en: <http://centrum.pucp.edu.pe/adjunto/upload/publicacion/archivo/mbag59_grupo_4_unin_andina_cementos_del_per_sa.pdf>.

Class International Rating S.A. (2015). *Informe de calificación de riesgo. Emisión de obligaciones Furoiani Obras y Proyectos S.A.* [En línea]. Quito. Fecha de consulta: 30/09/2015. Disponible en: <<http://classinternationalrating.com/index.php/furoiani-obras-y-proyectos/finish/158/655>>.

Class Rating SAC. (2014). *Informe Anual de Clasificación Unión Andina de Cementos SAA 2014*. [En línea]. Disponible en: <<http://www.classrating.com/unacem.pdf>>.

Credicorp Capital (2015). *Reporte Anual “Andean Equities Guide 2015”*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/10/2015. Disponible en: <<http://www.credicorpcapital.com/reportes/>>.

Damodaran, Aswath (2015). *Prima de Riesgo implícita*. [Base de datos en línea]. Fecha de consulta: 20/10/2015. Disponible en: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

Godoy Fernández, Oscar Rodrigo (2006). *Desarrollo y Aplicaciones de los Cementos Mezclados Hidráulicos*. Trabajo para optar el grado de Ingeniero Civil. Guatemala: Universidad

de San Carlos de Guatemala. Disponible en:
<http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/08/08_2698_C.pdf>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015a). *Principales indicadores Macro Económicos*. [En línea]. Fecha de consulta: 5/10/2015. Disponible en:
<<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015b). *Informe Técnico N°02 PBI trimestral Mayo 2015*. [En línea]. Fecha de consulta: 2/10/2015. Disponible en: <www.inei.gob.pe>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015c). *Informe Técnico N°06 Producción Nacional Abril 2015*. [En línea]. Fecha de consulta: 7/10/2015. Disponible en:
<www.inei.gob.pe>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015d). *Informe Técnico N°07 Variación de los Indicadores de Precios de la Economía Julio 2015*. [En línea]. Fecha de consulta: 8/10/2015. Disponible en: <www.inei.gob.pe>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015e). *Boletín Especial N°17. Perú: Estimaciones y Proyecciones de Población Total, por Años Calendario y Edades Simples, 1950-2050*. [En línea]. Fecha de consulta: 12/10/2015. Disponible en: <www.inei.gob.pe>.

Intelligo S.A.B. (2013) *Reporte de Valorización UNACEM*. Información al 30 de Setiembre de 2013. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en
<<http://www.inteligosab.com/mercado-al-dia/analisis-y-estudios-economicos.html>>.

Medina Méndez, Jorge (2013). “Déficit de infraestructura en el Perú: ¡a correr!”. Sección Análisis & Opinión. En: *América Economía*. 18 de marzo de 2013. Fecha de consulta: 30/10/2015. <<http://www.americaeconomia.com/analisis-opinion/deficit-de-infraestructura-del-peru-correr>>.

Reserva federal de los Estados Unidos de América (2015). *Rendimiento histórico de las notas del Tesoro a 10 años*. [Base de datos en línea]. Fecha de consulta: 30/10/2015. Disponible en: <<http://www.federalreserve.gov/>>

Scotiabank Perú (2015). *Reportes de estudios económicos*. Departamento de Estudios Económicos. Sector construcción. 5 de Junio de 2015. Fecha de consulta: 12/09/2015. Disponible en: <<http://www.scotiabank.com.pe/Acerca-de/Scotiabank-Peru/Mas-informacion/reportes-de-estudios-economicos>>.

Unión Andina de Cementos SAA (2014) *Memoria Anual*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores: <www.smv.gob.pe>.

Unión Andina de Cementos SAA (2013) *Memoria Anual*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores: <www.smv.gob.pe>.

Unión Andina de Cementos SAA (2012) *Memoria Anual*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores: <www.smv.gob.pe>.

Unión Andina de Cementos SAA (2014). *Estados Financieros Auditados Consolidados*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores <www.smv.gob.pe>.

Unión Andina de Cementos SAA (2013). *Estados Financieros Auditados Consolidados*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores <www.smv.gob.pe>.

Unión Andina de Cementos SAA (2012) *Estados Financieros Auditados Consolidados*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/10/2015. Disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores <www.smv.gob.pe>.

Anexos

Anexo 1. Cronología de principales eventos de la empresa



Anexo 2. Plan estratégico

Visión

Ser siempre una organización líder en el mercado nacional y alcanzar una posición competitiva a nivel mundial.

Misión

Satisfacer a los clientes suministrando productos y servicios de alta calidad y precios competitivos, protegiendo nuestros derechos empresariales dentro del marco legal y creando valor para sus accionistas, trabajadores y la sociedad en general.

Valores

- Excelencia
- Responsabilidad
- Ética

Ventajas competitivas

- La ubicación estratégica, así como su estructura y tecnología en términos logísticos.
- Contar con experiencia de más de 60 años, lo que ha permitido desarrollar empresas afines que contribuyan al crecimiento del sector construcción y, en consecuencia, al desarrollo del país.

Anexo 3. Gobierno corporativo

Según el reporte de Evaluación de los 26 principios definidos por la Superintendencia de Mercado de Valores, UNACEM declara lo siguiente:

- Derechos de los accionistas.- La Compañía no incorpora en la agenda asuntos genéricos y precisa los puntos a tratar de manera individual. Los accionistas tienen derecho a introducir temas en la agenda que guarden relación con el interés social. Esto está regulado en el Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de UNACEM SAA.
- Tratamiento equitativo de los accionistas.- En el año 2011 se realizó un canje de 135.646.055 acciones de inversión por acciones comunes, a valor nominal. La oferta culminó con el aumento de capital social a S/. 1.185.703.408. De este modo, al final de ese período, quedó extinta la Cuenta Acciones de Inversión.

Del mismo modo, la Compañía cumple con elegir un número suficiente de directores capaces de ejercer un juicio independiente. Los tres directores independientes fueron nombrados por las cuatro AFP, y como está definido ellos no se encuentran vinculados con la administración ni con sus accionistas principales.

Otro aspecto notable en la declaración es que se revela que el Presidente de Directorio, Ricardo Rizo Patrón, es pariente en primer grado consanguíneo de Marcelo Rizo Patrón. Asimismo, se declara que el Director Carlos Ugás es al mismo tiempo Gerente General (Representante de SIA en la Gerencia General).

- Comunicación y transparencia informativa.- La Compañía declara que cumple con informar respecto de todos los servicios que la sociedad auditora o auditor presta a

UNACEM. En ese sentido se señala que desde el año 2009 la empresa auditora es Medina, Zaldívar, Paredes & Asociados (EY) y para proveer precios de transferencia la sociedad auditora es Deloitte & Touche SRL.

También menciona que Medina, Zaldívar, Paredes & Asociados es contratada, del mismo modo, para dictaminar los estados financieros del mismo ejercicio para otras empresas del grupo económico.

Por otro lado, la Compañía provee a sus accionistas o grupos de interés diversos canales para solicitar información, como correo electrónico, vía telefónica, internet, correo postal o directamente con la empresa. Según el Reglamento de la Junta General de Accionistas, el Gerente General es la persona encargada de recibir y tramitar las solicitudes de información.

Es importante indicar que los casos de duda sobre el carácter confidencial de la información solicitada por los accionistas o por los grupos de interés no son resueltos sobre la base de criterios adoptados por el Directorio y ratificados por la Junta General. En su lugar, adicional al Reglamento Interno de empresa, el criterio de la susceptibilidad de la información queda a discreción del Gerente General, incumpliendo parcialmente con el principio declarado.

- Auditoría Interna.- La Compañía cuenta con un área independiente encargada de auditoría interna, que jerárquicamente depende de la Gerencia General y reporta a la misma. Por tanto, en este rubro no se cumple totalmente el principio de buen gobierno corporativo referente a la relación de independencia profesional del órgano de auditoría interna. En ese sentido, la empresa declara que el auditor interno mantiene su independencia de criterio que le permite emitir sus juicios con total y absoluta imparcialidad y objetividad, y cumple su función exclusiva de planeamiento, organización y evaluación del sistema de control interno de los procesos de la Empresa para mejorar su eficacia y minimizar riesgos. Esto se describe en el Manual de Organización y Funciones de la Empresa.
- Responsabilidades del Directorio.- La Compañía declara que el Directorio cumple totalmente con sus funciones de aprobación y dirección de la estrategia corporativa, control y fiscalización de presupuestos y planes de negocios. Estas funciones se describen en el Reglamento Interno del Directorio.

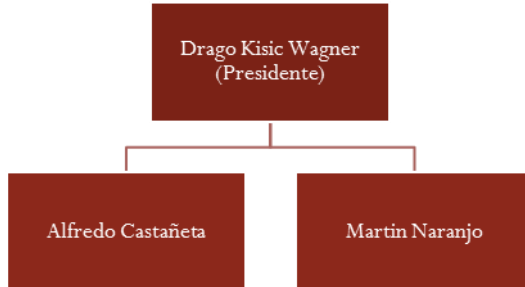
Las funciones de contratar y sustituir al gerente general y fijar y evaluar la remuneración de los principales ejecutivos descansan en el Directorio, pero para la evaluación de la remuneración de los Directores la compañía recurre a la Junta General.

La supervisión sobre los conflictos de interés, según el Código de Buenas Prácticas del Gobierno Corporativo, depende del Directorio; sin embargo, la Compañía declara que los procedimientos para aprobar transacciones entre partes relacionadas son canalizados por la Gerencia Financiera, luego de solicitar el estudio de precios de transferencia a una firma Independiente para realizarse a valores de mercado. La empresa cuenta con los respectivos estudios de precios de transferencia.

- Comité de Auditoría.- El Comité tiene las funciones siguientes: (i) Que los Estados Financieros de la Compañía y sus Notas presentan razonablemente los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo; (ii) Las calificaciones e independencia del auditor externo; (iii) El desempeño de las funciones de la auditoría interna y las del auditor externo; (iv) Las políticas, procesos contables y sistema de control interno de los informes

financieros de la Compañía, así como los cambios en ellas; y (v) El cumplimiento de las normas y reglamentos legales aplicables.

El comité de auditoría se encuentra compuesto de la siguiente manera:



- Remuneración de la plana gerencial.- Para asegurar el cumplimiento del objetivo de la Gerencia de maximizar el valor de la empresa a favor de los accionistas, su remuneración se fija en parte en función a los resultados de la Compañía.

El Gerente General es la persona jurídica Sindicato de Inversiones y Administración SA – SIA S.A., y mediante el Contrato de Gerencia se establece un honorario equivalente al 10% de la utilidad anual antes de las participaciones laborales y el impuesto a la renta. El contrato fue firmado inicialmente por 12 años, con renovación automática cada 5 años.

La plana gerencial recibe una distribución mixta (fija más variable), la cual representa el 6,75% de los ingresos brutos de la Empresa.

- Remuneración del Directorio.- El Honorario equivalente al 1% de la utilidad anual antes de las participaciones laborales y el impuesto a la renta, regulado en el Estatuto. Estas retribuciones representan respecto del total de ingresos brutos de la Empresa:

Directores	Retribuciones Totales (%)
Dependientes	0.161%
Independientes	0.054%

- Política de dividendos.- La Compañía tiene una política de dividendos trimestrales aprobada por la Junta de Accionistas. Según esta política, el Directorio aprueba la distribución de dividendos trimestrales calculada sobre la utilidad de libre disposición del trimestre correspondiente, a cuenta de tal utilidad o con cargo a los resultados acumulados.

Anexo 4. Proceso de producción del cemento



Anexo 5. Plantas y capacidad instalada

Plantas

UNACEM a la fecha cuenta con dos plantas industriales:

- Planta Atocongo (Villa María del Triunfo, Lima).
- Planta Condorcocha (La Unión Leticia, Tarma, Junín).

Capacidad instalada

Producción De Clinker

La producción de clínker disminuyó durante el primer trimestre del año 2015 en 17,8% respecto al cuarto trimestre 2014, de 1.634.780 toneladas a 1.343.486 toneladas. La disminución está relacionada con la parada del Horno 2 de la planta Atocongo, para reparación mayor iniciada en febrero y que se prolongará hasta fines de abril. Sin embargo, se mantiene un adecuado nivel de stock de clínker para atender la producción y demanda de cemento. En relación con el primer trimestre del año anterior, esta disminuyó en 12,8%.

Producción De Cemento

La producción de cemento disminuyó durante el primer trimestre de 2015 en 9,2% respecto al cuarto trimestre 2014, de 1.508.177 toneladas a 1.369.062 toneladas. En relación con el primer trimestre del año anterior, esta aumentó en 0,9%. La variación de la producción de cemento estuvo en relación directa con las necesidades del mercado.

La planta de Atocongo de UNACEM (ex Cementos Lima), cuenta con una capacidad para producir 5,5 millones de TM de cemento al año, lo que la convierte en la mayor productora de cemento en el Perú, además de contar con una capacidad de producción anual de 4,8 millones de TM de clínker.

La planta Condorcocha (ex Cemento Andino), ubicada en Condorcocha, Junín, cuenta con una capacidad de producción de clínker de 1,88 millones de toneladas, y de 2,1 millones de toneladas de cemento.

Adicionalmente, el 25 de noviembre de 2014 se adquirió UNACEM Ecuador a través de la subsidiaria Inversiones Imbabura S.A. Esta empresa cuenta con una planta cuya capacidad instalada es de 1,5 millones de toneladas anuales de cemento.

Anexo 6. Descripción de las principales empresas del grupo

Inversiones Imbabura S.A.

Fue constituida el 16 de Julio del 2014 con el objetivo de ser vehículo de compra de acciones de Lafarge Cementos S.A. (Lafarge). El 25 de noviembre de 2014, Imbabura adquirió el 98,57% del total de las acciones representativas de capital de Lafarge, cuya actividad económica es la producción y venta de cemento en la ciudad de Quito, Ecuador, con una capacidad de producción de 1,4 millones de toneladas de cemento por año. A la fecha, Lafarge tiene dos subsidiarias: Lafarge Cementos Services S.A., que se dedica a la actividad de asesoramiento en contabilidad, publicidad, auditoria y jurídica, y Canteras y Voladuras S.A., que se dedica a realizar actividades mineras, explotación y comercialización de toda clases de minerales, fundición, refinación y aleaciones de metales comunes no ferrosos tales como, cobre, plomo, cromo, magnesio, zinc, aluminio, níquel, y estaño.

La adquisición de acciones de Lafarge fue financiada por la Compañía a través de una emisión de bonos en el exterior. De acuerdo al Balance General al 31 de diciembre de 2014, los fondos transferidos de la Compañía a Imbabura fueron capitalizados por aproximadamente 1.520 millones de nuevos soles.

Durante el mes de diciembre de 2014, Imbabura efectuó adquisiciones adicionales de acciones por aproximadamente US\$ 1,7 millones, adquiriendo 139.758 acciones representativas de capital social de Lafarge. En tal sentido, al 31 de diciembre de 2014, Imbabura mantiene el 98,89% del total de las acciones representativas del capital de Lafarge. En enero de 2015, la Compañía efectuó un aporte por US\$ 327.000 (aproximadamente S/. 990.000) para adquisición de acciones.

Skanon Investments Inc. – SKANON

Es una empresa no domiciliada constituida en febrero de 2007 bajo las leyes del estado de Arizona en Estados Unidos. SKANON participa en el 93,98% de Drake Cement LLC, empresa domiciliada en Estados Unidos, la cual construyó y puso en operación una planta de cemento en el condado de Yavapai, en el norte del estado de Arizona.

Durante el año 2015, SKANON efectuó un aporte de capital por aproximadamente US\$ 2 millones, con el cual obtuvo 2.198.619 acciones representativas del capital social de la subsidiaria. Durante el año 2014, SKANON efectuó un aporte de capital por aproximadamente US\$ 23 millones, con el cual obtuvo 24.996.426 acciones representativas del capital social de la subsidiaria.

Compañía Eléctrica El Platanal S.A. - CELEPSA

Es una empresa constituida en la ciudad de Lima en diciembre de 2005. Se dedica a la generación y comercialización de energía eléctrica, utilizando recursos hidráulicos, geotérmicos y térmicos, así como a la operación de sus bienes e instalaciones en general.

Inversiones en Concreto y Afines S.A. - INVECO

Es una empresa constituida en la ciudad de Lima en abril de 1996. Se dedica a invertir en empresas dedicadas principalmente al suministro de concreto, pre-mezclado, materiales de construcción y actividades afines a través de su subsidiaria Unión de Concreteras S.A., en la cual posee el 99,9% de participación, que a su vez es dueña de un 99,9% de Firth Industries Perú S.A., dedicada al mismo rubro.

Transportes Lurín S.A. - LURIN

Es una empresa constituida en la ciudad de Lima en julio de 1990. El 1 de enero de 2013, Transportes Lurín S.A. transfiere la totalidad de su inversión en Staten Island Terminal LLC a Skanon Investments Inc. a cambio de acciones de esta compañía por un valor de US\$ 1 millón, incrementando así el costo registrado por dicha inversión, pero sin alterar su porcentaje de participación, debido a que el accionista principal realizó el aporte correspondiente para no alterar la composición accionaria.

En relación a dicha inversión, la Compañía realizó un registro por desvalorización de la inversión, la cual, al 31 de marzo de 2015 y 31 de diciembre de 2014, se estima que asciende a S/. 28 millones para ambos años.

Prefabricados Andinos S.A. – PREANSA Chile

En enero de 2014, la Compañía adquirió el 51,0% de las acciones de capital de PREANSA Chile por un importe total de US\$ 7.140.000. Dicha empresa se dedica a la fabricación, venta y alquiler de todo tipo de productos, especialmente de concreto para construcción industrializada.

Prefabricados Andinos Perú S.A.C. - PREANSA

Es una empresa constituida en la ciudad de Lima en octubre de 2007. PREANSA se dedica a la fabricación de estructuras de hormigón pretensado y prefabricado de hormigón, así como a su comercialización, tanto en el Perú como en el extranjero. En el año 2013, la Compañía constituyó una subsidiaria denominada Prefabricados Andinos S.A. en el país de Colombia, la cual a la fecha se encuentra en etapa pre-operativa.

Anexo 7. Responsabilidad social

UNACEM tiene planteamientos relacionados fuertemente con el desarrollo sostenible del Perú. En este sentido, UNACEM se propone darle valor a sus empleados y a las comunidades. Por ello, trabajan cuidando el nivel de calidad en producción, seguridad y control del impacto ambiental y uso eficiente de los recursos de actividades mineras, industriales y portuarias.

Bajo esta ideología es que desde 1996 la empresa tiene un Área de Medio Ambiente, encargada de mejorar el desempeño ambiental de la organización y de verificar que los proyectos y actividades estén enfocados bajo el principio de sostenibilidad. Asimismo, en el 2003 se creó Asociación UNACEM (antes Asociación Atocongo), cuya misión es ejecutar la política de Responsabilidad Social de la empresa.

Las prioridades de estas áreas son:

- Enfocar esfuerzos en el uso de tecnología limpia en el proceso productivo y a la mejora de capacidades en la empresa.
- Trabajar con la comunidad que forma parte de nuestro entorno. El capital humano es el inicio de la cadena de valor, además la respalda y se extiende a través de proveedores y clientes.

Las políticas de responsabilidad social a cargo de Asociación UNACEM son:

- Promover el diálogo y generar confianza entre los grupos de interés.
- Intervención de calidad, buscando soluciones profundas y acordes a las necesidades de los grupos de interés.
- Identificar que las intervenciones estén orientadas a producir retornos positivos en la sociedad, encaminados a disminuir la pobreza y la inequidad, las cuales están enmarcadas dentro de la Responsabilidad Social de UNACEM.
- Identificar y contratar con proveedores de bienes o productos, o prestador de servicios de cualquier naturaleza, basados en las necesidades delimitadas por criterios técnicos y profesionales.
- Apoyar la competencia leal, por lo que facilitan alianzas en busca del desarrollo sostenible del país.
- Procurar ser objetivos e independientes, fomentando el estricto cumplimiento de la ley.

- Promover la transparencia en los procesos y procedimientos que se aplican en torno a las prácticas internas, informando y comunicando los resultados trabajados con los grupos de interés.
- Se ha gestionado de forma ética, transparente y efectiva los recursos de los socios estratégicos, cumpliendo a cabalidad con los propósitos y principios acordados, entre los que se encuentra la rendición de cuentas sobre los procesos y resultados.

Por otro lado, los lineamientos de gestión ambiental se encuentran enmarcados en los siguientes puntos:

- Calidad ambiental
 - Gestión de las emisiones y el cambio climático
 - Gestión responsable del agua
 - Gestión integral de residuos sólidos
 - Gestión eficiente de energía
- Recursos naturales y culturales
 - Gestión de las canteras y fabricación de cemento
 - Gestión de la biodiversidad
 - Gestión de los recursos arqueológicos
- Certificaciones medioambientales
- Fortalecimiento de las capacidades internas

La Asociación UNACEM ha recibido distintos reconocimientos a nivel nacional e internacional, entre ellos, por cuidado del medio ambiente, por su Programa de Recuperación y Conservación de la Flor de Amancay (Santuario de Amancay), Programa de Aporte al Acceso de Servicios Básicos de Agua y Alcantarillado, entre otros. Paralelamente, en Tarma, también se desarrollan programas de fomento al desarrollo comunitario. En 2007 inició el uso de gas natural en la Planta de Atocongo, reemplazando parcialmente al carbón como fuente de energía. Esto les permitió liderar la emisión de Bonos de Carbono, un mecanismo internacional de descontaminación, a nivel nacional con una reducción de más del 25% en las emisiones de gases del efecto invernadero.

Anexo 8. Inversiones del sector en capacidad de planta

Inversiones en capacidad de planta

La evolución favorable del sector en los últimos años incentivó a las empresas locales a realizar inversiones para atender la demanda, no solo a nivel local sino también regional. En ese sentido, en los últimos años, UNACEM realizó inversiones por más de US\$ 570 millones en sus plantas Condorcocha y Atocongo. Además, en el 2014 decidió ingresar al mercado ecuatoriano a través de la compra del 98,57% de las acciones de Lafarge Cementos S.A. en Ecuador, por US\$ 517 millones. Cabe señalar que dicha compañía es la segunda empresa cementera ecuatoriana, con una participación de mercado de alrededor de 22%.

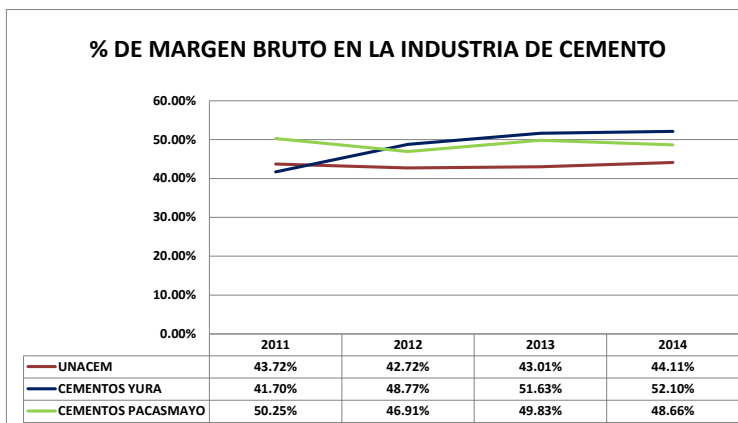
De otro lado, Cementos Pacasmayo sigue llevando a cabo la construcción de la planta de cemento ubicada en Piura (con capacidad de producción de 1,6 MM de TM de cemento y 1,0 MM de TM de clínker). A diciembre de 2014, la empresa había invertido unos US\$ 212

millones, mientras que para el 2015 se invertirán US\$ 175 millones adicionales, estimándose comenzar las operaciones en el segundo semestre del año.

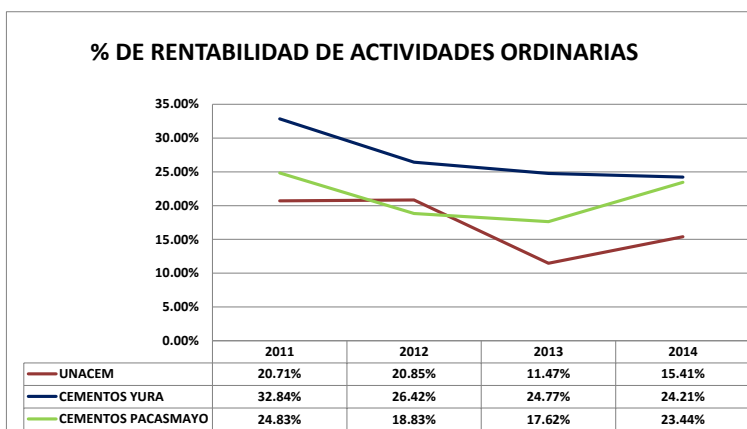
Asimismo, a diciembre del 2014, Yura había invertido unos S/. 229 millones en maquinaria, con la finalidad de construir una nueva planta de molienda de cemento, además de la finalización de la implementación de una ensacadora, una nueva línea de trituración de caliza y la construcción de un nuevo silo de almacenamiento. Asimismo, en diciembre 2014 la empresa invirtió unos US\$ 300 millones para ampliar su participación de 47,0 a 98,4% en Sociedad Boliviana de Cemento S.A. (Soboce), la principal empresa de cemento de Bolivia. En enero 2015, con el objetivo de continuar ampliando su presencia a nivel internacional, Yura suscribió un Contrato Marco de Inversión con la Empresa Pública Cementera de Ecuador mediante el cual se formaliza un compromiso de inversión por US\$ 230 millones. Dicha inversión será aportada en efectivo luego de cumplirse ciertas condiciones suspensivas establecidas, lo cual se estima se dará en el primer semestre de este año. De concretarse dicha inversión Yura participaría del 14% del mercado cementero ecuatoriano, siendo el accionista principal de dicha compañía con el 63,5% del accionariado.

Anexo 9. Precios y márgenes del cemento

A continuación se presenta un detalle de la evolución de márgenes operativos en la industria y los precios del cemento:



Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

Precio en Soles de la Bolsa de Cemento de 42.5 Kg.												
Año	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2015	S/. 19.80	+ S/. 19.91	+ S/. 19.99	+								
2014	S/. 18.25	+ S/. 18.25	+ S/. 18.26	+ S/. 18.29	+ S/. 18.27	- S/. 18.29	+ S/. 18.28	- S/. 18.27	- S/. 18.86	+ S/. 19.18	+ S/. 19.23	+ S/. 19.25
2013	S/. 18.00	+ S/. 18.22	+ S/. 18.25	+ S/. 18.24	- S/. 18.24	+ S/. 18.27	+ S/. 18.25	- S/. 18.24	- S/. 18.24	- S/. 18.24	+ S/. 18.24	+ S/. 18.24
2012	S/. 17.98	+ S/. 18.02	+ S/. 18.02	- S/. 18.04	+ S/. 18.06	+ S/. 18.02	- S/. 18.02	+ S/. 17.98	- S/. 17.97	- S/. 17.98	+ S/. 17.97	- S/. 18.00
2011	S/. 17.89	+ S/. 17.88	- S/. 17.82	- S/. 17.85	+ S/. 17.86	+ S/. 17.85	- S/. 17.83	- S/. 17.81	- S/. 17.80	- S/. 17.79	+ S/. 17.80	+ S/. 17.82
2010	S/. 17.46	+ S/. 17.55	+ S/. 17.54	- S/. 17.53	+ S/. 17.54	+ S/. 17.54	- S/. 17.54	+ S/. 17.74	+ S/. 17.82	+ S/. 17.82	+ S/. 17.83	+ S/. 17.86
2009	S/. 17.23	- S/. 17.29	+ S/. 17.25	- S/. 17.25	+ S/. 17.28	+ S/. 17.24	- S/. 17.25	+ S/. 17.25	+ S/. 17.25	+ S/. 17.30	+ S/. 17.28	+ S/. 17.29
2008	S/. 17.13	- S/. 17.11	+ S/. 17.14	+ S/. 17.13	- S/. 17.11	+ S/. 17.22	+ S/. 17.18	+ S/. 17.29	+ S/. 17.29	+ S/. 17.28	+ S/. 17.31	+ S/. 17.27
2007	S/. 17.40	- S/. 17.38	- S/. 17.35	- S/. 17.32	- S/. 17.32	+ S/. 17.32	- S/. 17.29	- S/. 17.27	- S/. 17.22	- S/. 17.20	- S/. 17.17	- S/. 17.16
2006	S/. 17.34	- S/. 17.34	+ S/. 17.38	+ S/. 17.38	+ S/. 17.37	- S/. 17.39	+ S/. 17.40	+ S/. 17.40	+ S/. 17.41	+ S/. 17.39	+ S/. 17.42	+ S/. 17.41
2005	S/. 17.17	- S/. 17.18	+ S/. 17.17	- S/. 17.18	+ S/. 17.16	+ S/. 17.18	+ S/. 17.19	+ S/. 17.32	+ S/. 17.33	+ S/. 17.35	+ S/. 17.34	+ S/. 17.35
2004	S/. 17.26	- S/. 17.28	+ S/. 17.31	+ S/. 17.38	+ S/. 17.41	+ S/. 17.27	- S/. 17.29	+ S/. 17.26	- S/. 17.24	- S/. 17.24	+ S/. 17.17	+ S/. 17.19
2003	S/. 16.96	+ S/. 17.00	+ S/. 17.00	- S/. 17.02	+ S/. 17.04	+ S/. 17.06	+ S/. 17.10	+ S/. 17.20	+ S/. 17.21	+ S/. 17.21	+ S/. 17.27	+ S/. 17.27
2002	S/. 17.00	+ S/. 17.00	+ S/. 17.00	- S/. 16.97	- S/. 16.99	+ S/. 16.98	- S/. 16.96	+ S/. 16.96	+ S/. 16.96	+ S/. 16.96	+ S/. 16.96	+ S/. 16.96
		+ Precios Subieron		- Precios Bajaron		+ Precios Se Mantuvieron						

Fuente: INEI/DNIE

Anexo 10. Política de dividendos

Política De Dividendos Aprobada En Junta General De Accionistas el 31/03/2015

El 31 de marzo de 2015 se aprobó sustituir la política de dividendos del 30 de marzo de 2009 por una nueva política de dividendos, consistente en la distribución de dividendos trimestrales en efectivo a partir de la fecha, dentro de un rango entre S/. 0,01 y S/. 0,02 por acción, con cargo a las utilidades acumuladas al 31 de diciembre de 2014, comenzando por las más antiguas y terminando por las más recientes.

Asimismo, en dicha junta se otorgó facultades al Directorio para acordar la distribución de dividendos en efectivo con cargo a los resultados acumulados al 31 de diciembre de 2014 y dentro del rango antes establecido, siempre que la situación de liquidez de la Sociedad lo permita; es decir, sujeto a que la Sociedad haya cumplido sus “covenants” financieros (obligaciones financieras contractuales) y cuente con recursos líquidos suficientes para cubrir sus costos y gastos operativos y administrativos, los desembolsos programados para sus inversiones en activos fijos y otros activos, así como para pagar los vencimientos del período por capital e intereses de las obligaciones financieras.

Anexo 11. Mercados en los que participa la empresa

La compañía elegida para el análisis solamente opera en la plaza ya descrita: Lima y zona centro del Perú, con las características oligopólicas ya mencionadas. A continuación, se describe las plazas donde indirectamente opera a través de las subsidiarias miembro del Grupo UNACEM.

Chile: En enero de 2014 se concreta la adquisición del 51% de las acciones de Prefabricados Andinos SA – PREANSA Chile, por un total de US\$ 7,14 millones. Esta compañía cuenta con más de 17 años de experiencia en el mercado chileno, y se dedica al desarrollo y fabricación de estructuras industrializadas de concreto para proyectos de naves industriales, comerciales y de infraestructura. Tiene una planta en Santiago con una capacidad instalada de 24.000 m³. Al igual que en PREANSA Perú, la compañía se opera en sociedad con la empresa española PRAINSA. La facturación durante el año 2014 fue de \$ 19,6 millones, lo que representa un crecimiento de 13% con respecto al 2013. Este crecimiento se explica por contratación de nuevas obras para desarrollo de puentes (Panamericana Sur y Norte de Chile) y edificación industrial, así como obras para la gran minería.

Colombia: En el año 2014 se realizaron aportes de capital a PREANSA-Colombia por S/. 4,6 millones para la construcción de una fábrica de estructuras industrializadas de concreto de gran envergadura en las afueras de Bogotá (zona de Cundinamarca), con una capacidad anual de 15.000 m³. Las pruebas de puesta en marcha están planificadas para el último trimestre del 2015. La inversión aproximada es de US\$ 10 millones, y se espera que la fábrica empiece a operar en el primer trimestre del año 2016.

Ecuador: Sin lugar a dudas, el hecho de mayor importancia durante el 2014 fue la adquisición de Lafarge Cementos SA, hoy UNACEM Ecuador SA. Esta operación tardó varios meses debido a que requirió la aprobación de entes reguladores en Ecuador, como la Superintendencia de Control de Poder de Mercado y la Superintendencia de Compañías y Valores. UNACEM Ecuador cuenta con una planta ubicada en Otavalo, provincia de Imbabura. Tiene una capacidad de producción de 1 millón de toneladas de clínker y de casi 1,5 millones de toneladas de cemento. Su operación está integrada con reservas de caliza desde hace más de 60 años, y una amplia red de distribución que le permite atender eficientemente al mercado ecuatoriano.

Estados Unidos: En el año 2014 UNACEM ha realizado aportes de capital a Skanon Investments Inc. por US\$ 23,5 millones. Esta Compañía opera como vehículo de inversión del grupo para controlar Drake Cement, LLC y Drake Materials, en Arizona, EEUU. El mercado de cemento en Arizona tuvo una caída de 3,0% durante el 2014 en relación con el año anterior. Por esta razón las ventas de Drake Cement fueron de 314.941 toneladas de cemento y 140.000 toneladas de clínker. Las ventas totales registradas sumaron US\$ 37,6 millones, que representa un crecimiento de 31,4% respecto al año anterior. Las favorables condiciones de los EEUU presentadas a fines de 2014 permiten una proyección de crecimiento del 10,0% anual para los próximos 5 años en Arizona.



Anexo 12. Análisis de riesgos

Los riesgos identificados que pueden afectar los resultados de la empresa y/o las proyecciones de flujos se encuentran listados a continuación:

- **Riesgo país.-** Los resultados operativos y la situación financiera de UNACEM podrían ser afectados por cambios en la política económica del país u otros acontecimientos

económicos o políticos que no se vislumbran actualmente. Si bien es cierto el riesgo país del Perú ha logrado ubicarse por debajo del promedio de la región Latinoamérica, este indicador es muy sensible ante cambios en la política económica del país y, por lo tanto, puede influir en los resultados y proyecciones de UNACEM. Asimismo, un eventual deterioro de la actividad económica podría afectar el ingreso familiar de la población y repercutir en la demanda de cemento proveniente de la autoconstrucción, que representa el 60% del consumo de cemento del país.

Después del subsector autoconstrucción, el estado peruano es el segundo agente económico más importante que explica la demanda por cemento. En ese sentido, la demanda de cemento estaría vinculada en alguna medida al ritmo de inversiones del Estado en infraestructura, demanda que hasta cierto punto es poco predecible.

- **Aumento de costos podría afectar la rentabilidad.-** Existen ciertos factores que podrían afectar los costos adversamente, tales como los cambios en los costos de electricidad. Los combustibles, al ser *commodities*, están sujetos a la volatilidad de sus precios, incluyendo incrementos que podrían hacer menos rentable la producción en determinadas operaciones. Cabe mencionar, que a 2014 los costos del Emisor se encontraban distribuidos de la siguiente manera: el combustible (33%), la caliza (19%), la energía (14%), los fletes (13%), las bolsas (8%), los refractarios (2%), asistencia técnica (3%) y otros (8%).
- **Riesgo de devaluación o depreciación de la moneda y control cambiario.-** Desde el año 1991 no existen controles de cambio en el Perú. Las transacciones de compra y venta de moneda extranjera se realizan al tipo de cambio de libre mercado, con cierta intervención del Banco Central de Reserva.
- **Riesgo de tasa de interés.-** UNACEM utiliza instrumentos financieros derivados como “*swaps*” de moneda extranjera y de tasas de interés para cubrir los riesgos de tasa de cambio y tasa de interés, respectivamente. El resultado de su medición de valor razonable impacta en el Estado de Resultados Integrales.
- **Riesgo Social.-** A pesar de la disminución de las actividades terroristas a inicios de los noventa, no se puede garantizar que estas no vuelvan a ocurrir, afectando la actividad socioeconómica del país y las operaciones y resultados del Emisor. Asimismo, en el pasado se han realizado reclamos por reivindicaciones sociales, económicas o de otra índole por parte de algunos sectores de la sociedad que ha llevado a brotes de violencia y vandalismo contra la propiedad pública y privada, cuyo efecto en las operaciones y resultados del UNACEM es difícil de determinar.
- **Riesgo de Cambios en la Legislación.-** UNACEM está sujeto a una serie de disposiciones legales para llevar a cabo sus operaciones. Por esta razón, eventuales cambios en la legislación podrían afectar la forma en la que se vienen desarrollando las actividades de la empresa.

Cambios en las leyes tributarias aplicables a UNACEM podrían afectar sus operaciones. En este sentido, no puede garantizarse que las normas tributarias que resultan aplicables al Emisor no experimenten modificaciones en el futuro, ni que dichas modificaciones no tengan efectos adversos en sus operaciones.

- **Efectos del fenómeno del Niño en el sector construcción.-** Debido a su ubicación geográfica, el Perú regularmente está sujeto a variaciones climáticas como resultado del

fenómeno del Niño, que podría afectar el nivel de actividad económica del país, ello podría conllevar a que las operaciones y resultados de UNACEM se vean afectados

- **Ingreso de nuevos competidores.-** Si bien las importaciones no aparentan representar un factor de riesgo para los productores locales, el eventual ingreso de un competidor nuevo podría captar parte del mercado abastecido hoy en día por alguna de las empresas ya establecidas y, con ello, perjudicar de alguna manera sus operaciones.
- **Clasificación de Riesgo.-** La clasificación de riesgo de la entidad podría afectar el nivel de tasas de deuda que la empresa podría obtener en el mercado y de esta forma afectar el VAN calculado de la empresa producto de los flujos proyectados, haciendo que la recomendación varíe.

Anexo 13. Cálculo de WAAC

- **Costo de Capital:** se parte de una tasa libre de riesgo de 3,19%, que es el rendimiento promedio de las notas del tesoro americano a 10 años. Se ha considerado una prima de riesgo de 5,75%, que es la prima promedio en los mercados desarrollados. Se suma a ello el *spread* del bono soberano sobre el bono americano (EMBI+) para el ajuste por riesgo país. Finalmente el Beta asignado es de 1,21, en base al *benchmark* Cementos Pacasmayo (ADR).
- **Costo de Deuda:** Previendo una subida de tasas de interés interbancaria, así como un incremento natural del coste financiero por el crecimiento en apalancamiento financiero de Unacem, se está asumiendo un costo de deuda de largo plazo de 6,90% (5,40% tasa promedio 2014). A este costo de deuda se le aplica el escudo fiscal de 26% en base a la tasa de impuesto a la renta que aplicará en el largo plazo.
- **Estructura de Deuda y Capital:** Se tomó la estructura promedio del Estado de Situación proyectado al 2025.

Costo de Capital (%)	13.0%
Tasa Libre de Riesgo (T-10y) (%)	3.19%
Premio Por Riesgo (%)	5.75%
Beta	1.21
Riesgo País	2.35%
Costo de Deuda (%)	5.11%
Costo de Deuda antes de Impuesto (%)	6.90%
Tasa de impuesto (%)	26.0%
Porcentaje de Deuda y Capital	
Deuda (% sobre Deuda + Capital)	38.7%
Capital (% sobre Deuda + Capital)	61.3%
Inflación Perú 2015	3.66%
Inflación USA 2015	1.21%
Factor de Corrección	1.02
Ke (PEN)	13.3%
Kd (PEN)	7.1%
WACC CON AJUSTE DE MONEDA	10.18%

- Luego de realizar el ajuste de moneda (paridad de tasas de inflación EEUU-Perú) se obtiene el WACC en moneda nacional para aplicar al descuento de los flujos proyectados.

Anexo 14. Proyección de Estado de Resultados

Estado de Resultados	2014	2015e	2016e	2020e	2025e
Ingresos	3,096,107	3,145,031	3,241,155	3,675,361	4,355,469
Costo de Ventas	-2,074,862	-2,096,113	-2,285,691	-2,569,829	-3,133,792
Utilidad Bruta	1,021,245	1,048,918	955,464	1,105,533	1,221,676
Gastos Operativos	-355,369	-389,517	-401,248	-471,439	-555,230
Utilidad Operativa	665,876	659,401	554,217	634,094	666,446
Depreciación y Amortización	399,151	448,490	446,315	433,690	381,967
EBITDA	1,065,027	1,107,891	1,000,532	1,067,784	1,048,413
Costos Financieros (neto)	-214,589	-319,612	-310,393	-297,280	-170,047
Participación en la ganancia neta de	3,165	120,000	120,000	150,000	150,000
Otros Gastos/Ingresos	-145,376	-166,429	-166,429	-166,429	-166,429
Utilidad Antes de Impuestos	309,077	293,359	197,394	320,385	479,970
Impuestos	-9,804	-82,141	-55,270	-83,300	-124,792
Utilidad Neta	299,273	211,219	142,124	237,085	355,178
Participaciones no controladoras	188,067	215,754	215,754	215,754	215,754
Acciones en Circulación (miles)	1,646,503	1,646,503	1,646,503	1,646,503	1,646,503
Utilidad por Acción Común	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Flujo de Efectivo	698,424	659,709	588,439	670,775	737,145
Flujo de Efectivo por Acc. Común (\$/.)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

Anexo 15. Proyección de Estado de Situación Financiera

Balance General	2014	2015e	2016e	2020e	2025e
Activos	10,254,702	10,316,093	10,379,177	10,474,665	10,088,003
Activo Circulante	1,433,446	1,557,735	1,662,799	1,976,809	2,412,806
Efectivo e Inversiones Temporales	135,982	104,258	118,475	215,982	293,441
Cuentas por Cobrar	566,898	646,239	665,991	755,211	894,959
Inventarios	699,682	775,275	845,393	950,485	1,159,074
Otros Activos Circulantes	30,884	31,964	32,941	55,130	65,332
Inversiones Financieras	14,812	14,812	14,812	14,812	14,812
Activos Fijos	7,025,281	7,007,663	6,973,673	6,776,406	5,968,231
Otros Activos de LP	397,627	360,625	360,625	360,625	360,625
Pasivos	6,321,083	6,255,234	6,225,730	5,727,546	4,163,060
Pasivo Circulante	1,914,107	1,852,305	2,124,173	3,790,133	3,245,146
Proveedores	590,689	717,847	782,771	880,078	1,073,217
Otros Pasivos de CP	150,030	150,030	150,030	150,030	150,030
Deuda Financiera CP	534,256	520,000	890,000	890,000	20,000
Deuda Financiera LP	3,706,407	3,702,360	3,400,987	1,236,843	217,344
Deuda Financiera Total	4,240,663	4,222,360	4,290,987	2,126,843	237,344
Patrimonio	3,933,619	4,060,858	4,153,447	4,747,119	5,924,943
Interes Minoritario	215,754	215,754	215,754	215,754	215,754