



“VALORIZACIÓN DE CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.”

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

Presentado por

Sr. Luis Francisco Ortiz Esteban

2016

Resumen ejecutivo

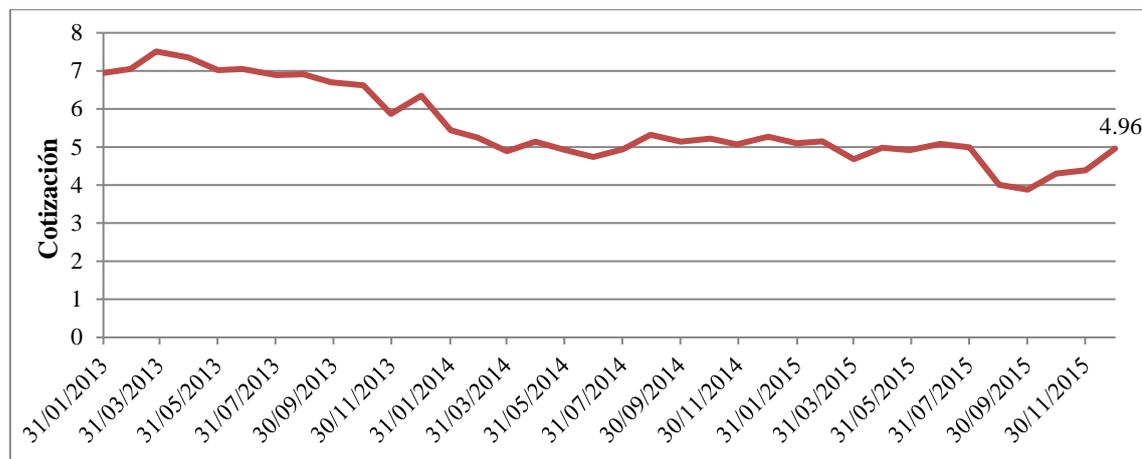
Cementos Pacasmayo es una empresa sólida, líder en el mercado de cemento del Perú, con un desarrollo en infraestructura significativa y estrategias innovadoras que apuntan a un crecimiento importante como empresa. Por ello, se considera que las buenas perspectivas de la economía peruana, la ejecución de importantes proyectos de infraestructura por la gran brecha que existe en el norte del País, la proximidad de unas elecciones en las que todos los candidatos apuntan al desarrollo económico, y el tener un mercado exclusivo e importante, impactarán positivamente en el crecimiento de Cementos Pacasmayo.

Cementos Pacasmayo despliega desde hace unos años, diversas estrategias en busca de su desarrollo, con respecto a las inversiones tenemos la nueva planta de Piura, con su eficiente uso de tecnologías de punta, además de su ubicación estratégica, asimismo las próximas modernizaciones que realizará en su planta emblema de la ciudad de Pacasmayo, buscando que esta planta también sea eficiente y moderna. Respecto a estrategias operativas, sigue implementando políticas y procedimientos con el fin de bajar los costos de producción principalmente, para así hacer posible que los márgenes de la empresa se incrementen en los próximos años.

En el año 2015, a pesar de la desaceleración de la primera mitad del año y de las menores ventas, la utilidad neta de Cementos Pacasmayo tuvo un incremento de 11,77% con respecto al año anterior. La compañía, desde hace unos años atrás, gestiona de manera eficiente sus costos y gastos logrando una reducción en costos de 2,28% y una reducción en gastos de 3,03%, ambos con respecto al año 2014. Cementos Pacasmayo terminó el año 2015 con un margen EBITDA de 36,66% que fue 2,84% mayor que el año anterior.

Usando la metodología de valorización por flujos de caja descontados, se obtuvo en la valorización de acciones comunes de la compañía, un valor de S/ 5,60 por acción, con un potencial de apreciación de 13,00%, el cual, se considera que, será impulsado por la mayor demanda de cemento en el norte del país, así como por la capacidad y eficiencia operativa que tiene Cementos Pacasmayo para atenderla. Este valor es superior al valor de mercado de la acción. Se estima que las ventas de la compañía tendrán un CAGR de 7,77% y el EBITDA, un CARG de 9,23% durante los años de proyección. El margen EBITDA se mantendrá en un promedio de 38%.

Gráfico 1. Precio de la acción común de Cementos Pacasmayo



Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

Tabla 1. Datos básicos

Indicadores	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos (miles de soles)	623.677	656.659	784.576	829.307	822.496	818.875
EBITDA (miles de soles)	217.801	233.467	240.854	288.656	278.152	300.162
Deuda financiera (miles de soles)	307.255	549.594	215.455	824.022	883.564	1.012.406
Caja (miles de soles)	120.029	330.316	415.327	904.730	525.643	101.084
Margen bruto	52,36%	50,25%	46,91%	49,83%	48,66%	49,61%
Margen EBITDA	34,92%	35,55%	30,70%	34,81%	33,82%	36,66%
Margen neto	23,72%	24,83%	18,83%	18,77%	23,44%	26,32%

Fuente: Estados financieros de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

**Tabla 2. Principales estimaciones del flujo de caja descontado para el período proyectado.
(En miles de soles)**

Indicadores	2016E	2018E	2020E	2022E	2024E	2025E
Ingresos por actividades ordinarias	1.268.365	1.720.898	1.948.549	2.210.713	2.513.062	2.681.340
EBIT	364.418	515.024	580.985	656.198	746.866	796.339
EBITDA	427.176	690.821	756.360	848.198	970.280	1.033.126
FCFF	152.269	155.993	231.632	249.644	288.312	305.099

Fuente: Estimaciones propias en base a diversa información pública de la compañía y del país. Elaboración propia.

Tabla 3. Información general de la valorización

Indicadores	Valor
Valor estimado por acción (S/.)	5,60
Cotización "CPACASC1" al 31/12/15 (S/.)	4,96
Potencial de apreciación	13,00%
Acciones comunes	531.461
Capitalización bursátil (miles de soles)	2.978.719
WACC	10,08%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,43%
Valor subsidiarias (miles de soles)	785.509

Fuente: Estimaciones propias basadas en diversa información pública de la compañía y del país. Elaboración propia.

Índice de contenidos

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
Capítulo I. Descripción del negocio	1
1. La empresa	1
1.1. Capacidad de plantas de cemento	2
1.2. Entidades subsidiarias	3
2. Líneas de negocio.....	3
2.1. Productos.....	3
3. Tipos de clientes.....	5
3.1. Participación en despachos de cemento	6
4. Áreas geográficas.....	6
Capítulo II. Análisis del macroambiente	8
1. Macroambiente internacional.....	8
2. Macroambiente regional.....	8
3. Macroambiente doméstico	8
Capítulo III. Análisis de la industria, análisis de Cementos Pacasmayo.....	10
1. La industria cementera en el Perú	10
2. Análisis de Porter de Cementos Pacasmayo	11
2.1. Modelo de las 5 fuerzas de Porter	11
3. Análisis FODA de Cementos Pacasmayo	12
3.1. Fortalezas	12
3.2. Oportunidades	12
3.3. Debilidades.....	12
3.4. Amenazas	13

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales	14
1. Posicionamiento competitivo	14
2. Factores organizativos y sociales	15
2.1. Organización	15
2.2. Cultura corporativa	17
2.3. Gobierno Corporativo	17
2.4. Entorno y responsabilidad social	18
Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....	19
1. Análisis operativo	19
2. Análisis de ratios	20
2.1. Ratios de liquidez.....	20
2.2. Ratios de solvencia.....	21
2.3. Ratios de rentabilidad.....	22
3. Características de inversión.....	22
4. Características de financiamiento	23
4.1. Emisión de bonos	23
4.2. Acciones.....	25
4.3. Dividendos	26
Capítulo VI. Valoración	28
1. Supuestos de proyecciones.....	28
2. Costo del capital.....	30
3. Métodos de valorización	32
4. Justificación de uso de los métodos	34
Capítulo VII. Análisis de riesgos.....	35
1. Análisis de sensibilidad.....	35
2. Análisis de escenarios	36
2.1. Escenario base: S/ 5,60 (apreciación de 13,00%)	36

2.2. Escenario pesimista: S/ 4,23 (depreciación de 14,71%)	36
2.3. Escenario optimista: S/ 6,30 (apreciación de 27,05%).....	36
3. Riesgos	36
3.1. Riesgos no considerados en la valoración.....	37
3.1.1. Riesgos climatológicos.....	37
3.1.2. Riesgos sociales	37
Capítulo VIII. Resumen de inversión.....	38
1. Resultados	38
2. Recomendaciones.....	39
Bibliografía	41
Anexos	45

Índice de tablas

Tabla 1.	Datos básicos	iii
Tabla 2.	Principales estimaciones del flujo de caja descontado para el período proyectado	iii
Tabla 3.	Información general de la valorización	iv
Tabla 4.	Tipos de cemento.....	4
Tabla 5.	Estadísticas industria cementera 2006 – 2014	10
Tabla 6.	Despacho de cemento y participación de mercado.....	14
Tabla 7.	Estructura del accionariado	15
Tabla 8.	Directorio de Cementos Pacasmayo	16
Tabla 9.	Gerencia.....	16
Tabla 10.	Comités en Cementos Pacasmayo	16
Tabla 11.	Cultura de Cementos Pacasmayo	17
Tabla 12.	Ratios de liquidez	20
Tabla 13.	Ratios de solvencia	21
Tabla 14.	Ratios de rentabilidad	22
Tabla 15.	Capex.....	23
Tabla 16.	Datos sobre la emisión de bonos	24
Tabla 17.	Cronograma de deuda.....	24
Tabla 18.	Emisión de acciones comunes	25
Tabla 19.	Acciones comunes	26
Tabla 20.	Dividendos distribuidos 2010 – 2015.....	27
Tabla 21.	Estimación de ingresos Cemento Pacasmayo.....	30
Tabla 22.	Costo promedio ponderado de capital	31
Tabla 23.	Flujo de caja libre proyectado	33
Tabla 24.	Determinación de la tasa de crecimiento perpetuo	33
Tabla 25.	Valor estimado de la acción	34
Tabla 26.	Sensibilización del precio ante variación del “g” y el WACC	35

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Precio de la acción común de Cementos Pacasmayo	iii
Gráfico 2.	Desagregado de ingresos por tipo de producto.....	5
Gráfico 3.	Participación en despachos totales de cemento	6
Gráfico 4.	Zona de influencia de Cementos Pacasmayo	7
Gráfico 5.	Márgenes Cementos Pacasmayo 2010-2015	19
Gráfico 6.	Composición del WACC	31

Índice de anexos

Anexo 1.	Estado de resultados - Cementos Pacasmayo S.A.A.	46
Anexo 2.	Balance General - Cementos Pacasmayo S.A.A.	47

Capítulo I. Descripción del negocio

1. La empresa

Cementos Pacasmayo es una empresa peruana que forma parte del Grupo Hochschild, uno de los principales grupos económicos del país. El Grupo Hochschild, fundado en 1911, cuenta con dos divisiones de negocio: la división minera, a través de Hochschild Mining PLC y subsidiarias, y la división industrial, a través de Cementos Pacasmayo y subsidiarias. Además, el grupo tiene alcance en el sector educativo a través de los institutos técnicos TECSUP y de la universidad UTEC, dos instituciones educativas sin fines de lucro, de primer nivel y en busca de mejorar este sector en el país¹.

La empresa a valorizar es una compañía constituida por ley como una sociedad anónima abierta, que ubica sus operaciones en la región norte del país. Cuenta con 58 años de experiencia en el mercado nacional de cemento, desarrollando una importante cultura organizativa y operando con altos estándares de calidad y de buen Gobierno Corporativo. La compañía produce cemento y cal, que son utilizados en el sector construcción y en diversas operaciones mineras respectivamente. Cementos Pacasmayo cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) (ticker: CPACASC1) desde 1995 y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE por su nombre en inglés) (ticker: CPAC) desde febrero del 2012.

Cementos Pacasmayo es considerada la segunda cementera más grande en el Perú, y es la líder y principal abastecedora de cemento en el norte. Como principales activos, cuenta con una moderna planta de cemento en la ciudad de Pacasmayo y una nueva planta de cemento en la ciudad de Piura, que fue inaugurada en setiembre del año 2015.

La compañía basa su estrategia de largo plazo en un modelo de sostenibilidad, es decir, trabajar con sus grupos de interés, además de buscar la mejora continua en todos sus procesos y velar por el cuidado del medio ambiente. También despliega una importante estrategia operativa fundamentada en la disminución de costos, buscando el incremento de sus márgenes operativos. Por ejemplo, viene desarrollando múltiples innovaciones, como disminuir el porcentaje de uso de Clinker (65%) en la fabricación del cemento; esto ha conllevado un ahorro de costos, así como un beneficio al medio ambiente, ya que en una estimación de la misma compañía “se dejaría de emitir 500.000 toneladas menos de CO₂” (Cementos Pacasmayo 2016).

¹ El nivel de propiedad es absoluta en ambas Asociaciones Civiles por de E. Hochschild.

Entre los hechos más importantes de la historia de Cementos Pacasmayo:

- Año 1957: Se inicia producción con el primer horno de Clinker.
- Año 1980: Se crea la distribuidora Distribuidora Norte Pacasmayo (DINO), entidad subsidiaria de mayor importancia para la compañía.
- Año 1995: Se empieza a cotizar en la BVL.
- Año 2012: Se empieza a cotizar en la NYSE. La planta de Pacasmayo, por primera vez, despacha más de dos millones de toneladas métricas (TM) de cemento en un año.
- Año 2015: Cementos Pacasmayo inauguró, en setiembre, su nueva planta de cemento en Piura, sosteniendo que es la planta de cemento más moderna del Perú y de Latinoamérica.

El mercado principal de Cementos Pacasmayo está en la región norte del país, la cual en los últimos años demostró una desaceleración, debido a menores inversiones del sector público y también del sector privado. A pesar de ello, las ventas, en general, no han disminuido fuertemente; dado que la demanda proveniente del segmento de la autoconstrucción, se ha mantenido. El segmento de la autoconstrucción² representa para la compañía, aproximadamente, el 60% de las ventas de cemento.

1.1. Capacidad de plantas de cemento

Cementos Pacasmayo S.A.A. cuenta con dos plantas productoras de cemento y de Clinker, ubicadas en la región norte.

La planta de Pacasmayo inició operaciones en el año 1957 y cuenta con 3 hornos horizontales y 6 hornos verticales³. Su capacidad instalada de producción de cemento es de 2,9 TM por año. Esta planta ha sido modernizada a través de varios años y es la segunda planta de mayor producción de cemento en el Perú. La gerencia de Cementos Pacasmayo ha indicado, luego de la puesta en marcha de la nueva planta de Piura, que seguirán modernizando esta planta en los siguientes años, apostando por su automatización de procesos.

La nueva planta de Piura inició operaciones en setiembre del 2015. Su capacidad instalada es de 1,6 TM anuales de producción de cemento. Su inversión total fue de US\$ 350 millones aproximadamente. La capacidad de producción está estimada entre 60% y 70% para los primeros 2 años de operación, para luego operar al 100% de su capacidad, ya que será la

² Se denomina sector autoconstrucción al consumidor final (persona natural) que demanda cemento para la construcción de sus casas.

³ Algunos hornos verticales de la planta de Pacasmayo operan ineficientemente.

principal abastecedora de las ciudades cercanas de la planta. Esta nueva planta traerá mejoras operativas al tener procesos de despacho automatizados y tecnología de punta, así como otros grandes beneficios como es la eliminación de uso de Clinker importado y el cierre de hornos verticales ineficientes. Todo esto, sumado a la reducción de los costos de producción y transporte, repercutirá en el incremento de los márgenes operativos de la compañía.

1.2. Entidades subsidiarias

Dentro de su estructura corporativa, Cementos Pacasmayo cuenta con 6 entidades subsidiarias al 31 de diciembre del 2015: Cementos Selva S.A.⁴ y subsidiarias, Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L.⁵, Compañía de Transmisión Guadalupe S.A.C.⁶, Fosfatos del Pacífico S.A.⁷, Salmueras Sudamericanas S.A.⁸ y Calizas del Norte S.A.C.⁹.

En la presente valorización se ha tomado el valor por múltiplos de Cementos Selva, Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C. y Calizas del Norte S.A.C., debido al valor agregado que le ofrecen a Cementos Pacasmayo.

2. Líneas de negocio

Cementos Pacasmayo se dedica, principalmente, a la producción de cemento y de cal. Los tipos de cemento que vende la compañía se elaboran de acuerdo con las diversas necesidades de sus clientes y las exigencias climatológicas del Perú, específicamente de su zona de influencia. Sus productos son fabricados con los más altos estándares de control de calidad; una muestra de ello son las diversas certificaciones de calidad en sus procesos y productos.

2.1. Productos

Los productos de Cementos Pacasmayo son los siguientes:

- Cemento
- Cementos tradicionales: mezclados con Clinker¹⁰ y yeso

⁴ Giro: producción de cemento.

⁵ Giro: distribución y comercialización de cemento.

⁶ Giro: proveedora de energía eléctrica.

⁷ Giro: proyecto de explotación y comercialización de fosfato.

⁸ Giro: proyecto de extracción de salmueras y comercialización de sus insumos químicos.

⁹ Giro: explotación de piedra caliza.

¹⁰ Principal componente del cemento. Es resultado de la molienda de piedra caliza. Puede llegar hasta el 90% del cemento.

- Cementos adicionados: además de la mezcla de clinker y yeso, adicionalmente usan minerales en diferentes proporciones, lo que hace que se use menos clinker.
- Cal
- Cal Viva Prime: se emplea en numerosos procesos industriales.

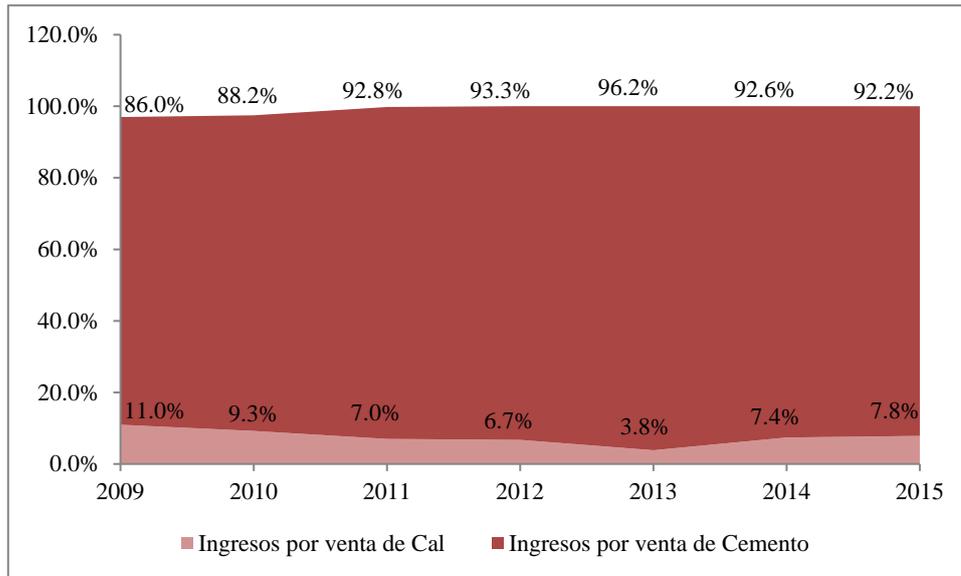
Tabla 4. Tipos de cemento

Cementos tradicionales	
Tipo I	Mayores resistencias iniciales. Menores tiempos de fraguado
Tipo V	Alta resistencia a los sulfatos
Cementos adicionados	
Antisulfito con Fortimax 3 ¹¹	Moderada resistencia a los sulfatos. Resistente al agua de mar. Moderado calor de hidratación. Baja reactividad con agregados álcali-reactivos
Extraforte ICo	Moderado calor de hidratación. Mejor trabajabilidad
Extradurable HS	Alta resistencia a los sulfatos. Baja reactividad con agregados álcali-reactivos. Alta resistencia al agua de mar. Resistente a medios ácido leves (pH>4). Moderado calor de hidratación

Fuente: Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

¹¹ Representó el 42% de venta de cemento el año 2014.

Gráfico 2. Desagregado de ingresos por tipo de producto



Fuente: Estados financieros de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

3. Tipos de clientes

El modelo de ventas de Cementos Pacasmayo considera que la distribución se realice a través de tres canales: masivo, industrial y segmento público. Debido a esta segmentación, es posible clasificar a sus clientes en tres segmentos: segmento de autoconstrucción, segmento industrial (compañías privadas) y segmento público (compañías del sector público).

Cementos Pacasmayo creó la entidad subsidiaria DINO, con la finalidad de que comercialice y distribuya todos sus productos. Cementos Pacasmayo vende la totalidad de su producción de cemento a su subsidiaria DINO, que luego las distribuye a sus diferentes canales para así llegar al consumidor final.

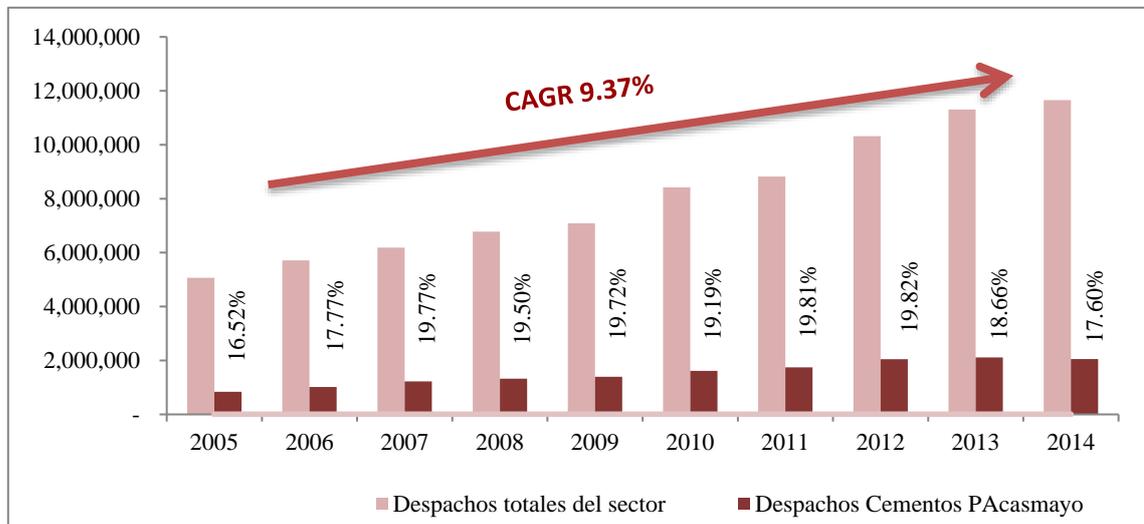
Cementos Pacasmayo ha desarrollado una de las redes de distribución para materiales de construcción más importantes del país, a través de su entidad subsidiaria DINO, logrando un importante número de puntos de venta en su zona de influencia geográfica, en las ciudades de Tumbes, Piura, Jaen, Chiclayo, Pacasmayo, Trujillo, Chimbote, Cajamarca, Rioja-Moyobamba y Tarapoto-Yurimaguas. Además, en el último año implementó un nuevo modelo de distribución a través de una red de asociados, llegando al 100% de ferreterías de las zonas urbanas de ciudades como Trujillo, Chiclayo, Cajamarca y Piura.

En cuanto al precio de venta de cemento, “Cementos Pacasmayo entre el primer y segundo trimestre del año 2015, la compañía incrementó el precio de sus productos en un 3% y luego en 1,5% más, y a pesar de ello se logró mantener su participación de mercado” (Eastern 2015).

3.1. Participación en despachos de cemento

Cementos Pacasmayo S.A.A., sin contar con su entidad subsidiaria Cementos Selva, ha logrado desde el 2005 al 2014 un promedio de participación del 18,84% de despachos de cemento sobre los despachos totales del sector, con un CAGR de 9,37%. En el año 2014, presentó un decrecimiento en sus despachos de 2,80%, y para el año 2015 se asume un decrecimiento de 4,23% calculado sobre la base de las ventas registradas en el año 2015, según los estados financieros al 31 de diciembre del 2015.

Gráfico 3. Participación en despachos totales de cemento



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática. Elaboración propia.

4. Áreas geográficas

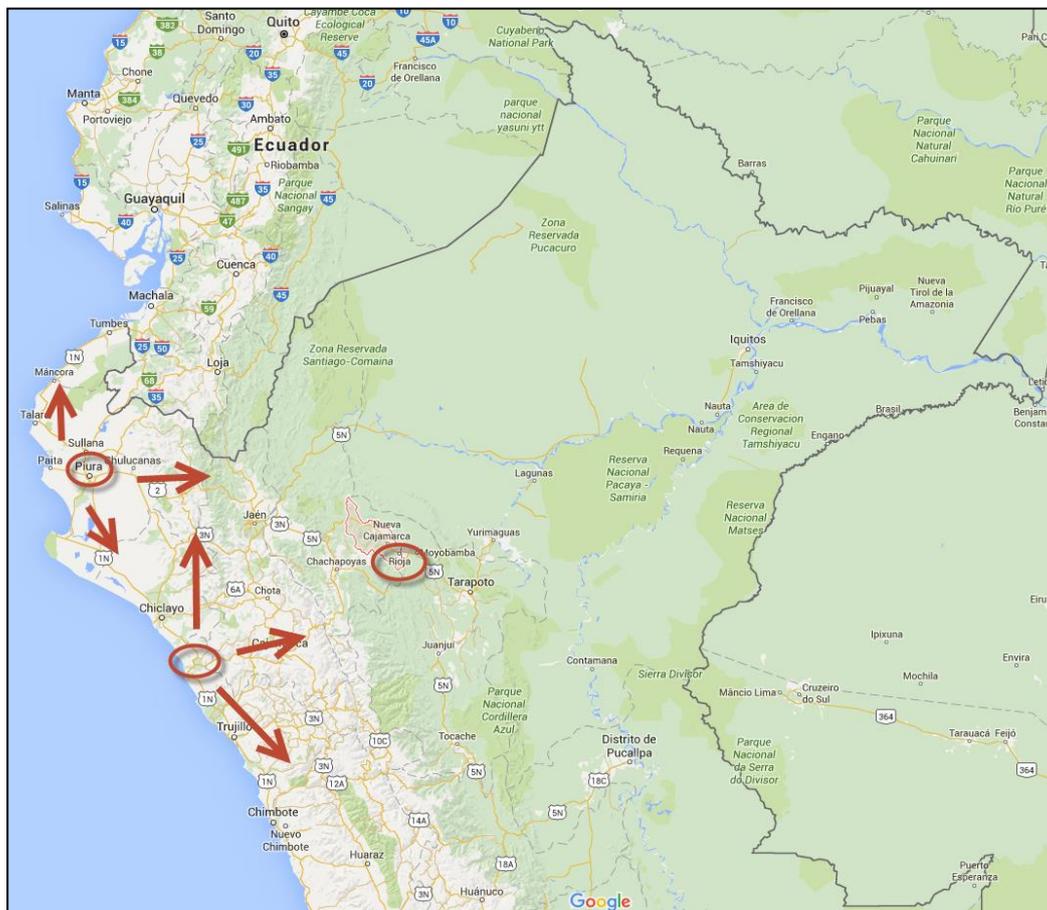
Cementos Pacasmayo es la única empresa cementera en el norte del país. Geográficamente sus operaciones abarcan desde los departamentos de Tumbes hasta Ancash. Su zona de influencia comprende, aproximadamente, unos 1.065 km de norte a sur. Para afrontar esta demanda, Cementos Pacasmayo tiene dos plantas estratégicamente ubicadas: una en la ciudad de

Pacasmayo, en el Departamento de La Libertad, y la nueva planta en la ciudad de Piura, en la misma región. Su subsidiaria Cementos Selva cuenta con una planta en la ciudad de Rioja, en el Departamento de San Martín, en la selva del Perú.

La compañía posee la capacidad de atender el 100% de su demanda, a través de sus plantas estratégicamente ubicadas y de su brazo comercial, su subsidiaria DINO, distribuye eficazmente todo el cemento en su zona de influencia, siendo eficaz también en los costos de transporte y distribución.

De acuerdo con los resultados del 4to Trimestre de Cementos Pacasmayo (2015), la región norte del Perú representa el 23% de la población y el 14% del PBI.

Gráfico 4. Zona de influencia de Cementos Pacasmayo



Fuente: Google Maps, 2016.

Capítulo II. Análisis del macroambiente

1. Macroambiente internacional

En el año 2015, la economía mundial permaneció en niveles muy bajos de crecimiento, al igual que en los años anteriores, demostrando así una lenta y desigual recuperación. Las economías de mercados desarrollados lograron un ligero repunte; mientras que las economías de mercados emergentes siguieron desacelerándose lentamente.

Según el Fondo Monetario Internacional, “el crecimiento mundial fue de 3,1% en el año 2015 y se proyecta que para los años 2016 y 2017 el crecimiento será de 3,4% y 3,6% respectivamente”. (FMI 2016).

La desaceleración de China, la caída de los precios de las materias primas, las condiciones más restrictivas en financiamiento y las tensiones en algunas economías siguen impactando en el moderado crecimiento.

De acuerdo con el Banco Central de Reserva del Perú (2015), el crecimiento de China para el 2015 fue de 6,9% y se debió básicamente a su sector industrial.

China desarrolla un papel muy importante en la economía mundial y del Perú, debido a que demanda altos volúmenes de materias primas. Durante más de 30 años su crecimiento fue de 10% promedio anual.

2. Macroambiente regional

Las economías de Latinoamérica siguieron desacelerándose en el año 2015; el impacto se debió principalmente a la caída de los *commodities*, la depreciación de las monedas frente a la apreciación de dólar estadounidense y la desaceleración china. Esta desaceleración de los países de Latinoamérica se prolonga desde el año 2010.

Según el Banco Mundial (2016), la economía de Latinoamérica, para el año 2016, permanecerá igual que en el año 2015, es decir, con un crecimiento muy lento.

3. Macroambiente doméstico

El Perú tuvo un crecimiento importante en su PBI en la década del 2000, con picos de hasta 9%¹²; pero en los últimos años, la economía peruana se enfrenta a resultados mixtos de crecimiento. Los últimos meses del 2015¹³ demostrarían una ligera recuperación en comparación de los resultados obtenidos en el año 2014 y en la primera mitad del 2015. Esta recuperación, se proyecta sea gradual en el mediano plazo debido a los buenos fundamentos macroeconómicos del país y se estima que repercutiría en el sector construcción, ya que, entre otros factores, gracias a la nueva clase media (resultado del crecimiento mencionado) y sumado a que la población del país es relativamente joven, esta debería demandar vivienda en el mediano y largo plazo. Otra variable de expectativa en el crecimiento del sector es que se podría dar inicio a importantes proyectos mineros paralizados, así como el aumento de la inversión en infraestructura privada y pública.

Entre los principales factores que impactaron en la reducción del sector construcción en el Perú se encuentran: (i) la reducción del gasto público, puesto que no se ejecutaron o se retrasaron programas de inversión de los gobiernos regionales y locales, y (ii) las exportaciones se vieron afectadas por la caída del sector minero.

Recientemente, el Gobierno ha lanzado una serie de incentivos que apuntan a mejorar el sector construcción y de vivienda, como son, el acceso a la vivienda a través de alquileres en los que el inquilino tiene una opción para comprar una casa y así crear un historial de crédito; este programa está dirigido a 16.000 hogares. Otra apuesta importante es la compra de viviendas a través de *leasing*; esta modalidad permite reducir el riesgo del financista y dará lugar a una tasa de interés más baja y compra sin una cuota inicial. Según ProInversión, “en la región La Libertad, se cuenta con más de S/. 1,100 millones para ejecutar proyectos a través del mecanismo *Obras por Impuestos*, lo que representa 9 veces más que lo comprometido hasta el momento” (Diario El Comercio Oct. 2015).

¹² En el año 2008, el PBI peruano alcanzó el 9,14% anual, el porcentaje más alto desde el año 2000.

¹³ En diciembre del 2015, el PBI alcanzó el 6,39%, variación mensual más importante del año.

Capítulo III. Análisis de la industria, análisis de Cementos Pacasmayo

1. La industria cementera en el Perú

En el Perú existen cuatro grupos de familias empresariales que, con sus ocho fábricas productoras de cemento, abastecen a todo el mercado nacional. Este, a su vez, se encuentra dividido en tres regiones: norte, centro y sur. El costo de producción es similar entre las empresas de cemento; por lo tanto, en el caso de que dos empresas compitan, sería básicamente en costos de transporte, energía, combustible y materias primas. Esta división del mercado nacional en regiones ha formado monopolios en el norte y sur, y un oligopolio en el centro.

Durante los últimos años, la industria ha tenido una caída considerable, debido a la desaceleración de la economía nacional. A pesar de ello, Cementos Pacasmayo decidió apostar por las oportunidades que surgirán en el mercado que aún tiene mucho potencial de crecimiento, por ello siguió invirtiendo en la búsqueda de optimizar sus operaciones, reforzar sus estrategias comerciales y acrecentar sus capacidades de producción.

Tabla 5. Estadísticas industria cementera 2006 – 2014

Sector	2006	2008	2010	2012	2014
PBI Construcción	15,01%	16,82%	17,84%	15,82%	1,66%
Despacho de cemento- Cementos Pacasmayo (TM)	1.015.587,00	1.321.755,00	1.616.082,00	2.045.266,00	2.050.798,39
Despacho Total de Cemento (TM)	5.714.305,03	6.777.088,45	8.419.663,70	10.318.911,59	11.654.393,83
Δ Cementos Pacasmayo	21,26%	8,12%	15,67%	17,03%	-2,80%
Participación Cementeras	17,77%	19,50%	19,19%	19,82%	17,60%

Fuente: INEI. Elaboración propia.

Según la Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional (AFIN), el país tendrá una brecha de infraestructura de mediano y largo plazo de US\$ 90.734 millones entre el 2021 y 2025 (AFIN 2015).

En la región norte, zona principal de influencia de Cementos Pacasmayo, existen cuatro proyectos de gran envergadura, que impactarán en el crecimiento de Cementos Pacasmayo:

- Refinería de Talara. “Cementos Pacasmayo fue contratado para suministrar el cemento, y otros para el proyecto. Al 31 de diciembre del año 2015 despachó cerca del 26% del total de cemento requerido” (Cementos Pacasmayo. Resultados 4to trimestre 2015: 7).

- Chavimochic. “Cementos Pacasmayo estima que para el 31 de diciembre del 2015 haya despachado el 5.5% del cemento requerido” (Cementos Pacasmayo. Resultados 4to trimestre 2015: 7).
- Longitudinal de la Sierra. “Cementos Pacasmayo fue contratado para suministrar el cemento, y otros para el proyecto. Al 31 de diciembre del año 2015 despachó cerca del 60% del total de cemento requerido” (Cementos Pacasmayo. Resultados 4to trimestre 2015: 7).
- Nueva ciudad de Olmos. “Al segundo semestre del año 2015, el gobierno anunció la licitación pública del proyecto urbano más grande de la historia del Perú, en la ciudad de Lambayeque. La inversión se estima en alrededor de S/ 600 millones, que incluye la construcción de 22.800 viviendas, así como las áreas comunes comerciales y recreativos, hospitales, escuelas, carreteras, parques industriales, entre otros” (Eastern 2015).

Los tres primeros proyectos no conllevan un riesgo que impida su ejecución. El gobierno está apoyando con un crédito de US\$ 1.000 millones (Eastern 2015).

2. Análisis de Porter de Cementos Pacasmayo

2.1. Modelo de las 5 fuerzas de Porter

- 1) Poder de negociación de los clientes: Baja. Cementos Pacasmayo es el único productor de cemento en el norte del Perú. Incrementó sus precios el primer semestre del 2015, manteniendo la misma participación de mercado.
- 2) Rivalidad entre las empresas: Baja. El mercado peruano de cementos está dividido por zonas geográficas. Solo Cementos Pacasmayo opera y vende cemento en el norte del país. Las demás empresas de cemento peruanas venden y distribuyen en las regiones centro y sur. Con la nueva planta de cemento de Piura, la compañía ha logrado levantar una barrera fuerte de entrada, puesto que cubre estratégicamente todo el norte del país.
- 3) Amenazas de los nuevos entrantes: Baja. Hace varios años se tiene la información de que Cemex desearía construir una planta de cementos con una producción de un millón de TM por año. Esto aún no sucede, pero la mayoría de importaciones que se realiza en el país son de Cemex. Además, desde el 2007 Cemex cuenta con más de 1.000 puntos de venta en Lima y comercializa su marca Quisqueya, por lo tanto, aún no tiene presencia en la zona de influencia de Cementos Pacasmayo. El hecho de que el mercado cementero sea un mercado monopolístico por regiones hace atractivo ingresar a competir; por ello, siempre es un riesgo latente que ingresen nuevos competidores. La región norte, entre las tres regiones del Perú,

es la menos atractiva para nuevos competidores por lo estratégico del posicionamiento de Cementos Pacasmayo; la región centro siempre es atractiva y la sur también, debido a la minería. Además, se sabe que Cementos Interocéánicos construirá una planta de cemento en la región del sur en los próximos años.

- 4) Poder de negociación de los proveedores: Media. La piedra caliza proviene de sus propias canteras. Parte de su estructura corporativa se encuentra la Empresa de Transmisión Guadalupe, que provee energía a la planta de Cementos Pacasmayo. En cuanto al petróleo y el carbón, se depende del precio internacional.
- 5) Amenaza de productos sustitutos: Baja. No se vislumbra en el futuro cercano un reemplazo al cemento.

3. Análisis FODA de Cementos Pacasmayo

3.1. Fortalezas

- Formar parte de uno de los grupos económicos más importantes del país.
- Única empresa cementera con presencia en la región norte del país.
- Eficiente gestión compañarial (reconocimientos IGBGC¹⁴). Además, de ser la primera empresa de cementos en el Perú en listar en el NYSE.
- Ubicación estratégica de sus plantas, cerca de su zona de influencia.

3.2. Oportunidades

- El crecimiento esperado del país y del sector construcción en particular.
- Capacidad de financiarse en el extranjero¹⁵, debido a sus exitosas emisiones de acciones y de deuda.
- Pago de impuestos a través de la construcción de proyectos de infraestructura.
- Promoción del sector inmobiliario, a través de la implementación de nuevos esquemas de financiación, tales como el arrendamiento inmobiliario.
- Oportunidad de abastecer a países vecinos con proyección de crecimiento en el sector construcción.

¹⁴ Índice general de buen Gobierno Corporativo de la BVL.

¹⁵ Cementos Pacasmayo cotiza sus acciones en la NYSE y sus bonos, en la Bolsa de Valores de Irlanda.

3.3. Debilidades

- Mercado concentrado en zona norte del país (durante el año 2012 la compañía vendió un monto superior a los 2,2 millones de TM de cemento, básicamente todo el cemento que se consumió en la región norte del Perú).
- Mayor concentración de venta en consumidores finales (auto construcción).

3.4. Amenazas

- Alta correlación con el PBI de la región norte¹⁶.
- Riesgo de arancel cero para cemento importado.

¹⁶ Correlación de 0,80 en los años analizados.

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales

1. Posicionamiento competitivo

El mercado de cemento en el Perú está compuesto por cuatro grupos de familias empresariales distribuidos en seis empresas productoras de cemento:

- i) Zona norte: Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, del Grupo Hochschild
- ii) Zona centro: Unacem, del Grupo Rizo-Patrón¹⁷
- iii) Zona centro: Cementos Inca, de la Familia Choy¹⁸
- iv) Zona sur: Cementos Yura y Cementos Sur, del Grupo Rodríguez Banda¹⁹

Cementos Pacasmayo, a lo largo de los últimos años, viene consolidando su posicionamiento comercial con diversas estrategias, en búsqueda de fortalecer su marca en el mercado:

- En el año 2011, se logró la licencia de la marca Perú para sus diversos productos.
- En el año 2012, se incursionó exitosamente en diferentes redes sociales, abriendo más canales de comunicación con el público objetivo.
- En el año 2013, se creó el Comité Consultivo Comercial, con la intención de seguir fortaleciendo el posicionamiento de sus marcas de cemento. El comité está compuesto por experimentados ejecutivos de distintas industrias.
- En el año 2014, se continuó con la estrategia de desarrollar a los maestros de obra en su zona de influencia. Además, se implementó un modelo de subdistribución a ferreterías.

Tabla 6. Despacho de cemento y participación de mercado

Región Norte						
(En miles de toneladas métricas)					nov-15	
Planta	2011	2012	2013	2014	LTM	% Part.
C. Pacasmayo	1.748	2.045	2.110	2.051	2.011	17,9%
C. Selva	196	200	240	296	290	2,6%
Importaciones	47	29	34	40	20	0,2%
Total	1.991	2.274	2.384	2.387	2.321	20,7%
Región Centro						
(En miles de toneladas métricas)					nov-15	
Planta	2011	2012	2013	2014	LTM	% Part.
Unacem	4.709	5.315	5.612	5.701	5.565	49,6%
Caliza Inca	104	157	288	383	360	3,2%
Importaciones	351	409	465	461	507	4,5%
Total	5.164	5.881	6.365	6.545	6.432	57,5%

¹⁷ Grupo donde destaca su compañía de cemento Unacem.

¹⁸ Negocio principal de cementos desde el 2002.

¹⁹ Grupo donde destaca su compañía de lácteos Gloria.

Región Sur						
(En miles de toneladas métricas)					nov-15	
Planta	2011	2012	2013	2014	LTM	% Part.
Grupo Yura	1.709	2.203	2.515	2.600	2.461	21,9%
Total	1.709	2.203	2.515	2.600	2.461	21,9%
Total nacional	8.864	10.358	11.264	11.532	11.214	100,0%

Fuente: Resultados 4to trimestre 2015 Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

2. Factores organizativos y sociales

2.1. Organización

Cementos Pacasmayo S.A.A. se constituyó en el año 1957 como sociedad anónima abierta y permanece así hasta la fecha. Sus acciones se cotizan en la BVL desde el año 1995, así como en NYSE. Cementos Pacasmayo es una subsidiaria de Inversiones ASPI S.A.²⁰ (ASPI), compañía que posee el 50,0% de las acciones comunes al 31 de diciembre del 2015.

Los órganos de dirección de Cementos Pacasmayo son los siguientes:

- 1) La Junta General de Accionistas (JGA), órgano principal de la compañía, que manifiesta la voluntad social y toma las principales decisiones de la compañía.

Tabla 7. Estructura del accionariado

Accionista	Participación (%)
ASPI	50,00%
Fondos de pensión (AFP)	15,00%
Programa ADR	18,00%
Otros	17,00%

Fuente: Corporate Presentation. Fourth Quarter 2015. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

- 2) El Directorio, órgano elegido por la JGA. Es el órgano ejecutor de las decisiones tomadas por la JGA. Ejerce facultades de representación y dirección de la compañía.

²⁰ Antes Inversiones Pacasmayo S.A. se dedica a la compra y venta de valores. También produce y comercializa cemento y cal, entre otros.

Tabla 8. Directorio de Cementos Pacasmayo

Nombre	Cargo	Director desde
Eduardo Hochschild Beeck	Presidente del Directorio	03/04/1991
Roberto Dañino Zapata	Vice-Presidente del Directorio	10/06/2008
Rolando Antonio Arellano Cueva	Director independiente	30/03/2011
Raimundo Morales Dasso	Director	27/03/2008
Hilda Ochoa-Brillembourg	Director independiente	10/10/2011
Felipe Ortiz de Zevallos Madueño	Director independiente	25/03/2014
Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio	Director	27/03/2008
Dionisio Romero Paoletti	Director independiente	22/03/2005
Robert Patrick Bredthauer	Director suplente	28/03/2003
Manuel Ferreyros Peña	Director suplente	27/03/2008

Fuente: Web de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

3) La gerencia, órgano de administración de la compañía.

Tabla 9. Gerencia

Nombre	Cargo
Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio	Gerente General
Carlos Julio Pomarino Pezzia	Vicepresidente Negocio Cementero
Manuel Ferreyros Peña	Vicepresidente de Administración y Finanzas
Jorge Javier Durand Planas	Vicepresidente Legal
Ricardo Rodolfo Jordan Musso	Gerente Central de Desarrollo Industrial
Juan Guillermo Teevin Vasquez	Gerente Central de Ingeniería y Proyectos
Joaquin Larrea Gubbins	Gerente Central de Desarrollo Corporativo
Hugo Pedro Villanueva Castillo	Gerente Central de Operaciones Pacasmayo-Rioja
Carlos Paul Cateriano Alzamora	Gerente Central de Responsabilidad Social Compañaral
Alfredo Romero Umlauff	Gerente Central de Proyecto Piura
Diego Reyes Pazos	Gerente Central de Cadena de Suministro
Tito Alberto Inope Mantero	Gerente Central de Planificación Industrial

Fuente: Web de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

4) Comités

El Directorio delega en los comités algunas de las principales actividades de la compañía:

Tabla 10. Comités en Cementos Pacasmayo

Comité Ejecutivo	Comité de Buen Gobierno Corporativo
Nombre	Nombre
Eduardo Hochschild Beeck	Felipe Ortiz de Zevallos Madueño
Roberto Dañino Zapata	Roberto Dañino Zapata
Raimundo Morales Dasso	Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio
Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio	Eduardo Hochschild Beeck

Comité de Auditoría	Comité de buenas prácticas en libre competencia
Nombre	Nombre
Hilda Ochoa-Brillembourg	Rolando Antonio Arellano Cueva
Rolando Antonio Arellano Cueva	Raimundo Morales Dasso
Felipe Ortiz de Zevallos Madueño	Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio
	Eduardo Hochschild Beeck

Fuente: Web de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

2.2. Cultura corporativa

Cementos Pacasmayo desarrolla su cultura a través de su misión, visión, compromiso y valores, los cuales son parte integral de los lineamientos centrales de la compañía y se transmiten a todos los colaboradores al hacerlos partícipes de un compromiso real con la cultura y los objetivos organizacionales.

Tabla 11. Cultura de Cementos Pacasmayo

Misión	Ser una compañía innovadora que se especializa en cemento, así como cal y materiales de construcción.
Visión	Ubicarse dentro del 10% de compañías cementeras más rentables y comprometidas con el medio ambiente en Latinoamérica.
Compromiso	Creación de valor mediante la innovación, la calidad, la eficiencia operativa y el cuidado del medio ambiente.
Valores	Creatividad, excelencia, integridad, responsabilidad y trabajo en equipo.

Fuente: Web de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

2.3. Gobierno Corporativo

Cementos Pacasmayo tiene como uno de sus mayores compromisos implantar un alto nivel de Gobierno Corporativo. Es decir, tener la máxima transparencia en sus actividades e información financiera, lo que conlleva establecer y mantener relaciones sólidas y duraderas, así como relaciones de confianzas con sus clientes, inversionistas y con el Estado. Para esto, se establecieron diferentes comités validados por consultoras externas. Al ser una compañía que cotiza en la bolsa, cumple con los 26 principios²¹ de buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas.

²¹ Basados en la Ley Sarbanes-Oxley.

En el año 2015, la BVL eligió a Cementos Pacasmayo como parte del índice de buen Gobierno Corporativo que está compuesto solo por diez empresas, las cuales ostentan los más altos estándares de Gobierno Corporativo.

2.4. Entorno y responsabilidad social

Desde hace varios años, Cementos Pacasmayo está comprometida a impulsar los grupos, asociaciones y comunidades cercanas a sus zonas de influencia, con énfasis en la educación y la salud, así como diversos programas en busca de mejorar la calidad de vida de las personas.

La educación es lo más importante para la compañía, por ello es que a través de Tecsup imparte clases de capacitación técnica en los centros de difusión técnica (CDT) en sus zonas de influencia. Además, ha creado un fondo de crédito educativo en Tecsup Trujillo, especialmente orientado a jóvenes de comunidades cercanas y escasos recursos económicos de La Libertad para que puedan estudiar y luego devolver las pensiones financiadas cuando laboren.

Respecto de la salud, Cementos Pacasmayo en coordinación y alianza con el Estado, ha creado algunos programas para llevar atención médica a zonas de difícil acceso. Asimismo, se realizan campañas médicas periódicamente.

En cuanto al desarrollo local, se llevan a cabo programas con el objetivo de apoyar en el desarrollo de ciertas actividades como la “Arpillera de Tembladera”, en la que se brinda la capacitación necesaria en tecnología, ventas y gestión comercial.

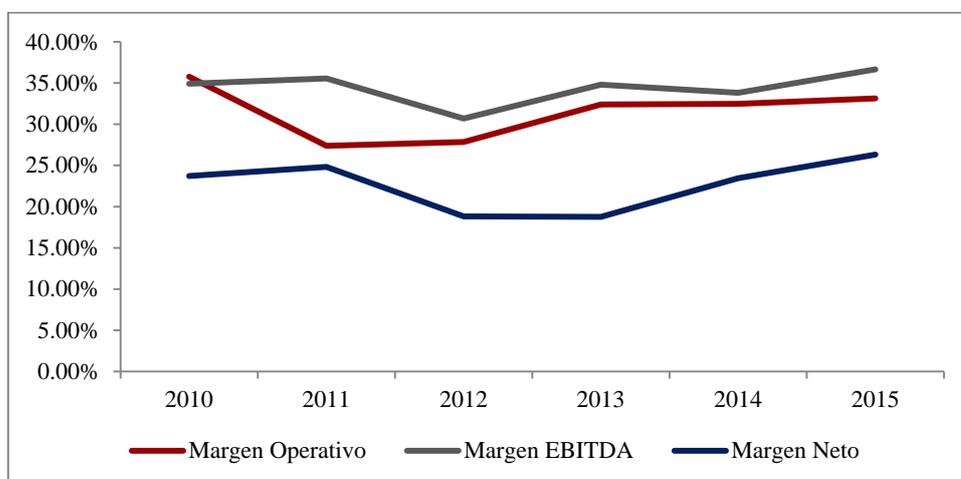
Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión

1. Análisis operativo

Cementos Pacasmayo durante el periodo analizado (2009 – 2015), tuvo en sus ventas un CAGR del 5,83%. Cabe precisar que las ventas, en el año 2014, tuvieron un descenso de 0,82% y en el año 2015 tuvieron un descenso de 0,44%. Estos resultados se deberían a la desaceleración presentada desde el año 2014, donde se tuvo un PBI construcción de apenas 1,66% (el más bajo en los 10 últimos años) y un PBI de la región norte²² (área geográfica en que opera la compañía) de -1,24%. Para el mismo periodo analizado, los costos y gastos tuvieron un CAGR del 6,29% y 4,23% respectivamente.

El margen bruto del año 2015 fue de 49,61% (0,95% mayor al año anterior), el margen operativo tuvo un leve incremento de 0,66% con respecto al año 2014 (de 32,47% a 33,13%) debido a menores costo de ventas que tuvo una reducción de 2,28% en comparación con el año anterior y así como menores gastos de ventas y administrativos que tuvieron una disminución de 3,03% con respecto al año anterior. Estas reducciones estuvieron acordes con la política de la compañía de ahorro en costos y gastos. En cuanto a la utilidad, a pesar de la disminución de ventas (0,44% menor al año anterior), se obtuvo un incremento de 11,77% con respecto al 2014, y el margen neto pasó de 23,44% en el 2014 a 26,32% en el 2015.

Gráfico 5. Márgenes Cementos Pacasmayo 2010-2015



Fuente: Estados Financieros Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

²² Variables económica que impactan en los ingresos de Cementos Pacasmayo

2. Análisis de ratios

2.1. Ratios de liquidez

Tabla 12. Ratios de liquidez

Ratio	2010	2011	2012	2013	2014	2015
General	1,26	2,35	6,11	12,38	6,58	3,72
Prueba ácida	0,72	1,68	4,35	9,75	4,71	1,96
Prueba defensiva	0,55	1,31	3,07	8,20	3,52	0,70

Fuente: Estados financieros de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

En cuanto a la liquidez de Cementos Pacasmayo, se aprecia que a partir del año 2012, sus ratios de liquidez son mucho más robustos que en los años anteriores; es decir, el resultado de la razón corriente y la prueba ácida se encuentran en 6,11x y 4,35x respectivamente en comparación al año anterior con 2,35x y 1,68x respectivamente. Estos resultados se debieron, principalmente, a la emisión de nuevas acciones equivalente a S/ 660 millones, lo que se destinó a pagar deudas bancarias con entidades locales y a incrementar caja para el proyecto de la planta de Piura.

Para el año 2013, los ratios de liquidez siguen siendo robustos, ya que a la emisión de acciones del año 2012, en el año 2013 Cementos Pacasmayo, emitió bonos corporativos vendidos en el mercado internacional y recaudó S/ 762 millones. Los ratios de razón corriente y prueba ácida se encontraron en el orden de 12,38x y 9,75x respectivamente. Los fondos obtenidos fueron usados para cancelar toda la deuda financiera mantenida con el BBVA e incrementar caja para el proyecto de la planta de Piura.

En el año 2014, la caja de Cementos Pacasmayo se vio reducida notablemente (-41,90% con respecto al año anterior), debido a que se inició la construcción de la nueva Planta de cemento en Piura (último trimestre 2013) y se hicieron grandes compras de equipos y maquinaria para esta planta. Por esta razón, se halló un descenso en la razón corriente y prueba ácida, ubicándose en 6,58x y 4,71x respectivamente.

En el año 2015, la razón corriente y prueba ácida se ubicaron en el orden de 3,72x y 1,96x respectivamente, debido al descenso de caja por el uso de fondos para terminar la construcción de la planta de Piura, lo que, a su vez, impactó en un menor resultado en el activo corriente por

S/ 534,2 millones (-45,59% con respecto al año anterior). Cabe señalar que Cementos Pacasmayo no presenta pasivos financieros de corto plazo.

2.2. Ratios de solvencia

Tabla 13. Ratios de solvencia

Ratio	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Endeudamiento patrimonial	0,59	0,83	0,25	0,54	0,55	0,67
Grado de autonomía financiera	0,63	0,55	0,80	0,65	0,64	0,60
Razón de endeudamiento	0,37	0,45	0,20	0,35	0,36	0,40
Endeudamiento patrimonial de LP	0,34	0,56	0,17	0,48	0,48	0,59
Cobertura de intereses (EBIT)	15,47	9,16	7,63	6,99	8,04	7,05
Cobertura de intereses (EBITDA)	16,31	12,64	8,91	7,99	9,11	8,26

Fuente: Estados financieros de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

En el año 2012, Cementos Pacasmayo, gracias a los fondos obtenidos por su emisión de nuevas acciones por S/ 660 millones y a operaciones derivadas por el uso de estos fondos con sus entidades subsidiarias, incrementó su total activo en 25,61% con respecto al año anterior; por el lado del total pasivo, este disminuyó en 44,70% por el pago de parte de su deuda a largo plazo, lo que dio como resultado que el ratio razón de endeudamiento se ubique en 0,20x en comparación de 0,45x del año anterior. En cuanto al ratio de autonomía financiera en este período alcanzó el 0,80x en comparación del 0,55x del año anterior; y esto se explica por las nuevas acciones emitidas registradas en el patrimonio, el cual se incrementó en 83,91%.

Para los años 2013 y 2014, los ratios de razón de endeudamiento y grado de autonomía financiera fueron muy similares, ambos estuvieron en el orden de 0,36x y 0,65x respectivamente. Estos niveles son explicados por la emisión de bonos internacionales corporativos (Senior Unsecured Notes²³) por US\$ 300 millones en el mercado internacional.

Para el año 2015, los ratios de razón de endeudamiento y grado de autonomía financiera se mantuvieron cercanos a los dos años anteriores. La única deuda que mantiene Cementos Pacasmayo proviene de la emisión de bonos corporativos del año 2013, cuyo cupón de 4,5% es pagadero semestralmente. El valor razonable calculado al 31 de diciembre del 2015 asciende a S/ 974,98 millones, considerando un YTM²⁴ del 5,621%.

²³ Valores de deuda con prioridad en caso de quiebra.

²⁴ Tasa extraída de Bloomberg con ticker CPACPE a diciembre 2015.

2.3. Ratios de rentabilidad

Tabla 14. Ratios de rentabilidad

Ratío	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margen neto	23,72%	24,83%	18,83%	18,77%	23,44%	26,32%
ROA	10,78%	9,61%	6,97%	5,24%	6,23%	6,66%
ROE	17,17%	17,58%	8,66%	8,06%	9,68%	11,09%
Margen EBITDA	34,92%	35,55%	30,70%	34,81%	33,82%	36,66%

Fuente: Estados financieros de Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

En el año 2014, Cementos Pacasmayo registró un crecimiento de 23,90% en su utilidad neta con respecto al año anterior (de S/ 155,6 millones a S/ 192,8 millones). Esto se debió a: (i) reducción del 15,46% en gastos financieros provenientes del pago de cupones semestrales y (ii) reducción del 69,77% en la diferencia de cambio neto, originado por contratos de cobertura de flujos efectivo sobre los bonos corporativos. Los ingresos financieros de la compañía se redujeron, ya que vencieron los depósitos a plazo y fueron usados como efectivo para afrontar la inversión de planta de Piura. El margen neto en este ejercicio fue de 23,44%.

El margen EBITDA en el año 2014 fue de 33,82% (0,99% menor al año anterior), como resultado de un descenso en los ingresos de 0,82% e incremento en costos y gastos de ventas en 1,50% y 12,59% respectivamente. Por otro lado, el ROE de Cementos Pacasmayo fue de 9,68% (1,62% por encima al año 2013), impulsado por un adecuado nivel de apalancamiento financiero.

En el año 2015, la utilidad neta tuvo un incremento de 11,77% mayor que el año anterior, debido, principalmente, a la reducción en costos de 2,28% (de S/ 422,2 millones a 412,6 millones) y (ii) reducción en gastos de 3,03% con respecto al 2014. Por otro lado, el margen EBITDA fue de 36,66% (2,84% mayor que el 2014), debido a la mayor eficiencia en costos y gastos, y presentó un ROE de 11,09% impulsado por el adecuado nivel de apalancamiento financiero mostrado por la compañía.

3. Características de inversión

La principal inversión de Cementos Pacasmayo en muchos años ha sido la construcción y equipamiento de su nueva planta de cemento en Piura, planificada con una inversión de US\$ 386 millones; sin embargo, al finalizar la obra, la compañía comunicó que la inversión habría

sido de US\$ 350 millones aproximadamente. Esta planta de cemento y Clinker cuenta con una capacidad máxima de 1,6 millones de TM de cemento por año. Esta inversión fue financiada con una emisión de bonos internacionales corporativos (Senior Unsecured Notes) cotizados en la Bolsa de Valores de Irlanda, con una tasa cupón de 4,5% semestral. Esta nueva planta es estratégica para la compañía, ya que permitirá reducir costos, dejar de importar Clinker y no depender del precio internacional, así como tener una mejor y eficiente distribución de su producto en su zona de influencia.

Luego de la inauguración de la planta de Piura, Cementos Pacasmayo se planteó como nuevo objetivo, el de invertir en su planta de la ciudad de Pacasmayo, a fin de optimizar su producción y mejorar sus procesos de despacho y control de producción. A parte de inversiones en infraestructura, la compañía tiene dos proyectos de gran envergadura: el proyecto de Salmueras y el de Fosfatos.

Tabla 15. Capex (millones de soles)

Proyectos	2015
Planta de Piura	415,7
Proyectos Planta Pacasmayo	11,2
Proyecto Fosfatos	37,4
Otros	0,2

Fuente: Resultados 4to trimestre 2015. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

4. Características de financiamiento

4.1. Emisión de bonos

Cementos Pacasmayo, el 1 de febrero 2013 emitió bonos corporativos con un valor nominal de US\$ 300 millones *bullet* a 10 años, con una tasa cupón de 4,5% y un rendimiento de 4,625%. Los bonos están listados en la Bolsa de Valores de Irlanda bajo la Rule 144 A²⁵ y la Regulación S del US Securities Act. de 1933. La operación de emisión de deuda tuvo unos ingresos netos de US\$ 293.646.000 con equivalencia en soles a S/ 762.067.000. Los bonos fueron calificados por Fitch como BBB⁻²⁶ y por S&P BB⁺²⁷.

²⁵ Norma estadounidense de eliminar el período de dos años de tenencia de un título para poder revenderlo.

²⁶ Grado bajo medio de riesgo.

²⁷ Sin grado de inversión especulativo

Con lo recaudado, se prepagarían deudas contraídas con el sector bancario, principalmente con el BBVA Banco Continental y lo restante sería usado para el proyecto de la nueva planta de cemento de Piura. Los bonos están garantizados por la totalidad de entidades subsidiarias de Cementos Pacasmayo.

Tabla 16. Datos sobre la emisión de bonos

Bonos corporativos Cementos Pacasmayo	
Tipo de Oferta	Pública Primaria de Senior Notes due 2023, dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales
Emisor	Cementos Pacasmayo
Instrumento	Senior Unsecured Notes due 2023 ("Senior Unsecured Notes")
Monto de la emisión	US\$ 300.000.000
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: BBB- Standard & Poors: BB+
Listado	Irish Stock Exchange
Rule	144A
Tasa cupón	4,50%
Fecha de liquidación	08/02/2013
Fecha de vencimiento	08/02/2023
Fecha de pago de intereses	8 de agosto y 8 de febrero de cada año

Fuente: Aviso de Oferta Enero 2013 Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

Cementos Pacasmayo decidió cubrir su posición sobre la única deuda de la compañía que es en dólares americanos, contratando coberturas de flujo de efectivo o *cross currency swaps*²⁸. Con esto, reduce el riesgo cambiario de sus bonos corporativos.

Al 31 de diciembre del 2015, la deuda de Cementos Pacasmayo, totalizaba S/ 1,023.3 millones y fue en razón únicamente de los bonos corporativos emitidos en el 2013 (Cementos Pacasmayo 2016).

Tabla 17. Cronograma de deuda. (En millones de soles)

	Menos de 1 año	1 a 3 años	3 a 5 años	Más de 5 años	Total
Deuda				913,3	913,3
Intereses proyectados	46	92,1	92,1	115,3	345,5
Total	46	92,1	92,1	1028,6	1258,8

Fuente: Resultados 4to trimestre 2015. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

²⁸ Permuta de principal y de pagos de intereses de una moneda por otra.

4.2. Acciones

Cementos Pacasmayo, cuenta con 531.461.479 acciones comunes con derecho a voto y 50.503.124 acciones de inversión.

Para la presente valorización no se consideran las acciones de inversión por ser acciones no representativas de la compañía y por tener escasa negociación. Las acciones comunes son las que más se tranzan en el mercado bursátil.

Cementos Pacasmayo, entre febrero y marzo del año 2012, realizó un aumento de capital en el que emitió más de 22,2 millones de certificados “*American Depositary Shares*” (ADSs)²⁹ en la NYSE. Cementos Pacasmayo, destinó el capital recaudado principalmente al crecimiento del negocio de cemento y a nuevos proyectos.

Tabla 18. Emisión de acciones comunes

Emisión de acciones a través de American Depositary Shares - ADS	
Tipo de Oferta	Oferta pública de acciones de depósito americanas o ADSs registradas en la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos (<i>Securities and Exchange Commission - SEC</i>)
Emisor	Cementos Pacasmayo
Instrumento	Acciones Comunes
Fecha de 1era emisión	7 de febrero 2012
Cantidad de 1era emisión	100.000.000
Equivalencia de ADS	20.000.000
Precio unitario	US\$ 11,5
Recaudación 1era emisión	US\$ 219.540.000 (en S/ 591.869.000)
Fecha de 2da emisión	2 de marzo 2012
Cantidad de 2da emisión	11.484.000
Equivalencia de ADS	2.296.800
Recaudación 2da emisión	US\$ 25.489.000 (en S/ 68.616.000)

Fuente: Estados Financieros 2015. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

De acuerdo con las políticas y normas de Cementos Pacasmayo, es obligación del directorio y la gerencia gestionar adecuadamente el capital de los accionistas. Para ello, ha establecido diferentes medidas que aseguran que se cumplan las limitaciones financieras relacionadas con los bonos emitidos, los cuales constituyen la única deuda de terceros de la compañía y que definen la estructura de capital, pues su incumplimiento permitiría a los acreedores cobrar inmediatamente. “Para mantener o ajustar la estructura de capital, Cementos Pacasmayo podría

²⁹ Acciones de depósito americanas. Acciones extranjeras depositadas en un banco de Estados Unidos.

ajustar los pagos por dividendos a los accionistas, devolver capital a los accionistas o emitir nuevas acciones” (Web de Cementos Pacasmayo s.f.).

Según el reporte de Credicorp del 20 de julio del año 2015, la JGA aprobó darle el poder al directorio para autorizar futuros programas de recompra de acciones sin necesidad de llamar a una asamblea general previa, es decir, otorgarles decisión evaluando alguna posibilidad y oportunidad para realizar un programa de recompra de acciones y así añadir valor a los accionistas (Credicorp Capital 2015).

Tabla 19. Acciones comunes

Acciones comunes	Unidades	
Listadas BVL	419.977.479	
Listadas NYSE	111.484.000	
Total en circulación	531.461.479	
Emisión de acciones comunes en el año 2012		
Emisión febrero 2012	100.000.000	
Equivalente en ADS	20.000.000	
Emisión marzo 2012	11.484.000	
Equivalente en ADS	2.296.800	
Total de acciones emitidas en el 2012	111.484.000	
Total equivalente en ADS	22.296.800	
Total recaudado con acciones emitidas el 2012	US\$ 245.029.000	
Acciones comunes	Número de tenedores	% de participación
Menor a 1%	7303	10,66%
Entre 1% y un 5%	7	16,86%
Entre 5% y un 10%	0	0
Mayor al 10%	2	72,48%
Total	7.312	100%

Fuente: Estados Financieros 2015 / Reporte de Buen Gobierno Corporativo 2014. Elaboración propia.

4.3. Dividendos

Según la Política de Dividendos de Cementos Pacasmayo, la compañía podrá distribuir hasta el 100% de las utilidades disponibles en cada ejercicio luego de las deducciones tributarias y de la reserva legal respectiva. (Cementos Pacasmayo s.f.).

En setiembre del año 2015, se aprobó un dividendos en efectivo de S/ 0,28 por acción a cuenta de resultados acumulados al cierre del 2014 (Cementos Pacasmayo 2015).

Tabla 20. Dividendos distribuidos 2010 – 2015

Año	Tipo de dividendo	Dividendo por acción (S/)
2015	Efectivo	0,28
2014	Efectivo	0,2
2013	Efectivo	0,1
2012	Efectivo	0,08935
2011	Efectivo	0,1938
2010	Efectivo	0,15547

Fuente: Web Cementos Pacasmayo. Sección inversionistas. Elaboración propia.

Capítulo VI. Valoración

1. Supuestos de proyecciones

A continuación, se presentan los principales supuestos y proyecciones para la presente valoración.

El análisis financiero realizado a Cementos Pacasmayo se realizó sobre la base de los estados financieros individuales auditados y registrados en la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de los años 2009 al 2014. Para el año 2015, se tomó los estados financieros separados registrado en febrero del 2016 en la SMV.

Los ingresos proyectados de Cementos Pacasmayo (2016e – 2025e) están en función de: (i) sus despachos de cemento históricos (Planta Pacasmayo) más los despachos que tendría la nueva planta de Piura, (ii) de la representatividad de la cal como parte de sus ventas anuales, (iii) de una inflación estimada de 3,5% y (iv) de la estimación del PBI de la región norte, ya que es la única área geográfica donde opera la compañía. Esta última variable es la que se considera la mejor aproximación de la demanda real de los productos de Cementos Pacasmayo.

Realizada la regresión entre las variaciones de los despachos de cemento históricos (variable explicada) y de las variaciones del PBI de la región norte (variable explicativa) se estima un CAGR de 3,98% para los despachos de cemento de la planta de Pacasmayo en los próximos 10 años. Para le presente valorización se estimó que la proyección del PBI de la región norte, para los siguientes 10 años, será de un mínimo constante de 2,52%, resultado de un promedio de los últimos años.

En la estimación de los despachos de cemento, correspondiente a la regresión, solo se ha considerado la producción generada por la planta de cemento ubicada en la ciudad de Pacasmayo, la cual se ha estimado que crecerá a una tasa mínima de 4,43% durante los años de proyección (10 años). La proyección de despachos calcará con su máxima capacidad de 2,9 millones de TM en los años proyectados y para el último año de proyección se estima que la planta habrá incrementado su capacidad al menos en 100.000 TM más. Por otro lado, en cuanto a la nueva planta de Piura, se estima que ésta contribuirá con los despachos totales de cementos de la compañía con un 60% adicionales para el primer año y un 70% para el segundo año; para luego generar el 100% de su capacidad durante los años de proyección, adicionales a los

despachos de la planta de la ciudad de Pacasmayo estimados en la regresión. Esta última información ha sido brindada por los ejecutivos de Cementos Pacasmayo en setiembre del año pasado, mes de inauguración de la nueva planta de cemento.

Los ingresos por cal, debido a su menor representatividad en ventas, han sido estimados, por un promedio móvil de los últimos 5 años, obteniendo un 10,33% de incremento anual que se mantendrá en los años proyectados, lo que mantiene la representatividad de la cal en las ventas anuales del 6% aproximadamente. Este método simple de estimación fue utilizado por la representatividad de la cal en los ingresos de Cementos Pacasmayo y de la poca información de este producto. Bajo estos supuestos en ventas, se estima que los ingresos por ventas de cemento tendrán un CAGR de 7,68% en los años de proyección (2016e-2025e), que los ingresos por venta de cal tendrán un CAGR de 9,25% y que los ingresos totales de la compañía tendrán un CAGR de 7,77%. Asimismo, la tasa de inflación utilizada para cada uno de los años proyectados es de 3,5%, haciendo que el precio de cemento por 1 TM crezca a ese ritmo.

Sobre la estructura de costos y gastos, estos representarán, en promedio, el 50,94% y 19,46% del ingreso por ventas respectivamente, con lo que se estima que el EBITDA muestre un CAGR de 9,23% para los próximos 10 años. La tasa impositiva aplicada es de 28% para el periodo 2015 – 2018, y de 26% para los años restantes, según modificatoria del impuesto a la renta del 2015.

Sobre la base del comportamiento histórico y dado que no debería existir una inversión de gran envergadura en los próximos años, se estima que la inversión en CAPEX representará en promedio un 26,26% de las ventas. En cuanto al capital de trabajo, se considera que representará, en promedio, el 1,19% del ingreso por ventas para los 10 años proyectados.

Se calcula un costo de capital (WACC) de 10,08%, el cual incluye un costo del accionista de 11,98% (participación de 73%), costo de la deuda de 5,621% (participación de 27%) y tasa impositiva de 28%.

La tasa de crecimiento “g” a largo plazo de Cementos Pacasmayo resulta en 3,43%, basados en el método de “Crecimiento de Utilidades”. Esta tasa resulta en función del resultado del año 2015: (i) utilidad neta de S/ 215,5 millones, (ii) dividendos pagados de S/ 148,8 millones (solo se considera accionistas comunes), (iii) ratio de retención de 30,96% y (iv) ROE de 11,09%.

En la presente valorización se agrega el valor de las subsidiarias, garantes de la emisión de bonos, por medio del Múltiplo *Price/Book Value*. Las subsidiarias tomadas en cuenta para esta valoración son: Cementos Selva (S/ 427,4 millones), Distribuidora Norte Pacasmayo (S/ 229,5 millones), Empresa de Transmisión Eléctrica Guadalupe (S/ 56,3 millones) y Calizas del Norte (S/ 72,2 millones).

Tabla 21. Estimación de ingresos Cemento Pacasmayo

Variables estimadas	2016E	2017E	2019E	2021E	2023E	2025E
Despacho de cementos TM - Planta Pacasmayo	2.051.009	2.141.914	2.335.991	2.547.653	2.778.494	3.030.251
Despacho de cementos TM - Planta Piura	960.000	1.120.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Total despachos de Cementos Pacasmayo TM	3.011.009	3.261.914	3.935.991	4.147.653	4.378.494	4.630.251
Ingresos por venta de cemento (miles de soles)	1.197.590	1.342.793	1.735.687	1.959.298	2.215.662	2.509.943
Ingresos por venta de cal (miles de soles)	70.775	78.083	95.043	115.686	140.812	171.396
Ingresos anuales por venta - Cementos Pacasmayo (miles de soles)	1.268.365	1.420.876	1.830.730	2.074.983	2.356.474	2.681.340

Fuente: INEI y estimaciones propias. Elaboración propia.

2. Costo del capital

El costo promedio ponderado de capital (WACC) calculado para Cementos Pacasmayo, el cual ha sido usado para la presente valorización de sus acciones comunes, fue de 10,08%, incorporando el efecto de la devaluación del tipo de cambio.

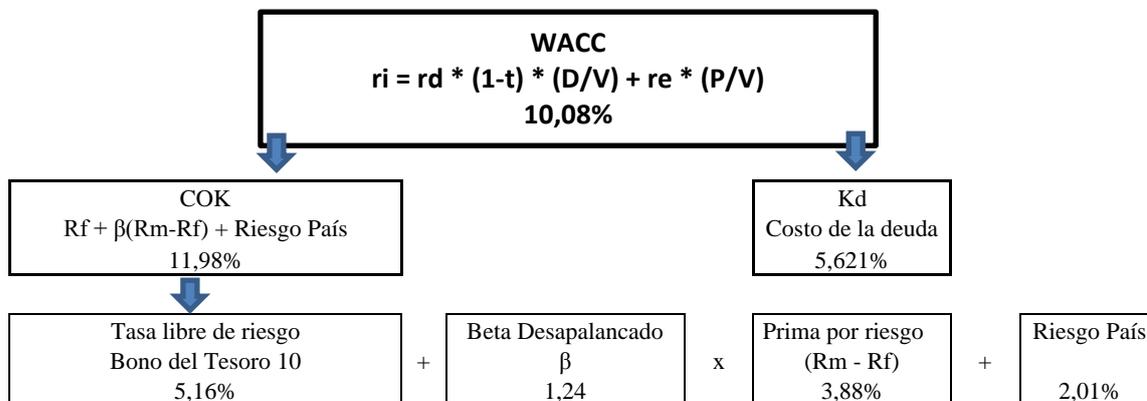
A continuación, se detalla la descomposición del WACC de la compañía:

Costo del accionista (11,98%): fue el resultado de aplicar el modelo CAPM, el cual incorporó las siguientes variables:

- Tasa libre de riesgo (5,16%): considera los Bonos del Tesoro de US a 10 años (2006-2015).
- Beta de la empresa (1,24%): se obtiene tomando como referencia el beta desapalancado corregido por caja del sector *Building Materials* US (0,98), el cual es posteriormente apalancado con el ratio deuda/patrimonio (0,37) de Cementos Pacasmayo.

- Prima por riesgo USA (3,88%): diferencial de tasas entre S&P Index y los Bonos del Tesoro US.
- EMBIG Perú (2,01%): diferencial de rendimientos de bonos peruanos contra bonos US. El EMBIG Perú aquí obtenido es el promedio mensual del año 2015.q

Gráfico 6. Composición del WACC



Fuente: Estimaciones propias en base a diversa información. Elaboración propia.

Tabla 22. Costo promedio ponderado de capital

Deuda (valor de mercado) en US\$ (en millones)	
t.c. SBS (31/12/15)	3.412
Deuda al 31/12/15	285.750
Costo de la deuda	5,621%
Capitalización bursátil en US\$	
Número de acciones comunes	531.461
Cotización "CPACASC1" al 31/12/15 (PEN)	4,96
Cotización "CPACASC1" al 31/12/15 (USD)	1,45
Valor de mercado del patrimonio en US\$	772.582
Valor de mercado del patrimonio en PEN	2.636.049
Costo del accionista	
Tasa libre de riesgo (Rf)	5,16%
Prima por riesgo de mercado (Rm-Rf)	3,88%
Beta de la empresa (β)	1,241
- Beta desapalancado	0,98
- Deuda/Patrimonio	0,37
Tasa impositiva (IR)	28,00%
CAPM = $R_f + \beta(R_m - R_f)$	9,97%
Riesgo País	2,01%
Ke = CAPM + Riesgo País	11,98%
WACC en US\$	9,83%
WACC en PEN	10,08%

Fuente: BVL, Damodaran, INEI y estimaciones propias. Elaboración propia.

3. Métodos de valorización

La presente valoración se realizó a través de la metodología del flujo de caja descontado para estimar el valor de Cementos Pacasmayo y de la metodología del Múltiplo *Price/Book Value* para estimar el valor de sus entidades subsidiarias.

En el flujo de caja descontado, las empresas generan valor en el tiempo y este valor es medido a través de sus flujos de caja generados; por lo tanto, esta metodología es adecuada para obtener el valor de la empresa a través de su capacidad de generación de flujos futuros.

El proceso de valoración comprendió la estimación de los flujos de caja libres de la compañía, en un período proyectado de 10 años (2016-2025). Estos flujos de caja libres representan los fondos generados por las operaciones propias de la compañía y que son el resultado de los fondos disponibles después de cubrir sus inversiones en CAPEX y capital de trabajo.

Para actualizar los flujos proyectados se usa una tasa de descuento apropiada. Esta tasa de descuento es el costo promedio ponderado del capital o WACC, y es en esta tasa que se ponderan las rentabilidades para todos los inversores de la compañía (prestamistas y accionistas).

Esta metodología supone que los flujos de caja serán infinitos, por lo tanto, deben ser estimados mediante una tasa de crecimiento a perpetuidad (g). Debido a que las empresas en el largo plazo son compañías maduras y conviene estimarla con cautela, esta tasa de crecimiento perpetuo suele ser baja.

Múltiplo *Price/Book Value*³⁰: esta metodología por comparables mide el número de veces que la acción contiene el valor contable de los fondos propios. Un resultado inferior a la unidad es una subestimación de la acción y un resultado superior a la unidad es que la compañía genera valor. Esta metodología se usó para hallar el valor de las entidades subsidiarias.

³⁰ El *Price/Book Value* tiene una larga historia de uso en la práctica de valoración, alcanzando similar popularidad que el P/E (Cohen Abby 2010).

Tabla 23. Flujo de caja libre proyectado. (En miles de soles)

Cuenta	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
Ingresos actividades ordinarias	1.268.365	1.420.876	1.720.898	1.830.730	1.948.549	2.074.983	2.210.713	2.356.474	2.513.062	2.681.340	2.773.414
Costo de ventas	-646.202	-727.314	-874.352	-932.495	-990.920	-1.057.134	-1.126.279	-1.199.402	-1.279.556	-1.365.133	-1.412.332
Ganancia (pérdida) bruta	622.163	693.562	846.546	898.235	957.629	1.017.849	1.084.434	1.157.072	1.233.506	1.316.207	1.361.082
Gastos de ventas	-14.773	-15.048	-16.518	-18.184	-19.718	-21.534	-22.381	-23.637	-25.424	-27.225	-28.179
Gastos de administración	-242.972	-261.838	-315.004	-334.131	-356.926	-383.696	-405.855	-432.288	-461.215	-492.642	-509.867
EBIT	364.418	416.676	515.024	545.920	580.985	612.620	656.198	701.147	746.866	796.339	823.035
Gasto por impuesto a las ganancias	-102.037	-116.669	-144.207	-141.939	-151.056	-159.281	-170.611	-182.298	-194.185	-207.048	-213.989
NOPAT	262.381	300.007	370.817	403.981	429.929	453.339	485.586	518.849	552.681	589.291	609.046
(+) Depreciación y Amortización	62.758	125.011	175.797	146.223	175.374	188.152	192.001	210.142	223.413	236.787	246.266
(-) CAPEX e intangibles (Neto)	-134.768	-263.470	-368.942	-307.310	-368.732	-396.052	-403.959	-441.816	-469.769	-498.095	-518.028
(-) Δ Capital de trabajo	-38.102	-35.137	-21.679	-615	-4.939	-29.148	-23.984	-19.023	-18.013	-22.884	-26.997
FCFF	152.269	126.411	155.993	242.279	231.632	216.289	249.644	268.151	288.312	305.099	310.288

Fuente: Estimaciones propias. Elaboración propia.

Tabla 24. Determinación de la tasa de crecimiento perpetuo

Crecimiento de utilidades	2015
Utilidades neta (miles de S/)	215.532
Dividendos pagados (miles de S/)	148.809
Utilidades retenidas (miles de S/)	66.723
Ratio de retención	30,96%
ROE	11,09%
Tasa de crecimiento (g)	3,43%

Fuente: Estados financieros 2015. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

Tabla 25. Valor estimado de la acción

Concepto	Valor (miles de S/)
Valor actual de flujo de caja libre proyectado	1.279.608
Valor actual de flujo de caja libre a perpetuidad	1.787.497
Valor Cementos Pacasmayo	3.067.105
Valor subsidiarias (P/BV)	785.509
(-) Deuda financiera	-974.980
(+) Caja actual	101.084
Valor de las acciones (Cap. Bursátil)	2.978.719
WACC	10,08%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,43%
Acciones comunes	531.461
Valor estimado por acción (S/)	5,60
Cotización "CPACASC1" al 31/12/15 (PEN)	4,96
Potencial de apreciación	13,00%

Fuente: Estimaciones propias. Elaboración propia.

4. Justificación de uso de los métodos

La metodología utilizada del flujo de caja descontado es adecuada para valorar la compañía Cementos Pacasmayo, ya que, en comparación con la metodología también aplicable de descuentos de dividendos, esta captura el valor real de la compañía para todos los inversores, es decir, accionistas y prestamistas, a través del cálculo de la estimación de sus flujos futuros, en comparación de la incertidumbre de la estimación de los dividendos.

No se consideró aplicar la metodología del descuento de dividendos, puesto que Cementos Pacasmayo, en su política de dividendos, expresa que el porcentaje de distribución aplicable a cada período anual en particular será decidido por la Junta General de Accionistas, lo que, se considera que, haría complicada la estimación de la relación del dividendo y la rentabilidad de la compañía, así como incertidumbre en el acierto de los futuros dividendos. Cementos Pacasmayo, en los últimos cinco años, ha tenido variaciones muy significativas en los porcentajes de distribución de sus dividendos.

La metodología del flujo de caja descontado también es utilizada, puesto que Cementos Pacasmayo cotiza sus acciones en la NYSE y, de cierta manera, está obligada a tener indicadores de valor y previsibilidad en sus actividades de financiamiento e inversión.

Capítulo VII. Análisis de riesgos

1. Análisis de sensibilidad

En la presente valorización se realizó el análisis de sensibilidad para el precio de la acción común de Cementos Pacasmayo, ante variaciones del WACC, así como de la tasa de crecimiento perpetuo (“g”).

De acuerdo con los resultados obtenidos, se sensibiliza el valor del WACC (10,08%) y del “g” (3,43%), entre un rango de +/-1,50%.

En los últimos 4 años, la cotización máxima que alcanzó la acción común de Cementos Pacasmayo fue de S/ 7,77 el 10 de mayo del 2013. Según la sensibilización realizada, para que la acción vuelva a tener ese nivel de precio, la tasa de crecimiento debería tener un incremento de al menos 0,5% y el costo promedio ponderado de capital debería tener un descenso de al menos 1,5%.

Según el rango propuesto de +/-1,50% de la tasa de crecimiento y del WACC, el menor valor que se podría obtener mediante la sensibilización sería de S/ 4,07, valor aproximado que obtuvo la acción común de Cementos Pacasmayo en setiembre del 2015, y cuyo resultado se daría por el descenso de la tasa perpetua en 1,5% y un incremento del WACC en 1,5%.

Tabla 26. Sensibilización del precio ante variación del “g” y el WACC

		Variación "g"						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
Variación "WACC"	-1,5%	6,23	6,56	6,95	7,41	7,98	8,67	9,57
	-1,0%	5,74	6,01	6,33	6,70	7,15	7,69	8,36
	-0,5%	5,32	5,54	5,80	6,11	6,47	6,89	7,41
	0,0%	4,95	5,14	5,35	5,60	5,90	6,24	6,65
	0,5%	4,62	4,78	4,96	5,17	5,41	5,69	6,02
	1,0%	4,33	4,47	4,62	4,80	5,00	5,23	5,50
	1,5%	4,07	4,19	4,32	4,47	4,64	4,83	5,05

Fuente: Estimaciones propias. Elaboración propia.

2. Análisis de escenarios

2.1. Escenario base: S/ 5,60 (apreciación de 13,00%)

- Estimación del PBI región norte: 2,52% para los 10 años proyectados.
- Contribución de la nueva planta de Piura: 60% primer año, 70% para el segundo año y 100% para los años restantes.
- Crecimiento del precio de cemento: 3,5% (al ritmo de la inflación promedio para los 10 años proyectados).
- Valor de las subsidiarias: Se consideró el íntegro del valor de las subsidiarias (menos Fosfatos del Pacífico y Salmueras Sudamericanas, las cuales aún son considerados proyectos) obtenido por el múltiplo *Price/Book Value*.

2.2. Escenario pesimista: S/ 4,23 (depreciación de 14,71%)

- Estimación del PBI región norte: 2,28% para los 10 años proyectados.
- Contribución de la nueva planta de Piura: 70% para los 10 años proyectados.
- Crecimiento del precio de cemento: 3% (banda máxima del rango meta de inflación del BCRP para los 10 años proyectados).
- Valor de las subsidiarias: Se considera un castigo del 20% sobre el valor de las subsidiarias obtenido por el múltiplo *Price/Book Value*.

2.3. Escenario optimista: S/ 6,30 (apreciación de 27,05%)

- Estimación del PBI región norte: 3,43% para los 10 años proyectados.
- Contribución de la nueva planta de Piura: 100% para los 10 años proyectados.
- Crecimiento del precio de cemento: 4,4% (se considera una inflación similar al cierre del año 2015).
- Valor de las subsidiarias: Se considera un premio del 10% sobre el valor de las subsidiarias obtenido por el múltiplo *Price/Book Value*.

3. Riesgos

Cementos Pacasmayo, como cualquier compañía, está expuesta a diferentes riesgos:

- Riesgo de mercado: Fluctuaciones de sus flujos futuros por cambios en los precios del mercado.
- Riesgo de tasa de interés: Fluctuaciones de sus flujos futuros por cambios en las tasas de interés del mercado.

- Riesgo de tipo de cambio: Fluctuaciones de sus flujos futuros por cambios en el tipo de cambio del dólar.
- Riesgo de crédito: Pérdida financiera que podría ocasionarse por el no cumplimiento de la contraparte; pueden ser clientes, proveedores, entre otros.
- Riesgo de liquidez: Escasez de fondos para operar normalmente.

Para el riesgo del tipo de cambio, Cementos Pacasmayo contrató en el año 2015 una cobertura de flujo de efectivo “*cross currency swaps*” por el total de la deuda de bonos. Estos *swaps* solo cubren la deuda en bonos, mas no cualquier otro tipo de deuda en dólares americanos, basándose en que el principal gasto en dólares era la importación de Clinker, el cual ya no existirá con la nueva planta de cemento en Piura. Para los demás riesgos, la compañía establece una política de cartera diversificada.

3.1. Riesgos no considerados en la valoración

3.1.1. Riesgos climatológicos

La región norte del país presenta diferentes ocurrencias geológicas naturales que podrían afectar las operaciones de la compañía como, por ejemplo, deslizamientos e inundaciones, entre las más importantes. En cuanto al fenómeno de El Niño, se ha confirmado la presencia del fenómeno en el Perú en el 2016. Este riesgo climatológico es capaz de provocar lluvias incrementales y elevar la temperatura del mar por varios meses; las consecuencias son destrucción de puentes, carreteras, canales, sembríos, así como con secuencias en la salud de la población.

Cementos Pacasmayo se encuentra preparada para afrontar el fenómeno de El Niño, ya que hace varios años viene preparando su infraestructura para afrontar este fenómeno climatológico mencionado y evitar que afecte sus procesos productivos. Al inaugurar la nueva planta de Piura, mitiga bastante bien el riesgo de distribución de sus productos, ya que ahora sus plantas están bien posicionadas en su zona de influencia y pueden abastecer su demanda con menores y más eficientes tiempos de entrega.

3.1.2. Riesgos sociales

No se considera los riesgos por conmoción civil, huelgas, alborotos populares, terrorismo, daños maliciosos, disturbios, entre otros de similares características.

Capítulo VIII. Resumen de inversión

1. Resultados

Realizada la valorización de Cementos Pacasmayo, se halló un valor para sus acciones comunes de S/ 5,60 con un potencial de apreciación de 13,00%, la cual es superior al mercado. Este resultado se basa en el crecimiento esperado de los despachos de cemento, debido a las buenas perspectivas de la economía en general y del sector construcción específicamente, así como la capacidad de la compañía para atender esta demanda, soportado en su nueva planta de cemento de Piura y su buen manejo financiero.

Cementos Pacasmayo es la única empresa de cementos en el norte del país y no se proyecta una competencia directa en los próximos años. Cuenta con plantas de fabricación de cemento estratégicamente ubicadas en su zona de influencia, con lo cual tiene una distribución eficiente y pueda atender la totalidad de su mercado. Esto debería reflejar un flujo de fondos con crecimiento continuo. Según las proyecciones, el flujo de caja libre para el período proyectado inicia con S/ 152.269 millones (2016e) y termina con S/ 305.099 millones (2025e).

Cementos Pacasmayo demostró en el año 2015 que, a pesar de tener menos ingresos, puede generar mayor utilidad y alcanzar un mejor margen EBITDA. En el año 2015 se tuvo un descenso en ventas de 0,44% con respecto al año anterior, pero se obtuvo menores costos (2,28%) y gastos (3,03%). Además de tener mayores ingresos operativos, pasando de S/ 11,1 millones el 2014 a S/ 15,1 millones el 2015, logrando un crecimiento de 36,23% para este rubro. Los ingresos por subsidiarias también alcanzaron un incremento notable pasando de S/ 20,7 millones el 2014 a S/ 32,5 millones el año 2015.

Cementos Pacasmayo inauguró su nueva planta de cementos y clinker el 17 de setiembre del 2015, con una capacidad de producción de 1,6 TM por año. Esta producción, sumada a la capacidad de la planta de la ciudad de Pacasmayo de 2,9 TM al año, es capaz de llegar a 4,5 TM por año, sin contar la subsidiaria Cementos Selva con una capacidad de 0,5 TM al año. Esta nueva planta de Piura aportará significativamente en los despachos de cemento a partir del año 2016 y permitirá rebajar los costos de producción, debido a que ya no se importará clinker y se dejará de usar hornos ineficientes en la planta de Pacasmayo. Con esto, se espera mejorar los márgenes operativos de la compañía a partir de ese año.

En un escenario optimista, donde el PBI de la región norte tenga un crecimiento continuo de un mínimo de 3,43%, la planta de Piura despache el 100% de su capacidad y el crecimiento del precio sea de un mínimo constante de 4,4%, el precio de la acción común de Cementos Pacasmayo alcanzaría S/ 6,30 por acción, lo que significaría una apreciación de 27,05%. En un escenario pesimista, donde el PBI de la región norte tenga un crecimiento continuo de un mínimo de 2,28%, la planta de Piura despache el 70% de su capacidad y el crecimiento del precio sea de un mínimo constante de 3%, el precio de la acción común de Cementos Pacasmayo alcanzaría S/ 4,23 por acción, lo que significaría una depreciación de 14,71%.

Cementos Pacasmayo cuenta con una sólida posición financiera. Entre el 2012 y 2013 reestructuró sus pasivos y capital. La única deuda de largo plazo que presenta es por su emisión de bonos corporativos en el año 2013 y cuyo vencimiento será en el 2023. El riesgo cambiario de esta deuda en dólares americanos está cubierto por instrumentos financieros derivados “*cross currency swaps*”. Los garantes de esta deuda son todas sus entidades subsidiarias.

De acuerdo con las proyecciones realizadas, en los próximos años, Cementos Pacasmayo logrará un CAGR en ventas de 7,7% logrará también mantener su margen bruto en 49% promedio y alcanzar un margen EBITDA promedio de 38%. Esto se basa en las inversiones realizadas en los últimos años y en las últimas eficiencias logradas por políticas de ahorro en costos.

2. Recomendaciones

Cementos Pacasmayo debe seguir desplegando diversas estrategias de consolidación de marca y de eficiencia operativa, para mantenerse como el único ofertante de cemento en el norte del país para todos sus segmentos (compañía privada, sector público y la demanda de autoconstrucción) y poder atender esta demanda eficientemente con costos de producción, transporte y despacho, respectivamente, y nuevamente lograr que todos los despachos de la región norte del país sean de sus fábricas.

Cementos Pacasmayo debe aprovechar la inversión presupuestada del Estado, para enfrentar al Fenómeno del Niño y así abastecer la mayor demanda de cemento y otros productos en la Región norte del país.

La compañía aún no se ha internacionalizado, pero según sus ejecutivos solo es cuestión de tiempo y ésta se podría dar ahora, luego de la construcción de su nueva planta de Piura. Este deberá ser el siguiente paso de Cementos Pacasmayo para crecer como empresa y diversificarse. En el año 2015, tanto Unacem como Cementos Yura realizaron adquisiciones de cementeras en Ecuador y Bolivia respectivamente.

Cementos Pacasmayo debe continuar con su estrategia de inversión en sus proyectos de Fosfatos y Salmueras. Ambos proyectos ya cuentan con la aprobación del estudio de impacto ambiental, logrados el año 2014. El proyecto de Fosfatos del Pacífico es el segundo proyecto de fosfatos más grande del Perú. Este es un proyecto de US\$ 800 millones.

La compañía logró, en los últimos años, especialmente en el año 2015, una reducción importante de sus costos y gastos operativos, como resultado de sus políticas de ahorro en costos que incluso alcanzaron a una menor inversión en su planta de Piura. Por ello, debe continuar con esos lineamientos a fin de mejorar aun más sus márgenes operativos.

También en el año 2015 tuvo una reducción importante en su diferencia de cambio neto pasando de una pérdida de S/ 14,6 millones en el 2014 a S/ 12,3 millones lo que representó un incremento de 184,66% ganancia en el 2015. Los ingresos por subsidiarias también tuvieron un importante incremento de 56.46%. Ello hace que Cementos Pacasmayo impulse también el desarrollo de sus subsidiarias, que le darán mayor valor a la compañía y permitirán lograr un mayor margen neto en los próximos años.

Bibliografía

AFIN (2015). “Plan nacional de infraestructura 2016 – 2025”. *AFIN*. 3 de noviembre del 2015. Fecha de consulta: 18/01/16. <<http://www.afin.org.pe/publicaciones/estudios>>.

Anuncio SMV. Oferta Pública Primaria de Senior Notes due 2023.

Banco Central de Reserva del Perú (2015). “Reporte de Inflación en diciembre del 2015”. *BCRP*. Diciembre del 2015. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-inflacion.html>>.

Banco Mundial (2016). “La debilidad de la recuperación de los mercados emergentes afectará notablemente el crecimiento mundial en 2016”. *Banco Mundial*. Enero del 2016. Fecha de consulta: 05/02/2016. <<http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016>>.

BBVA Research. (2015). Cement sector report. 20 de agosto del 2015.

Berk, Jonathan; De Marzo, Peter y Hardford, Jarrad (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Madrid: Pearson.

Bloomberg (s.f.).

Banco Mundial (2016). “La debilidad de la recuperación de los mercados emergentes afectará notablemente el crecimiento mundial en 2016”. Banco Mundial. Enero del 2016. Disponible en: <<http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016>>.

Bolsa de Valores de Lima (s.f.). Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/>>.

Cementos Pacasmayo (s.f.). “Política de Dividendos vigente”. Disponible en: <<http://www.cementospacasmayo.com.pe/>>.

Cementos Pacasmayo (s.f.). Disponible en: <<http://www.cementospacasmayo.com.pe/>>.

Cementos Pacasmayo (2011). *Memoria Anual 2010*.

Cementos Pacasmayo (2012). *Memoria Anual 2011*.

Cementos Pacasmayo (2013). *Memoria Anual 2012*.

Cementos Pacasmayo (2014). *Memoria Anual 2013*.

Cementos Pacasmayo (2015a). *Memoria Anual 2014*.

Cementos Pacasmayo (2015b). *Memoria de Buen Gobierno Corporativo 2014*.

Cementos Pacasmayo (2015c). *Resultados 3er Trimestre 2015 de Cementos Pacasmayo*.

Cementos Pacasmayo (2015d). “Nota de Prensa. Cementos Pacasmayo S.A.A. anuncia el pago anual de dividendos”. 4 de setiembre del 2015.

Cementos Pacasmayo (2016a). *Corporate Presentation. Fourth Quarter 2015*.

Cementos Pacasmayo (2016b). *Estados Financieros separados de Cementos Pacasmayo S.A.A. 2015*.

Cementos Pacasmayo (2016c). *Resultados 4to Trimestre 2015 de Cementos Pacasmayo*.

Cementos Pacasmayo (2016d). “Estados Financieros 2015”. Superintendencia de Mercado de Valores. Febrero del 2016. Fecha de consulta: 17/02/2016. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=B37E1F75259C715714B3FF7F757B4C221A992ECE54>.

Cohen Abby. (2010). *Equity Asset Valuation*. 2da edición. CFA Institute Investments Series.

Credicorp. (2015). Reporte de inversión. 20 de julio del año 2015.

Damodaran (s.f.). Disponible en: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Diario El Comercio (2015a). “Obras por Impuestos podrían multiplicarse por 9 en La Libertad”. 22 de octubre del 2015. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://elcomercio.pe/economia/peru/obras-impuestos-podrian-multiplicarse-9-libertad-noticia-1850145>>.

Diario El Comercio (2015b). “¿Cómo hizo Cementos Pacasmayo para ganar más si vendió menos?”. 28 de octubre del 2015. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://elcomercio.pe/economia/negocios/como-hizo-cementos-pacasmayo-ganar-mas-si-vendio-menos-noticia-1851706>>.

Diario El Comercio (2015c). “Pacasmayo: Estamos definiendo futuro del proyecto de Fosfatos”. 3 de diciembre del 2015.

Diario Gestión (2015). “Cementos Pacasmayo inició la operación comercial de su planta en Piura”. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://gestion.pe/compañías/cementos-pacasmayo-inicio-operacion-comercial-su-planta-piura-2143109>>.

Diario Gestión (2015). “Cementos Pacasmayo: ‘Después de Piura, vamos a modernizar más la planta de Pacasmayo’”. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://gestion.pe/compañías/cementos-pacasmayo-despues-piura-vamos-modernizar-mas-planta-pacasmayo-2143256>>.

Diario Gestión (2015). “Cementos Pacasmayo: Este será el primer año, en una década, en que el sector decrecerá”. Fecha de consulta: 10/02/16. <<http://gestion.pe/compañías/cementos-pacasmayo-este-primer-ano-decada-que-sector-decrecera-2150243>>.

Eastern (2015). “Cementos Pacasmayo. Second Quarter 2015 Earnings Call”. *Title of the Call - Mzweb.com.br*. 23 de julio del 2015. Fecha de consulta: 23/01/2016. <www.mzweb.com.br/cementospacasmayo/.../downlo...>.

Ernst & Young (2011). *Estados Financieros individuales de Cementos Pacasmayo S.A.A. 2010*.

Ernst & Young (2012). *Estados Financieros individuales de Cementos Pacasmayo S.A.A. 2011*.

Ernst & Young (2013). *Estados Financieros individuales de Cementos Pacasmayo S.A.A. 2012*.

Ernst & Young (2014). *Estados Financieros individuales de Cementos Pacasmayo S.A.A.* 2013.

Ernst & Young (2015). *Estados Financieros individuales de Cementos Pacasmayo S.A.A.* 2014.

Fondo Monetario Internacional (2016). “Perspectivas de la economía mundial Al Día”. *Fondo Monetario Internacional*. 19 de enero del 2016. Fecha de consulta: 04/02/2016. <<http://www.imf.org/external/spanish/>>.

Gitman Lawrence. (2007). *Principios de Administración Financiera*. Décimo primera Edición. México. Pearson.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (s.f.). Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/>>.

Superintendencia de Mercado de Valores (s.f.). Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/>>.

Universidad del Pacífico (2014). Material de estudio Maestría en Finanzas Corporativas. Cursos Análisis de Estados Financieros, Finanzas Corporativas, Derivados y Valoración de Compañías.

Anexos

Anexo 1. Estado de resultados - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Estado de Resultados (miles de soles)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de actividades ordinarias	623.677	656.659	784.576	829.307	822.496	818.875
Costo de ventas	-297.147	-326.669	-416.507	-416.054	-422.292	-412.651
Ganancia (pérdida) bruta	326.530	329.990	368.069	413.253	400.204	406.224
Gastos de ventas y distribución	-8.083	-11.115	-12.202	-6.575	-7.403	-7.228
Gastos de administración	-111.898	-149.709	-149.417	-154.015	-147.390	-142.873
Ganancia (pérdida) de la baja en activos financieros medidos al costo amortizado		87.120				
Otros ingresos operativos	16.469	19.526	12.099	15.997	11.113	15.139
Otros gastos operativos		-95.994				
Otras ganancias (pérdidas)					10.537	
Ganancia (pérdida) por actividades de operación	223.018	179.818	218.549	268.660	267.061	271.262
Ingresos financieros	4.522	3.474	24.850	30.574	15.473	6.787
Gastos financieros	-13.354	-18.467	-27.047	-36.124	-30.539	-36.346
Diferencias de cambio neto	1.858	2.699	-345	-48.342	-14.612	12.370
Otros ingresos (gastos) de las subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas		33.815		9.491	20.785	32.521
Resultado antes de impuesto a las ganancias	216.044	201.339	216.007	224.259	258.168	286.594
Gasto por impuesto a las ganancias	-68.109	-38.276	-68.304	-68.625	-65.341	-71.062
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	147.935	163.063	147.703	155.634	192.827	215.532

Fuente: Estados Financieros. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.

Anexo 2. Balance General - Cementos Pacasmayo S.A.A.

Balance general (en miles de soles)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos						
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	120.029	330.316	415.327	904.730	525.643	101.084
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	4.836	8.245	6.269	4.792	13.209	9.085
Otras cuentas por cobrar (neto)	2.513	33.118	18.457	11.795	45.558	31.827
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	22.055	44.286	128.463	131.493	117.000	106.720
Inventarios	115.752	167.571	238.243	290.202	278.875	252.650
Activos por impuestos a las ganancias			13.807	15.402		29.890
Otros activos no financieros		9.697	5.493	7.957	1.578	3.001
Total activos corrientes	272.654	593.233	826.059	1.366.371	981.863	534.257
Activos no corrientes						
Otros activos financieros	30.813	22.074	34.887	36.058	12.995	125.206
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	358.864					
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas		196.328	275.269	491.018	548.652	648.765
Otras cuentas por cobrar	235	1.167	970			
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	15.327	10.080	28.825	34.723	35.286	4.278
Propiedades, planta y equipo (neto)	686.893	867.966	958.158	1,034.918	1.510.526	1,915.531
Activos intangibles (neto)	6.833					
Activos intangibles distintos de la plusvalía		5.447	6.966	7.199	6.994	7.872
Total activos no corrientes	1.099.116	1.103.455	1.305.075	1.603.916	2.114.453	2.701.652
Total de activos	1.371.770	1.696.688	2.131.134	2.970.287	3.096.316	3.235.909
Pasivos y patrimonio						
Pasivos corrientes						
Otros pasivos financieros	121.585	125.381	22.884			
Cuentas por pagar comerciales	23.957	42.023	43.724	32.916	38.774	53.486
Otras cuentas por pagar	33.523	32.036	37.179	45.993	49.216	64.362
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5.567	18.482	11.626	8.440	5.894	3.971
Otras provisiones		23.626	19.770	23.030	48.553	21.728
Pasivos por impuestos a las ganancias	12.577	11.077			6.838	

Balance general (en miles de soles)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total pasivos corrientes	217.217	252.625	135.183	110.379	149.275	143.547
Pasivos no corrientes						
Otros pasivos financieros	185.670	424.213	192.571	824.022	883.564	1,012.406
Otras provisiones		10.909	16.578	20.497	657	32.638
Pasivos por impuestos a las ganancias diferidos	107.303					
Pasivos por impuestos diferidos		81.415	81.001	84.549	70.280	104.264
Total pasivos no corrientes	292.973	516.537	290.150	929.068	954.501	1.149.308
Total pasivos	510.190	769.162	425.333	1.039.447	1.103.776	1.292.855
Patrimonio						
Capital emitido	419.977	419.977	531.461	531.461	531.461	531.461
Primas de emisión			561.191	556.294	553.791	553.466
Acciones de inversión	49.575	49.575	50.503	50.503	50.503	50.503
Acciones propias en cartera						-108.248
Otras reservas de capital	74.145	90.451	105.221	119.833	154.905	176.458
Resultados acumulados	302.509	358.266	439.199	653.704	696.736	727.765
Otras reservas de patrimonio	15.374	9.257	18.226	19.045	5.144	11.649
Total patrimonio	861.580	927.526	1.705.801	1.930.840	1.992.540	1.943.054
Total pasivo y patrimonio	1.371.770	1.696.688	2.131.134	2.970.287	3.096.316	3.235.909

Fuente: Estados Financieros. Cementos Pacasmayo. Elaboración propia.