



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

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

**Presentado por**

**Patricia Castillo Coello**

**Asesor: Profesor Jorge Lladó Márquez**

**2017**

A la memoria de mi tía Francis, por su fortaleza y admirable capacidad de lucha. Por acogerme, cuidarme, ser mi compañera y guía; y sobre todo, por forjar los cimientos de mi desarrollo profesional.

Agradezco a mis padres por su confianza, apoyo incondicional e impulsarme a seguir adelante.

## Resumen ejecutivo

Sobre la base de la valorización de Cementos Pacasmayo S.A.A., empresa cementera líder en el Perú, bajo el método de flujo de caja descontado o *discounted cash flow* (DCF), el cual consideró una tasa de descuento de 8,3% y un CAGR de 6,4% en ventas durante los años de proyección, se obtuvo un valor fundamental por acción común de S/ 6,70. Este valor es superior al valor de mercado de la acción al cierre 2016 (S/ 6,30), por lo que se propone una recomendación de COMPRAR/MANTENER, puesto que la cotización de mercado está por debajo en S/ 0,4 y tiene un potencial de apreciación de 6,28%.

El estimado en ventas considera las previsiones del sector construcción para los próximos años y la correlación entre su comportamiento histórico y las ventas de la compañía, puesto que el cemento representa alrededor del 90% en la realización de proyectos de infraestructura.

Las perspectivas de crecimiento de la compañía en el mediano y largo plazo se sustentan en el incremento de ventas en el sector auto-construcción, que representa aproximadamente el 60% de los despachos de cemento, debido al déficit habitacional de 1,9 MM hogares en el país; así como, la mayor demanda de cemento para proyectos de infraestructura, que representan más del 40% de los despachos de la compañía, por una recuperación de la inversión privada, que prodría iniciar a partir del segundo semestre de 2017.

Para satisfacer la creciente demanda de cemento, la compañía ha llevado a cabo un plan agresivo de expansión de su capacidad instalada, desde el año 2008 y recientemente ha iniciado el funcionamiento al 100% de su nueva planta de Piura, sumando una capacidad total de casi 5 MM Tm de producción de cemento, con lo cual busca mejorar sus márgenes y alcanzar mayor eficiencia operativa.

Asimismo, con la finalidad de obtener una conclusión robusta sobre el valor obtenido, se realizaron 2 valorizaciones adicionales: una mediante el método del *adjusted present value* (APV), y otra sobre la base de los múltiplos de empresas comparables; y se obtuvieron valores de valuaciones de analistas del mercado. Al comparar los resultados, el precio de la acción calculado mediante el método de DCF se encuentra en un rango de precios aceptable.

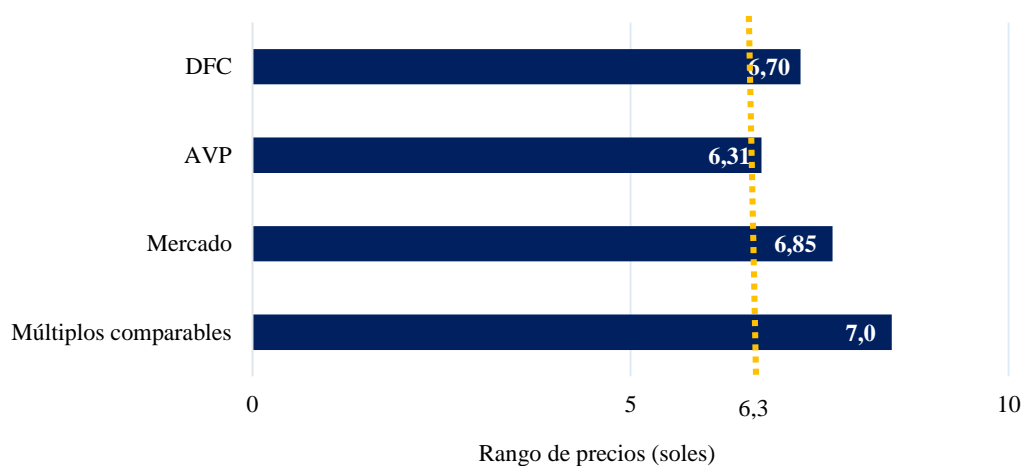
La recomendación de inversión se sustenta, además, en el buen desempeño financiero de la compañía, reflejado en sus niveles de generación y en la cobertura de sus obligaciones financieras,

así como el respaldo patrimonial que el Grupo Hochtief le otorga y el destacado posicionamiento que mantiene (23% de *market share* nacional y 99% de *market share* en su zona de influencia).

Respecto a los riesgos que enfrenta la compañía, es posible mencionar que el principal riesgo es el deterioro en las condiciones económicas del país, que afectaría la demanda futura de cemento; así como, la elevada concentración geográfica que podría afectar a la compañía ante una coyuntura adversa en alguna de las principales ciudades de la zona de influencia.

En líneas generales, la compañía está bien posicionada para enfrentar el crecimiento futuro de la demanda y responder rápidamente a las mejoras en el entorno económico con una mayor eficiencia operativa.

### Resultado de valoraciones



Fuente: Elaboración propia 2017.

## Índice de contenidos

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos .....	ix
Índice de anexos .....	x
<b>Capítulo I. Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Descripción del negocio.....</b>	<b>2</b>
1. La empresa.....	2
2. Líneas de negocio .....	4
3. Tipos de clientes .....	5
4. Áreas geográficas.....	6
5. Esquema de operaciones.....	6
6. Ciclo de vida de la empresa .....	7
7. Cadena de valor .....	8
<b>Capítulo III. Macroentorno, análisis de la industria y posicionamiento competitivo.....</b>	<b>9</b>
1. Macroentorno y análisis FODA.....	9
2. La industria de cemento en Perú.....	10
3. Posicionamiento competitivo y propuesta de valor de CPSAA.....	14
<b>Capítulo IV. Análisis financiero.....</b>	<b>15</b>
1. Ingresos y costos.....	15
2. Ratios financieros.....	18
3. Capex y deuda.....	21
<b>Capítulo V. Valoración de Cementos Pacasmayo .....</b>	<b>23</b>
1. Métodos de valoración.....	23
2. Supuestos de la valoración.....	23

3. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC).....	23
4. Resultados de las valoraciones.....	24
5. Comparación de resultados .....	26
6. Análisis de sensibilidad.....	27
7. Análisis de escenarios .....	27
<b>Capítulo VI. Análisis de riesgos .....</b>	<b>29</b>
<b>Conclusiones y recomendaciones .....</b>	<b>30</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>31</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>34</b>
<b>Nota biográfica .....</b>	<b>52</b>

## Índice de tablas

Tabla 1.	Clasificación de clientes de CPSAA .....	5
Tabla 2.	Capacidad instalada/producción/ratio de utilización .....	7
Tabla 3.	Cadena de valor de CPSAA .....	8
Tabla 4.	Mercado de cementos en Perú (MM Tn).....	11
Tabla 5.	Evolución volumen/precio venta de cemento (2011-2016).....	15
Tabla 6.	Composición del costo de ventas por segmento .....	17
Tabla 7.	Capex de CPSAA .....	21
Tabla 8.	Cronograma estimado de deuda e intereses.....	22
Tabla 9.	Cálculo del WACC de CPSAA .....	24
Tabla 10.	Resultados: DCF.....	24
Tabla 11.	Resultados: APV .....	25
Tabla 12.	Resultados: múltiplos de empresas comparables.....	26
Tabla 13.	Resultados: analistas de mercado .....	26
Tabla 14.	Sensibilidad del precio .....	27
Tabla 15.	Escenarios de precio .....	28



## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Estructura corporativa de CPSAA.....	2
Gráfico 2.	Estructura del capital social de CPSAA .....	3
Gráfico 3.	Estructura accionaria de CPSAA.....	3
Gráfico 4.	Líneas de negocio de CPSAA .....	4
Gráfico 5.	CAGR por líneas de negocio.....	4
Gráfico 6.	Base de consumidores de CPSAA.....	5
Gráfico 7.	CPSAA: Despachos de cemento por departamento (MM Tm) .....	6
Gráfico 8.	Ciclo de vida de CPSAA .....	8
Gráfico 9.	Matriz FODA .....	9
Gráfico 10.	PBI Perú/PBI Construcción/ventas CPSAA (variación %).....	10
Gráfico 11.	Industria de cemento en Perú: Consumo vs. Producción .....	11
Gráfico 12.	Competidores y consumidores de cemento en Perú .....	12
Gráfico 13.	Análisis de Porter .....	13
Gráfico 14.	Evolución de los ingresos y margen bruto (2011-2016).....	15
Gráfico 15.	Composición de ventas consolidadas 2016 .....	15
Gráfico 16.	Estructura del costo de ventas .....	16
Gráfico 17.	Capital de trabajo operativo.....	17
Gráfico 18.	Ratios financieros .....	19
Gráfico 19.	Análisis Dupont .....	20
Gráfico 20.	Payout ratio.....	20
Gráfico 21.	Comparación de valorizaciones.....	27

## Índice de anexos

Anexo 1.	<i>Timeline</i> de CPSAA .....	35
Anexo 2.	Consejo directivo de CPSAA (2016) .....	35
Anexo 3.	Estructura organizacional de CPSAA (2016).....	36
Anexo 4.	Evolución de la acción CPACASC1 .....	37
Anexo 5.	Áreas geográficas donde CPSAA tiene presencia.....	38
Anexo 6.	Proceso productivo de fabricación del cemento .....	38
Anexo 7.	Esquema de comercialización y puntos de distribución de CPSAA .....	39
Anexo 8.	Análisis PEST.....	40
Anexo 9.	Factores determinantes en la industria de cemento .....	41
Anexo 10.	Demanda potencial en la región norte de Perú.....	42
Anexo 11.	Modelos de negocio de CPSAA.....	42
Anexo 12.	Factores sociales de CPSAA .....	43
Anexo 13.	Supuestos de la valoración .....	44
Anexo 14.	Proyección de ventas y producción .....	45
Anexo 15.	Proyección de márgenes e inversiones .....	46
Anexo 16.	Cálculo del WACC.....	47
Anexo 17.	Cálculo de la tasa desapalancada (Ku) .....	48
Anexo 18.	Estados financieros históricos de CPSAA.....	49
Anexo 19.	Estados financieros proyectados.....	50

## Capítulo I. Introducción

La presente valoración tiene como objetivo determinar el valor fundamental de la acción común de Cementos Pacasmayo S.A.A. (en adelante CPSAA o la compañía), aplicando la metodología de flujos de caja descontados o *discounted cash flow* (DCF), a fin de compararlo con el precio de mercado y dar una recomendación de inversión.

CPSAA es una empresa industrial ubicada en la región norte de Perú que produce, comercializa y distribuye cemento y sus derivados, y cuenta con más de 59 años de historia. Es la segunda cementera más importante del país y líder en los mercados del norte y noreste de Perú. Sus productos son insumos básicos en la industria de la construcción, sector con mayor crecimiento en la economía peruana y con estimaciones muy favorables para los próximos años. Se espera que las ventas de cemento sigan la misma tendencia, dada su fuerte relación con el sector construcción; por ello, durante los últimos años, la compañía se ha preocupado por mejorar su balance, defender su participación de mercado y realizar importantes inversiones como la construcción de la planta de Piura y la modernización y ampliación de sus instalaciones productivas, con el fin de sostener sus márgenes, mejorar su productividad, aumentar su capacidad de producción, reducir la dependencia de clinker importado y reducir sus costos operacionales.

Posee 3 plantas de producción localizadas estratégicamente en las ciudades de Pacasmayo, Rioja y Piura, las cuales suman una capacidad instalada anual de aproximadamente 4.9 MM toneladas métricas de cemento y le han permitido una facturación de S/ 1.240 MM durante el 2016 y un EBITDA que bordea el 30% de las ventas. Asimismo, cuenta con personal con amplia experiencia y una planilla de 1.362 trabajadores entre ejecutivos, empleados y obreros. Además, sus acciones listan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde 1995 y en la Bolsa de Valores de Nueva York desde 2012. Durante el 2016, el precio promedio de las acciones en la BVL mostró un crecimiento de S/ 1,10 respecto al 2015. Por otro lado, los accionistas tienen derecho a recibir dividendos, los cuales son distribuidos periódicamente de acuerdo con la política de dividendos de la compañía.

Como parte de la cultura y estrategia corporativa, la compañía es socialmente responsable en todos los aspectos de su negocio y realiza de manera voluntaria inversiones en programas de educación, salud y desarrollo social. Asimismo, está comprometida con el desarrollo y la mejora constante de las prácticas del buen gobierno corporativo en beneficio de sus *stakeholders*, es así, que por séptimo año consecutivo fue reconocida por la BVL como parte del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC), indicador de cumplimiento de buenas prácticas corporativas.

## Capítulo II. Descripción del negocio

### 1. La empresa

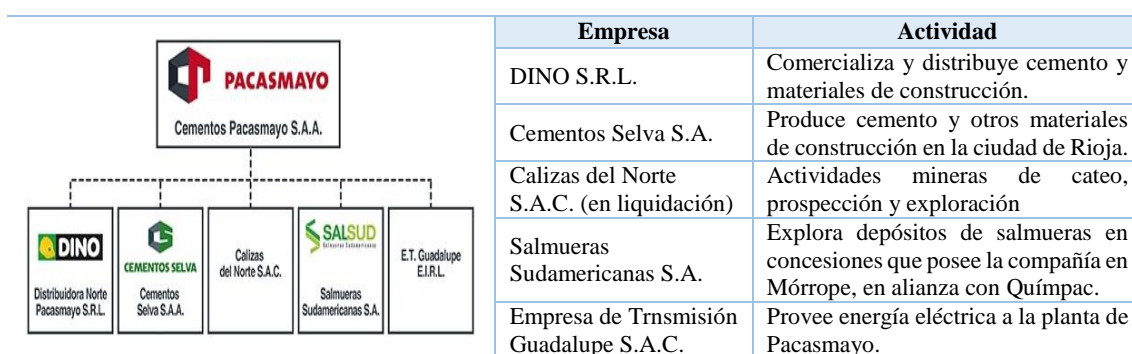
CPSAA fue constituida en Lima en 1949 por inversionistas privados para atender el mercado del cemento en la región norte de Perú. Está registrada como una sociedad anónima abierta<sup>1</sup> y sus operaciones son monitoreadas por el Ministerio de la Producción (Produce), bajo las leyes peruanas. El anexo 1 muestra la *timeline* de la compañía.

#### 1.1. Grupo económico

CPSAA es una empresa del Grupo Hochtild<sup>2</sup>, conformada por 5 subsidiarias operativas constituidas en Perú, donde posee una participación del 100% excepto en Salmueras Sudamericanas (75%), con las cuales busca integrar y ampliar sus operaciones.

Cabe mencionar que en agosto de 2016, CPSAA aprobó la escisión de Fosfatos del Pacífico S.A. (Fospac), proyecto de exploración de reservas de fosfatos, a favor de una nueva compañía (Fossal S.A.A.); con el fin de optimizar las operaciones, tener un manejo más especializado por línea de negocio y permitir una valoración más precisa de la compañía sin la exposición a un negocio no cementero. Al cierre 2016, el proyecto fosfatos fue clasificado como operación discontinua de la compañía, por lo que la presente valorización incluye el efecto de dicha escisión patrimonial.

#### Gráfico 1. Estructura corporativa de CPSAA



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

#### 1.2. Estructura organizacional (ver anexos 2 y 3)

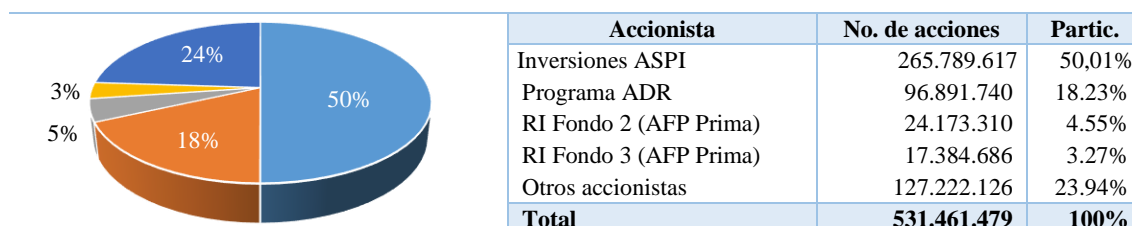
<sup>1</sup> Una sociedad anónima abierta (S.A.A.) es una gran empresa con más de 750 accionistas, que puede realizar oferta pública de sus acciones a través del mercado de valores. Debe contar con una junta de accionistas y un directorio.

<sup>2</sup> El Grupo Hochtild, fundado en 1911, es uno de los conglomerados económicos peruanos más importantes del país, con amplia trayectoria en el sector minero e industrial y operaciones en Perú, Argentina, Chile y México.

### 1.3. Estructura accionaria

El capital social de la compañía, representado por acciones comunes, tiene como principal accionista a Inversiones ASPI S.A.<sup>3</sup> (50,01%), seguido por JPMorgan Chase Bank N.A. F.B.O.<sup>4</sup> (16,92%), y el restante (33,07%) pertenece a accionistas con una participación menor al 5%.

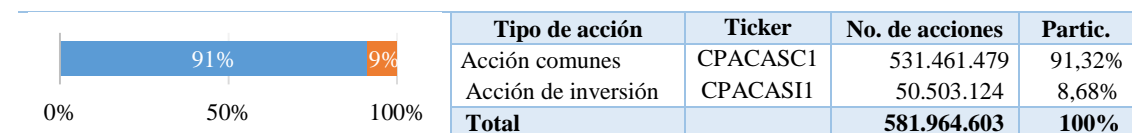
**Gráfico 2. Estructura del capital social de CPSAA**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

CPSAA cuenta con acciones comunes (91,32%) y de inversión (8,68%) íntegramente suscritas y pagadas con un valor nominal de S/ 1,00 por acción, las cuales negocian a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) bajo los nemónicos CPACASC1 y CPACASII, respectivamente. Adicionalmente, cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) un programa de ADRs<sup>5</sup> (cada ADR equivale a 5 acciones comunes de la BVL) bajo el ticker CPAC.

**Gráfico 3. Estructura accionaria de CPSAA**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

La acción CPACASC1 es más líquida y da derecho a voto. La acción CPACASII tiene escasa negociación y no da derecho a voto. Al cierre de 2016, el precio de mercado de las acciones fue S/ 6,30 y S/ 4,30, respectivamente y el valor de mercado de CPSAA, S/ 3.457 MM.

El anexo 4 muestra la evolución de la acción CPACASC1 y el valor de mercado de CPSAA.

<sup>3</sup> Inversiones ASPI es una empresa peruana fundada en 1949, subsidiaria del Grupo Hochschild, dedicada la compra y venta de valores y títulos, la formación de empresas industriales y asesoría empresarial.

<sup>4</sup> JPMorgan Chase Bank es una empresa financiera estadounidense, fiduciaria de JPMorgan Chase & Co.

<sup>5</sup> Un ADR (American Depositary Receipt) es la herramienta bursátil con denominación en dólares que permite a compañías extranjeras colocar sus acciones en bolsas de valores de Estados Unidos.

## 2. Líneas de negocio

El *core business* de CPSAA es la producción, comercialización y distribución de cemento, pero complementa sus ingresos con la venta de subproductos del proceso productivo y otros materiales.

### Gráfico 4. Líneas de negocio de CPSAA

#### Cemento y sus derivados (89% ventas netas)

La compañía ha diseñado un diversificado portafolio de productos de cemento<sup>6</sup> para usos específicos, acorde a las exigencias de las construcciones modernas y al mercado objetivo.

- Tipo tradicional<sup>7</sup>: (i) Portland Tipo I y (ii) Portland Tipo V (ii) Prefabricado, productos para usos generales de la construcción, sin propiedades especiales.
- Tipo adicionados<sup>8</sup>: (iii) Fortimax 3, (iv) Extraforte y (v) Extradurable, productos con alta resistencia al sulfato o agua de mar. El 40% del portafolio está concentrado en la marca Fortimax 3.
- *Low cost*: (vi) Cemento Mochica y (vii) Cemento Amazónico, cementos básicos nuevos, creados como estrategia de mercado para competir en el segmento *low cost* con marcas económicas ingresadas desde Lima.

El cemento es comercializado de dos fomas: (i) en bolsas de papel Kraft de 42,5Kg. para pequeños consumidores y (ii) a granel o en bolsones Big Bag de 1,5 Tm para grandes consumidores industriales.

Los materiales derivados del cemento se producen y venden principalmente como concreto premezclado<sup>9</sup> y bloques de concreto<sup>10</sup>.



#### Cal viva prime (6,1% ventas netas)

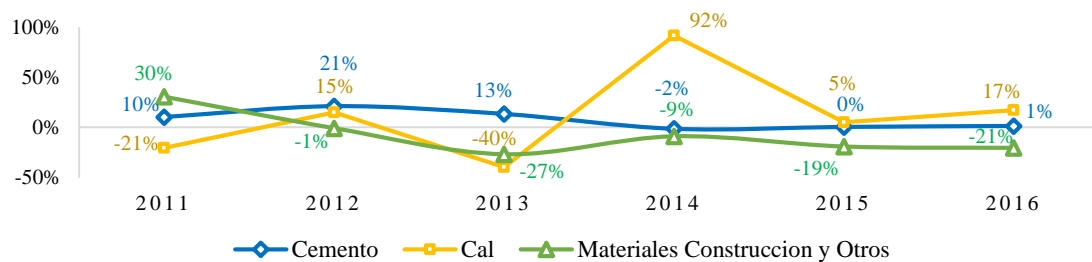
La cal<sup>11</sup> es un producto intermedio en la producción de cemento, su principal destino es la industria minera y siderúrgica. Se comercializa en tres formas: (i) bolsas de 40 kg, (ii) bolsas de 1 tonelada métrica y (iii) a granel para proyectos de construcción más grandes. Es un producto de alta calidad gracias a los derechos de concesión que posee la compañía, con los que podría abastecerse de piedra caliza durante 100 años.

#### Materiales de construcción (4,9% ventas netas)

Este rubro corresponde a la comercialización de materiales de construcción fabricados por terceros a través de la red de distribuidores DINO SRL. El principal cliente es SiderPerú, quien confianza la comercialización de casi el 100% sus productos.

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

### Gráfico 5. CAGR por líneas de negocio



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

<sup>6</sup> El cemento es una mezcla de minerales molidos que al adherirse al agua se endurece hasta formar una especie de roca.

<sup>7</sup> El cemento tradicional o portland es un cemento simple producido sin propiedades especiales.

<sup>8</sup> El cemento adicionado o mezclado es un mix de clinker y aditivos minerales, como la caliza.

<sup>9</sup> El concreto premezclado es una mezcla de cemento, agua, arena y piedra que forma un nuevo material de construcción.

<sup>10</sup> Los bloques de concreto son estructuras de hormigón, como pavimentos, ladrillos, cercas y bordillos.

<sup>11</sup> La cal proviene de la trituración de la piedra caliza. Se utiliza como aditivo para el tratamiento de residuos de agua.

### 3. Tipos de clientes

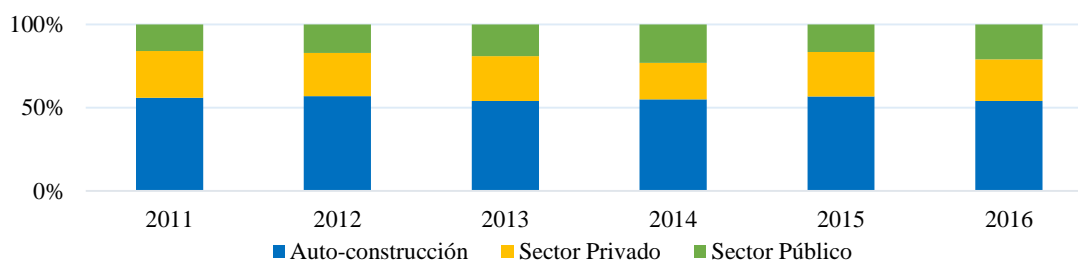
La compañía clasifica a los clientes de acuerdo a sus canales de venta: mayorista o industrial. El cemento es vendido a la fragmentada base de consumidores: sector autoconstrucción (54%), sector privado (25%) y sector público (21%).

**Tabla 1. Clasificación de clientes de CPSAA**

Canal venta	Descripción	Tipo de cliente	Descripción
<b>Mayorista</b> (94,8% de las ventas netas)	Comercializa materiales de construcción para consumidores finales	Comerciantes asociados	Comerciantes de materiales de construcción asociados pertenecen a la red DINO. Sus clientes también pueden ser otros comerciantes.
		Comerciantes no asociados	Comerciantes de materiales de construcción, que no pertenecen a la red de asociados DINO
		Tiendas para mejorar el hogar	Grandes cadenas de tiendas con todo tipo de productos para el mejoramiento del hogar
<b>Industrial</b> (5,2% de las ventas netas)	Comercializa materiales de construcción para grandes constructoras	Empresa KAM nacional	Grandes empresas constructoras con volúmenes de compra significativos, que realizan obras de gran envergadura
		Empresa local	Grandes empresas constructoras del medio local ubicadas en la zona de influencia
		Mediana y pequeña constructora	Empresas constructoras locales que realizan obras pequeñas y medianas
		Transformador	Empresas privadas que producen y comercializan derivados del cemento, como las bloqueteras y ladrilleras
		Planta concretera	Empresas privadas que producen concreto para ser comercializado o consumido internamente

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

**Gráfico 6. Base de consumidores de CPSAA**



**(1) Sector minorista o de autoconstrucción**

Sector con mayor porcentaje de consumo de cemento, impulsado por el mayor poder adquisitivo de la población, se caracteriza por consumidores que compran bolsas individuales de cemento (42,5 kg) para construir o mejorar gradualmente sus hogares con poca o ninguna asistencia profesional, generalmente se lleva a cabo con un maestro de obra con experiencia en construcción.

**(2) Sector privado**

Apunta directamente a pequeñas, medianas y grandes empresas de construcción que trabajan en una variedad de proyectos de construcción, desde complejos de viviendas a desarrollos comerciales.

**(3) Sector público**

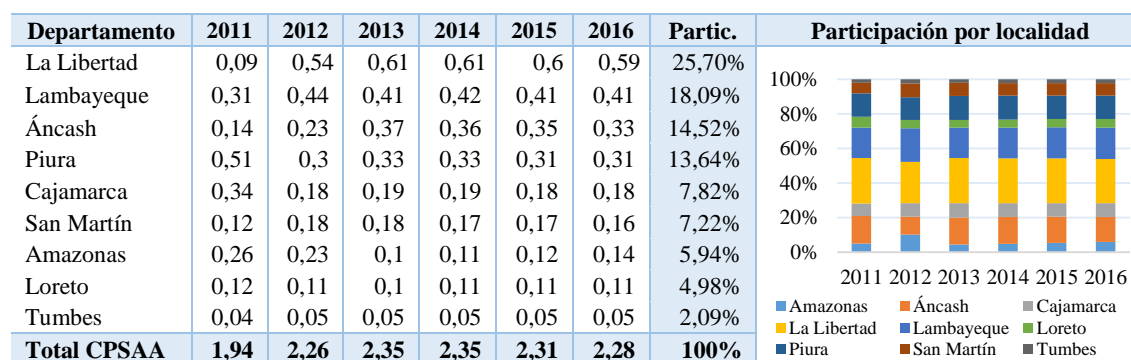
Proporciona cemento a los gobiernos nacionales, regionales y locales que llevan a cabo proyectos de construcción, incluyendo complejos habitacionales y construcción pública, que van desde escuelas y hospitales locales hasta grandes proyectos de infraestructura.

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

#### 4. Áreas geográficas

CPSAA opera en la región norte y nororiental de Perú, donde se concentra aproximadamente el 23% de la población y 14% del Producto Bruto Interno - PBI (INEI<sup>12</sup> 2016 y Apoyo Consultoría 2016). Su mercado se extiende desde la línea ecuatorial en el norte de Perú hasta Áncash en el sur, la Cordillera de Los Andes en el este y el Océano Pacífico en el oeste; con presencia significativa en los departamentos de La Libertad, Lambayeque, Áncash, Piura, Cajamarca y San Martín; logrando una participación de mercado del 99% en su área de influencia y el 23% del mercado local. Las áreas geográficas donde CPSAA tiene presencia se muestran en el anexo 5.

**Gráfico 7. CPSAA: Despachos de cemento por departamento (MM Tm)**



Fuente: INEI 2016. Elaboración propia.

#### 5. Esquema de operaciones

##### 5.1. Proceso de producción

El proceso estándar de producción de cemento consta de seis etapas: extracción y transporte de la piedra caliza, molición y homogeneización, clinkerización, molienda, almacenamiento y embalaje, carga y distribución (ver anexo 6).

Las plantas de producción están distribuidas estratégicamente en las principales ciudades del norte del país, y su capacidad de producción anual garantiza el abastecimiento oportuno y los volúmenes solicitados en toda la región norte y noreste del país. Con la nueva planta de Piura, que entró en pleno funcionamiento en el 2016, se ha sumado una capacidad total de casi 5 MM Tm de producción de cemento; asimismo, se ha reemplazado exitosamente el clínker importado (+44% respecto al 2015) y trasladado producción de instalaciones menos eficientes, generando

<sup>12</sup> Instituto Nacional de Estadística e Informática



una reducción de costos de producción. Esto último explica la disminución de utilización de la planta Pacasmayo en el 2016 (cemento -25,6% y clinker -24,8% respecto al 2015).

**Tabla 2. Capacidad instalada/producción/ratio de utilización**

(MM Tm/año)		Planta Pacasmayo	Planta Selva	Planta Piura	Total	Planta Pacasmayo	Planta Selva	Planta Piura	Total	Var%
Capacidad instalada	Cemento	2,90	0,44	1,60	4,94	2,90	0,44	1,60	4,94	0%
	Clinker	1,50	0,28	-	1,78	1,50	0,28	1,00	2,78	56%
	Cal	0,24	-	-	0,24	0,24	-	-	0,24	0%
Producción	Cemento	1,88	0,29	0,16	2,33	1,18	0,28	0,82	2,28	-2%
	Clinker	0,97	0,23	-	1,2	0,89	0,21	0,63	1,73	44%
	Cal	0,10	-	-	0,1	0,16	-	-	0,16	60%
Ratios de utilización	Cemento	65,0%	65,3%	10,1%	47%	40,6%	64,0%	51,1%	46%	-2%
	Clinker	64,5%	83,9%	-	67%	59,1%	76,7%	62,9%	62%	-7%
	Cal	40,8%	-	-	41%	65,2%	-	-	65%	59%

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

## 5.2. Comercialización y distribución

Las actividades comerciales de la compañía se realizan a través sus subsidiarias Distribuidora Norte Pacasmayo - DINO SRL y DinSelva Iquitos S.A.C., las cuales adquieren el 100% del cemento producido y, junto a una red de asociados, se encargan de la distribución en todo el norte de Perú. La distribución se realiza de acuerdo con los canales de venta (mayorista o industrial).

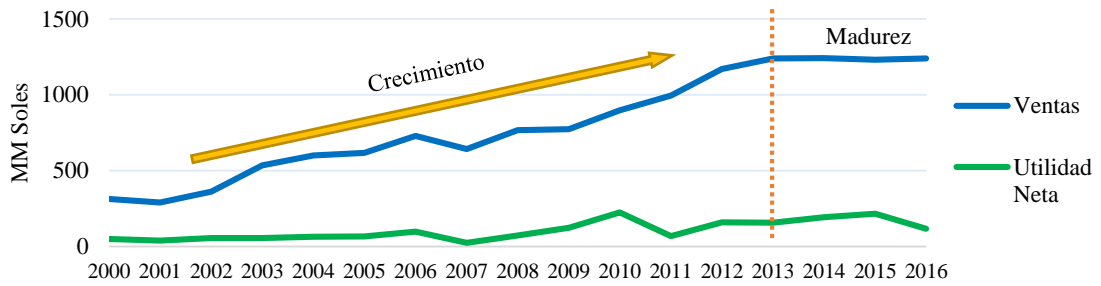
El anexo 7 detalla el esquema de comercialización y distribución de CPSAA a través de su subsidiaria DINO SRL.

## 6. Ciclo de vida de la empresa

CPSAA es una empresa con más de 59 años de historia, de amplia trayectoria comercial y líder del mercado cementero peruano. Posee un sofisticado esquema integral de operaciones y un diversificado portafolio de productos acorde a su mercado objetivo, con un marcado reconocimiento entre sus consumidores. Su última mayor inversión ha sido la construcción de la planta con la que busca mantener el liderazgo y posicionamiento en su zona de influencia.

Por lo tanto, es posible afirmar que la compañía se encuentra en una etapa de madurez, pues ha superado exitosamente todos los obstáculos que suponen su continuidad. Su actual objetivo es alcanzar la mayor eficiencia de costos cuidando los márgenes, y mejorar sus productos generando valor agregado. Como es propio en esta etapa, los planes de crecimiento son menores, por lo que la estrategia de la compañía es más defensiva que agresiva.

**Gráfico 8. Ciclo de vida de CPSAA**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia

## 7. Cadena de valor

La cadena de valor de CPSAA se muestra en la siguiente tabla:

**Tabla 3. Cadena de valor de CPSAA**

<b>Infraestructura</b> 3 plantas de producción, 7 plantas fijas y 8 móviles de concreto premezclado, 3 plantas de agregados, 5 plantas de producción de prefabricados, 1 planta de producción de ladrillos y 9 oficinas comerciales.					Margen
<b>Recursos humanos</b> Política de reclutamiento, promoción y desarrollo profesional. Capacitación y seguimiento continuo					
<b>Desarrollo tecnológico</b> Equipos mecánicos metalúrgicos, químicos y eléctricos, hornos rotatorios y maquinas trituradoras.					
<b>Adquisiciones</b> Tecnología de última generación en la moderna planta de Piura					
<b>Logística de entrada</b> Almacenaje de materia prima (caliza, arcilla, yeso y arena)	<b>Operaciones</b> Proceso productivo (1) Extracción (2) Trituración (3) Homogeneización (4) Clinkerización (5) Molienda (6) Empaque/despacho	<b>Logística de salida</b> Almacenaje, control de inventarios y distribución a través de Dino SRL y la red de asociados	<b>Mercadotecnia y ventas</b> Promoción Publicidad Fuerza de ventas	<b>Servicio</b> Serv. preventa Serv. especializados (pavimentadores y bombeo de concreto, encofrados metálicos, cemento a granel) Serv. postventa	Margen

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia

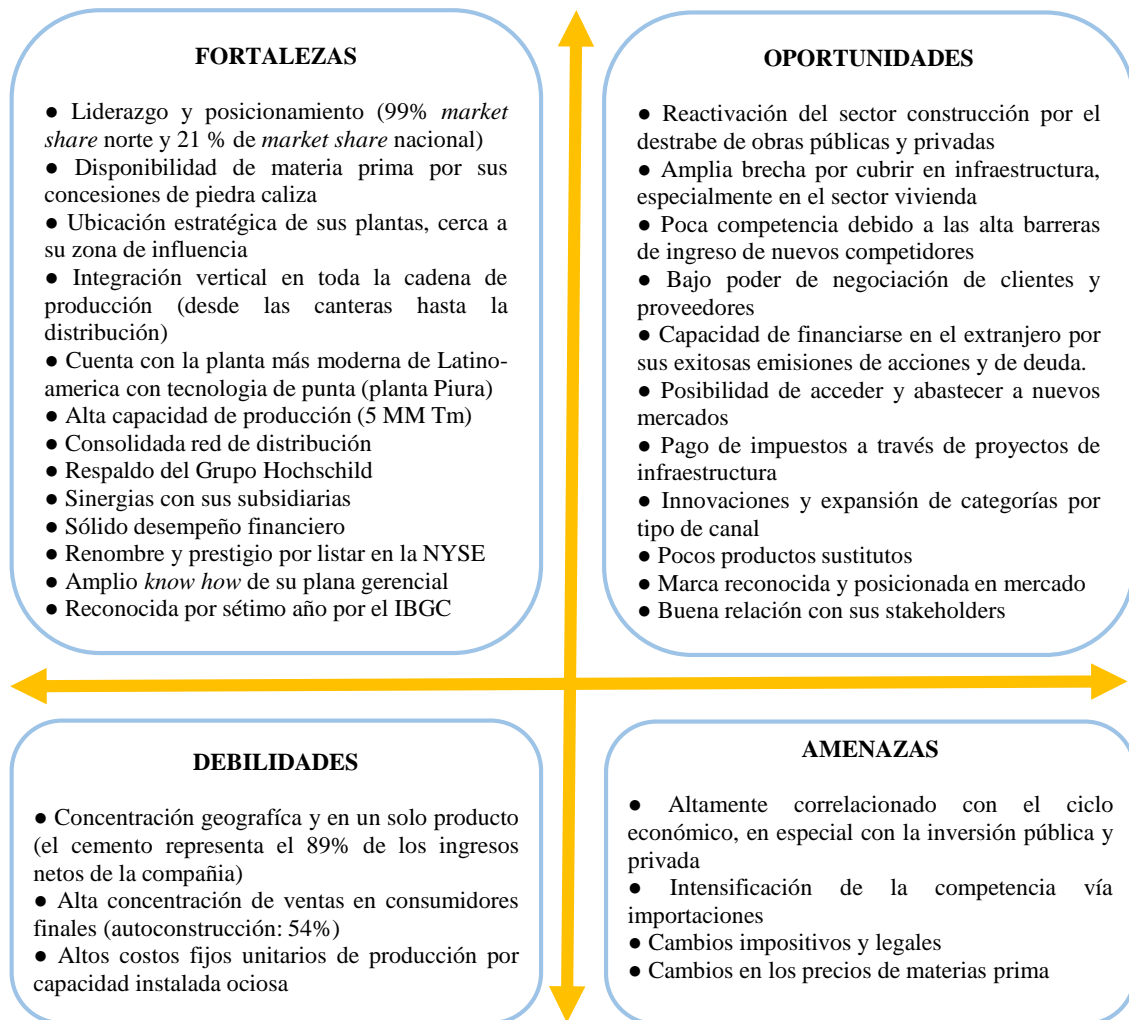
### Capítulo III. Macroentorno, análisis de la industria y posicionamiento competitivo

#### 1. Macroentorno y análisis FODA

Al analizar los factores externos que influyen en las operaciones de CPSAA, mediante un análisis PEST<sup>13</sup> (ver anexo 8), es posible afirmar que el factor económico influye directamente en el comportamiento de la compañía.

Luego, la matriz FODA<sup>14</sup> para CPSAA quedó determinada bajo los siguientes lineamientos:

**Gráfico 9. Matriz FODA**



Fuente: Elaboración propia 2017.

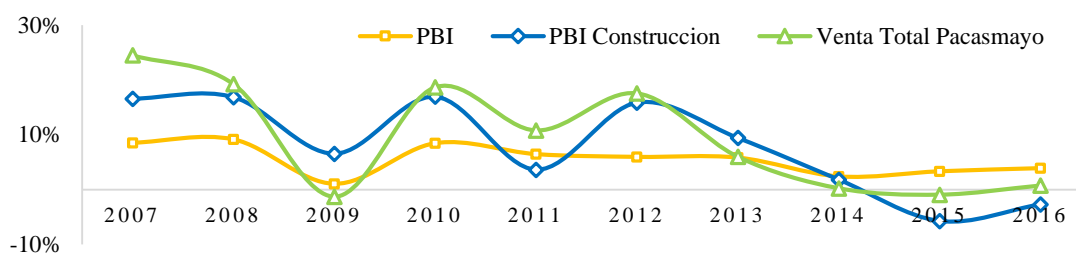
<sup>13</sup> Análisis de los factores externos (políticos, económicos, sociales y tecnológicos) que influyen en la empresa, pero están fuera de su ámbito de control.

<sup>14</sup> Metodología para observar la situación actual de la empresa, analizando sus características internas (debilidades y fortalezas) y su situación externa (amenazas y oportunidades).

## 2. La industria de cemento en Perú

Dado que el uso básico del cemento es para la infraestructura, la industria cementera está fuertemente vinculada al sector construcción y relacionada con la coyuntura económica del país.

**Gráfico 10. PBI Perú/PBI Construcción/ventas CPSAA (variación %)**



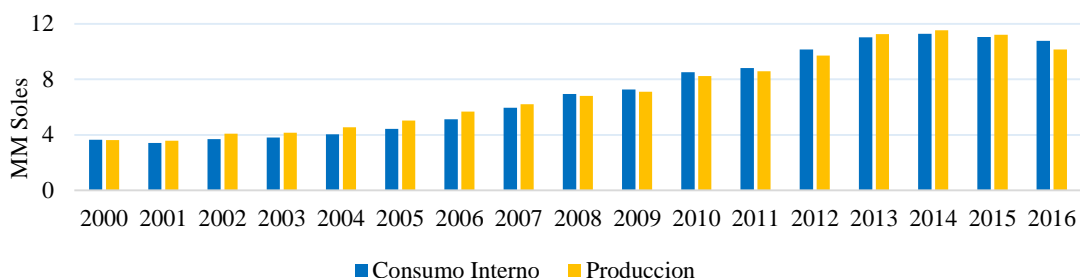
Fuente: INEI, BCRP 2016. Elaboración propia

En los últimos 5 años, el sector construcción creció en promedio 3,73%; sin embargo, durante el 2016 decreció 3,15% por una menor inversión privada y gasto público. Esta misma tendencia se reflejó en la industria de cemento, en la que el consumo interno y los despachos de cemento cayeron 4,8% y 2,1%, respectivamente, principalmente por la contracción de proyectos de infraestructura, el menor avance de obras públicas y el menor poder adquisitivo de la población, el cual ha venido impulsando al mercado inmobiliario y el gasto en la autoconstrucción (Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI 2016).

Pese a ello, las proyecciones para el sector construcción para los próximos años son optimistas y se espera una recuperación a partir del segundo semestre de 2017 con una expansión de 3,6% y que los despachos de cemento sigan la tendencia del PBI. Asimismo, las empresas predicen un aumento de sus ingresos de 9,1%, justificado en el crecimiento económico sostenido del país en la última década (+5,18% promedio) y en las expectativas de recuperación de la inversión privada, la ejecución del plan de reconstrucción por el fenómeno de El Niño costero y el destrabe de obras públicas (Marco Macroeconómico Multianual: MMA 2017-2019, del Ministerio de Economía y Finanzas - MEF 2016).

Además, cabe mencionar que el actual gobierno está centrado en la inversión en infraestructura como componente clave del progreso económico de Perú, por lo que la recuperación de la inversión para el 2017 y 2018 permitirá la ejecución de grandes proyectos de infraestructura para el sector público, así como una inversión privada en infraestructura de aproximadamente US\$ 3,44 MM (ProInversión 2016).

**Gráfico 11. Industria de cemento en Perú: Consumo vs. Producción**



Fuente. INEI 2016. Elaboracion propia.

## 2.1.Principales competidores

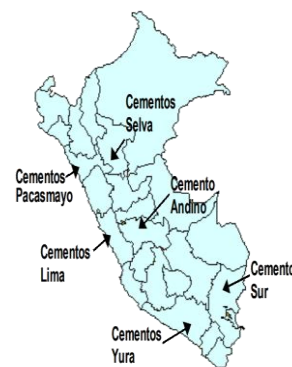
La industria cementera del país es un oligopolio conformado por tres grupos que se reparten el mercado geográficamente y cubren la demanda de cemento a nivel nacional:

- (1) El Grupo Hochtief, con Cementos Pacasmayo SAA y Cementos Selva, tiene como área de influencia el norte del país y el 23% de *market share* nacional.
- (2) El Grupo Rizo Patrón (Unacem), con Cementos Lima, Cementos Andinos y Caliza Inca, tiene como área de influencia el centro del país y es líder local con 49,4% de *market share* nacional.
- (3) El Grupo Gloria, con Cementos Yura y Cementos Sur, tiene como área de influencia el sur del país y el 23,8% de *market share* nacional.
- (4) Adicionalmente, existen importadores de cemento que abastecen básicamente las ciudades de Lima e Iquitos y representan el 4,4% del mercado local.

**Tabla 4. Mercado de cementos en Perú (MM Tn)**

(MM Tn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	% part
Región norte	1,99	2,28	2,38	2,39	2,32	2,28	22,5%
C.Pacasmayo	1,75	2,05	2,11	2,05	2,02	2,00	19,7%
C.Selva	0,20	0,20	0,24	0,30	0,29	0,28	2,8%
Importaciones	0,05	0,03	0,03	0,04	0,01	-	-
Región centro	5,16	5,88	6,37	6,54	6,42	5,46	53,7%
Unacem	4,71	5,32	5,61	5,70	5,55	4,70	46,3%
Caliza Inca	0,10	0,16	0,29	0,38	0,36	0,31	3,1%
Importaciones	0,35	0,41	0,47	0,46	0,51	0,45	4,4%
Región sur	1,71	2,20	2,52	2,60	2,48	2,42	23,8%
Yura	1,71	2,20	2,52	2,60	2,48	2,42	23,8%
<b>Total nacional</b>	<b>8,86</b>	<b>10,36</b>	<b>11,27</b>	<b>11,53</b>	<b>11,22</b>	<b>10,16</b>	<b>100%</b>

Fuente. INEI 2016. Elaboracion propia.



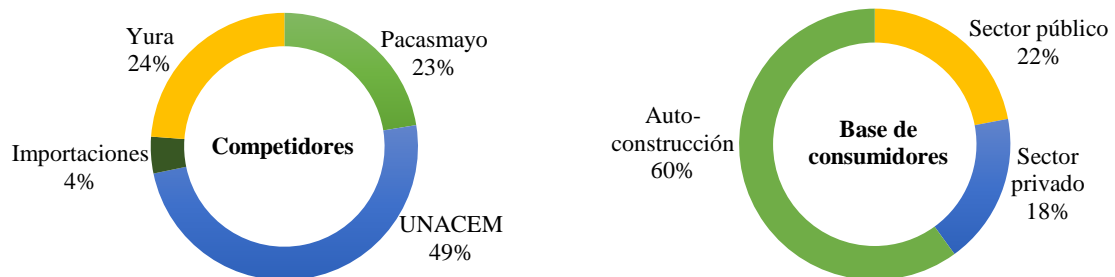
La razón principal de la división geográfica obedece a los elevados costos de transporte, que encarecen el traslado del producto final, generando que estas empresas ejerzan una posición dominante con escasa competencia. No obstante, los precios de las distintas variedades de

cemento son bastante homogéneos y mantienen un nivel similar desde hace varios años, pues su margen de diferenciación es limitado. Asimismo, la variación en las participaciones de mercado no responde tanto al desplazamiento de una empresa por parte de otra, sino a las fluctuaciones de la demanda en cada zona geográfica donde se localiza cada cementera.

## 2.2. Base de consumidores

La base consumidores de cemento en Perú se encuentra altamente fragmentada, más del 60% de consumo es realizado por clientes pequeños para la autoconstrucción de viviendas, y el casi 40% restante es demandado por el Estado e inversionistas privados a través de programas de edificación de infraestructura.

**Gráfico 12. Competidores y consumidores de cemento en Perú**



Fuente: INEI y ASOCEM 2016. Elaboración propia.

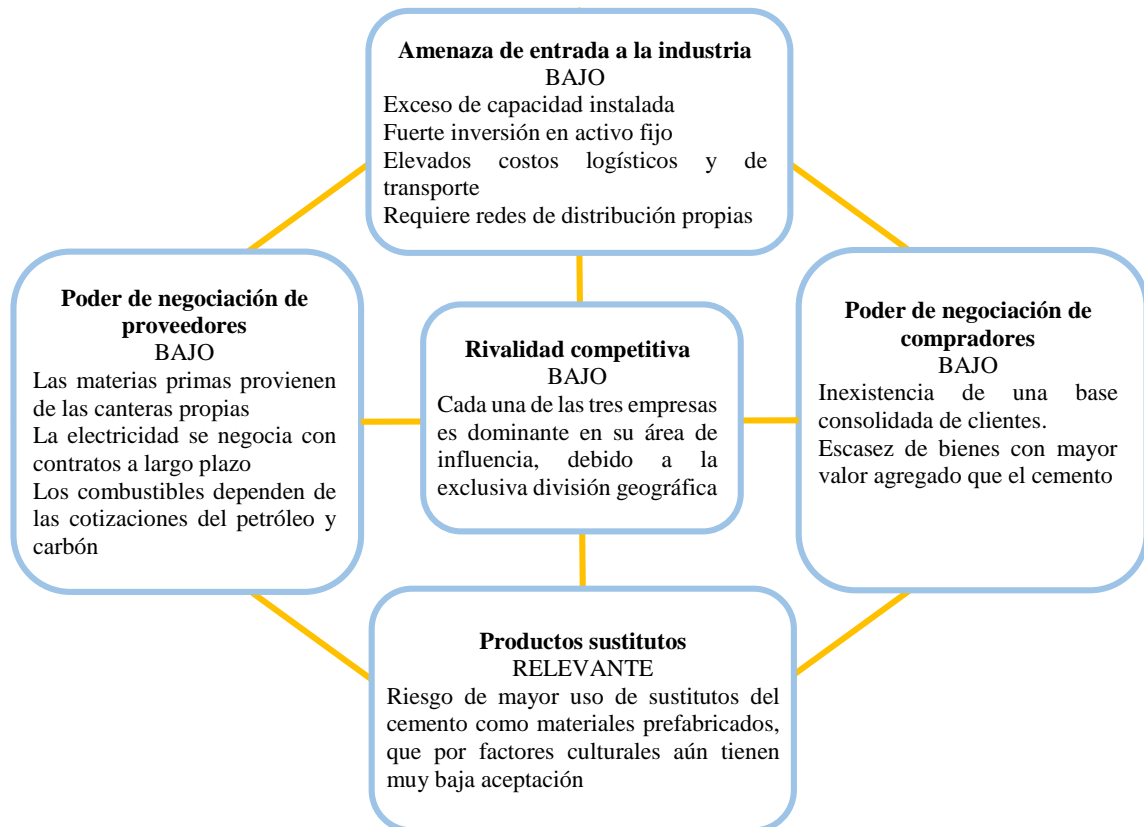
Los principales factores que influyen en la oferta y demanda de la industria cementera del país se detallan en el anexo 9.

## 2.3. Análisis de Porter<sup>15</sup>

Dado que el nivel de competitividad de las cementeras depende básicamente de su estructura de costos y que solo compiten en su zona de influencia, el análisis de la industria cementera de acuerdo a las cinco fuerzas competitivas de Porter es el siguiente:

<sup>15</sup> Modelo estratégico que establece un marco para analizar el nivel de competencia dentro de una industria y poder desarrollar una estrategia de negocio. Diseñado por Michael Porter, profesor de la Escuela de Negocios de Harvard.

**Gráfico 13. Análisis de Porter**



Fuente: Elaboración propia 2017.

#### **2.4. Demanda potencial en la región norte**

En la región norte se están llevando a cabo 3 megaproyectos, aún en etapa de ejecución, donde CPSAA es proveedor de cemento, concreto y pilotes. Para el 2017, la compañía tiene por atender parte del cemento requerido: Refinería de Talara (16%), Proyecto Chavimochic (60%) y Carretera Longitudinal de la Sierra (45%). Asimismo, se espera una inversión de más de US\$ 24.000 MM en los próximos 5 años, los cuales incluyen 3 nuevos proyectos: la nueva ciudad de Olmos, Alto Piura y la carretera Huacrachuco-Sausacocho.

Por otro lado, existe un déficit de viviendas en toda la región norte, estimado en aproximadamente 0,44 MM de hogares (Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento de Perú 2016) y la ejecución del plan de reconstrucción del fenómeno de El Niño costero, que en el primer trimestre de 2017 afectó la región norte del país y ocasionó la destrucción de infraestructura y viviendas, cuyos daños se estiman en más de US\$ 3,3 MM. El anexo 10 muestra la potencial demanda de proyectos de infraestructura en la región norte.

### 3. Posicionamiento competitivo y propuesta de valor de CPSAA

A lo largo de los últimos años, CPSAA ha consolidado su posicionamiento en la región norte principalmente por:

- Modelo de negocio que alude a la integración vertical de operaciones, participando en toda la cadena de producción, comercialización y distribución; desde las canteras hasta la red de distribución, a través de DINO
- Estructura competitiva en costos, dada por diversas estrategias como:
  - Ubicación estratégica de las canteras y plantas de producción
  - Sustitución de carbón y clinker importado por los producidos localmente
  - Contratos de suministro de electricidad a largo plazo
- Moderna planta de Piura con tecnología de vanguardia y altos estándares ambientales
- Consolidación comercial centrada en maximizar el valor de las ventas en el mercado objetivo
- Expansión de cobertura geográfica, con la especialización por tipo de canal y reestructuración del sistema de ventas, para dar foco en segundas y terceras ciudades
- Énfasis en la innovación y expansión del portafolio, con el exitoso lanzamiento de cementos Mochica, que al cierre de 2016 representó el 15% de las ventas y aportó +3pp de *market share*
- Expansión del modelo de subdistribución a ferreterías a través de la red de asociados. Dicho modelo ha permitido llegar al 100% de las ferreterías de las principales ciudades, alcanzando una cobertura de 1.500 ferreterías por semestre
- Posicionamiento de la marca Pacasmayo, con niveles de recordación superiores a 98%
- Fuerte relación con las comunidades locales y soporte al maestro de obra a través del Club Maestros de Obra DINO y del Programa Maestros de Excelencia, logrando capacitar a más de 4.000 maestros de obra
- Sólidos resultados financieros, historial de caja y repartición periódica de dividendos
- Disciplinado plan de gastos de capital con atractivo perfil riesgo/retorno
- Gestión y administración experimentada con profesionales altamente competitivos
- Normas sólidas de gobierno corporativo y reconocimiento internacional

La propuesta de valor de CPSAA se define bajo un modelo de sostenibilidad enfocado en tres premisas: (i) crecer rentable y sostenidamente, (ii) fortalecer los vínculos con sus *stakeholders* y (iii) maximizar permanentemente el valor de sus acciones, pues es consciente de que solo así podrá mantener el liderazgo obtenido. Los anexos 11 y 12 muestran los esquemas de negocio y factores sociales de la compañía.

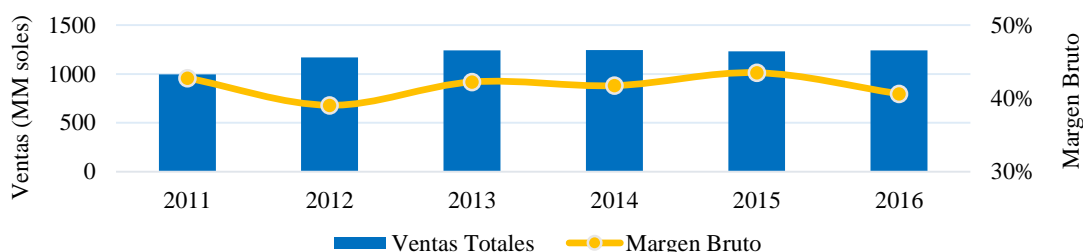


## Capítulo IV. Análisis financiero

### 1. Ingresos y costos

Durante los últimos años, CPSAA se ha beneficiado del crecimiento de la economía peruana, mostrando una tendencia creciente en sus ingresos con un promedio de +7,6% en el periodo 2011-2016, pese a la ligera contracción en el 2015 por la paralización de importantes proyectos de infraestructura como resultado de la desaceleración del sector construcción. Respecto al volumen y precio de venta de cemento, estos han presentado una variación promedio de 4,1% y 3,2%, respectivamente.

**Gráfico 14. Evolución de los ingresos y margen bruto (2011-2016)**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

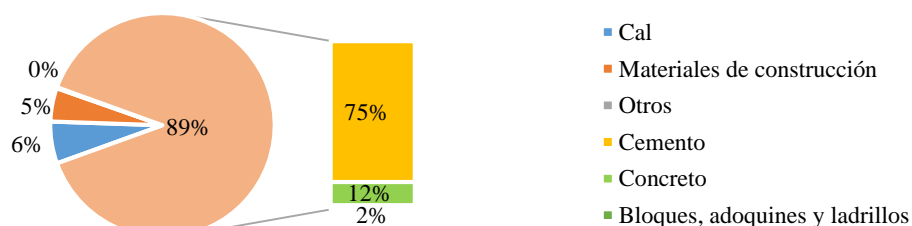
**Tabla 5. Evolución volumen/precio venta de cemento (2011-2016)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Var% prom
Volumen de venta (MM Tm)	1,94	2,25	2,35	2,35	2,31	2,28	<b>4,1%</b>
Precio venta prom (soles)	413	433	469	462	472	484	<b>3,2%</b>

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

La estructura de ingresos de CPSAA tiene como principal componente las ventas de cemento y derivados. Al cierre 2016, las ventas totales ascendieron a S/ 1.240,17 MM (+0,74% respecto al 2015), compuestas por ventas de cemento, concreto y bloques (89,0%), cal (6,1%), suministros para la construcción (4,8%) y otros (0,1%) que no representan operaciones significativas.

**Gráfico 15. Composición de ventas consolidadas 2016**

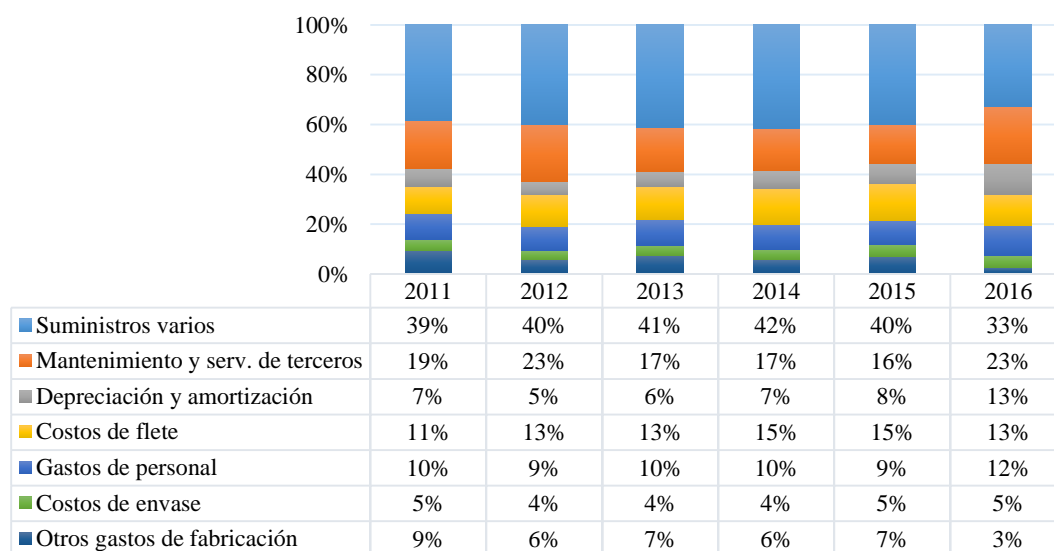


Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

Las ventas netas de cemento, concreto y bloques crecieron 1,3% comparadas con las de 2015, por una demanda extraordinaria asociada con la prevención del fenómeno El Niño en el último *quarter* de 2015, mayores precios y la mayor demanda de proyectos de infraestructura durante los primeros meses de 2016. Asimismo, las ventas de cal crecieron 17,2%, por las mayores ventas de la cal refinada, a un precio más alto durante el último trimestre de 2015. Las ventas de suministros para la construcción cayeron 20,8%, debido a una menor demanda y al aumento de la competencia, que resultó en precios más bajos.

CPSAA ha mantenido un adecuado control de costos que ha derivado en los atractivos márgenes que reporta. El costo de ventas ha ido disminuyendo en los últimos 5 años, a excepción del 2016, donde registró un mayor ritmo que los ingresos y aumentó 5,9% respecto al 2015, principalmente por el pleno inicio de la planta Piura. La mayoría de costos han mantenido un comportamiento estable y su estructura abarca: suministros varios, mantenimiento y servicios de terceros, depreciación y amortización, fletes, envases, gastos de personal y otros. El carbón y la electricidad constituyen los principales costos de la compañía, y en el 2016 cada uno representó el 13,1% de los costos de producción.

**Gráfico 16. Estructura del costo de ventas**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

Respecto al costo de ventas por segmento de negocio, los costos de cemento, concreto y bloques ascendieron a S/ 615,8 MM (+7,7%), debido a una mayor depreciación por el funcionamiento de la planta de Piura. El costo de ventas de la cal y los suministros para la construcción totalizaron S/ 60,9 MM (+24,3%) y S/ 58,7 MM (-19,7%) en línea con las ventas.

**Tabla 6. Composición del costo de ventas por segmento**

(MM Tons. métricas)	2015	2016	Particip.	Var.%
Cemento, concreto y bloques	-572,0	- 615,8	83,6%	7,7%
Cal	-49,0	-60,9	8,3%	24,3%
Materiales de construcción	-73,1	-58,7	8,0%	-19,7%
Otros	-1,7	-1,1	0,2%	-31,8%
<b>Total</b>	<b>-695,8</b>	<b>-736,5</b>	<b>100%</b>	<b>5,9%</b>

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

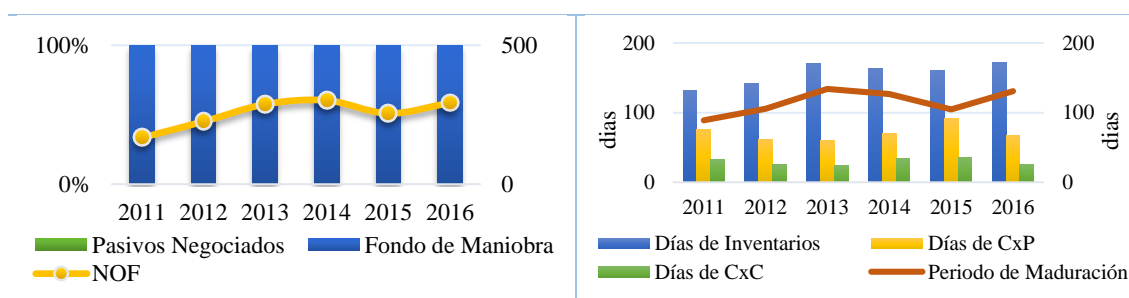
Se prevé que en los próximos años CPSAA continúe con una estrategia de crecimiento orgánico, que dependerá del comportamiento de la economía local, para lo cual cuenta con una capacidad instalada suficiente para afrontar la demanda de los próximos 10 años; así como, con una estrategia de control y reducción progresiva de costes de producción, apoyada en las mayores eficiencias operativas que le brindará la nueva planta de Piura y su modelo de negocio de integración vertical de toda la cadena productiva de cemento.

### 1.1.Capital de trabajo operativo

En los últimos años, las necesidades operativas de fondos (NOF)<sup>16</sup> de la compañía han incrementado en línea con el aumento de las ventas, dada la aplicación de mayores fondos necesarios para llevar a cabo las actividades operativas, pero con una ligera contracción en los años 2014-2015 gracias a su acertada política comercial que permitió que el ciclo de conversión de efectivo (periodo medio de maduración) se reduzca en 29 días.

En el 2016, el aumento de las NOF se debió principalmente a los mayores niveles de *stock* ante la expectativa de mayores ventas por la reactivación del sector construcción (+26 respecto al 2015) y la disminución de los días de pago (de 92 a 67 días respecto al 2015) por la cancelación de cuentas relacionadas con la nueva planta de Piura.

**Gráfico 17. Capital de trabajo operativo**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

<sup>16</sup> NOF = existencias + inventarios – proveedores

Respecto al fondo de maniobra (FM), en el periodo 2011-2016 fue positivo y mayor que las NOF, lo cual evidencia que en el desarrollo del ciclo operativo se produjeron excedentes de tesorería y no fue necesario negociar créditos cortoplacistas. Por tanto, es posible indicar que tanto las NOF como el activo fijo están siendo financiados íntegramente con recursos permanentes.

## 2. Ratios financieros

### 2.1. Liquidez

CPSAA mantiene una sólida posición de liquidez, indicando así que los activos de corto plazo son mayores que los pasivos corrientes. Al cierre 2016, el ratio de liquidez general alcanzó 3,11x, aumentado levemente respecto al 2015 (3,09x), como consecuencia del menor pasivo corriente (-12,58%) principalmente por la reducción de cuentas por pagar comerciales vinculadas a pagos de la planta de Piura, lo que ocasionó una disminución de caja y a la vez una disminución del activo corriente (-10,53%). La compañía no tiene obligaciones de corto plazo.

El adecuado ratio de corriente está sustentado principalmente por lo siguiente:

- Efectivo: Saldo de caja por S/ 80,2 MM. El holgado nivel de liquidez ha permitido realizar inversiones de corto plazo que al cierre 2016 incluían depósitos a plazo fijo por S/ 50,4 MM en el Banco de Crédito del Perú y en cuentas corrientes por S/ 29,8 MM, de los cuales 3,4 MM se encuentran en dólares y el resto en soles.
- Cuentas por cobrar comerciales: Ascenden a S/ 67,7 MM (2% del activo total) con una cartera atomizada de clientes donde, al cierre 2016, 3 clientes adeudaban más de S/ 3 MM cada uno (21% de total) y 27 clientes tenían saldos individuales mayores a S/ 0,7 MM (68% de total).
- Inventarios: Ascenden a S/ 346,5 MM (9% del activo total) e incluyen materias primas, productos en proceso y terminados.

### 2.2. Solvencia

El ratio cobertura de deuda (deuda financiera/EBITDA) evidencia la buena posición de la compañía, alcanzando en el 2016 un indicador de 2,60 años para afrontar obligaciones financieras (acorde a sus *covenants* financieros<sup>17</sup>). El ratio cobertura de intereses fue 5,1, el resultado más bajo en los últimos 5 años, debido a la capitalización de intereses por el funcionamiento de la

---

<sup>17</sup> El ratio de cobertura de servicio de deuda (amortización + intereses) deberá ser como mínimo 2,5 a 1. El ratio de deuda (deuda financiera/EBITDA) no podrá ser mayor que 3,5 a 1.

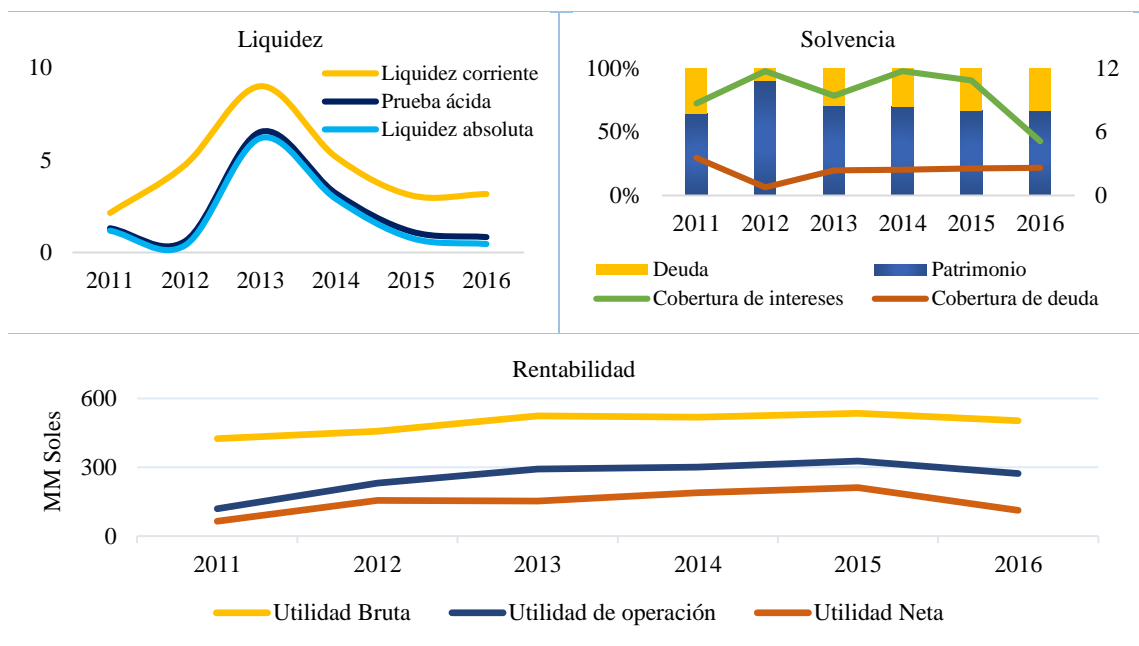
planta de Piura. En cuanto al apalancamiento, la compañía ha operado históricamente bajo niveles conservadores, manteniéndose por debajo de 1 (2016 = 0,5x). El bajo apalancamiento representa una facilidad para acceder sin dificultades a financiamiento para próximos nuevos proyectos.

### 2.3. Rentabilidad

Los resultados anuales de la compañía han mostrado un comportamiento ascendente hasta el 2015 y una ligera contracción en el último año como producto de los mayores costos relacionados principalmente al pleno empleo de la planta de Piura.

En el último año, la utilidad bruta disminuyó en 5,9% debido al incremento del costo de ventas por el uso de clinker importado en el primer semestre 2016, el incremento de la depreciación y mayores costos fijos de la planta de Piura. La utilidad operativa fue menor en 16,8% por mayores gastos en publicidad, asignaciones por cese relacionados con el cierre ambiental permanente de las operaciones de zinc y la disolución de la subsidiaria Calizas del Norte y los mayores costos fijos como resultado del menor volumen de ventas. Por su parte, el EBITDA que representa aproximadamente el 30,7% del total ventas, fue S/ 380 MM (-1,6% respecto al 2015). La utilidad neta cayó de S/ 112 MM a S/ 98,77 MM (-43,6%) por el cese de capitalización de intereses, el aumento de la tasa de impuesto a la renta y a un efecto cambiario negativo.

**Gráfico 18. Ratios financieros**

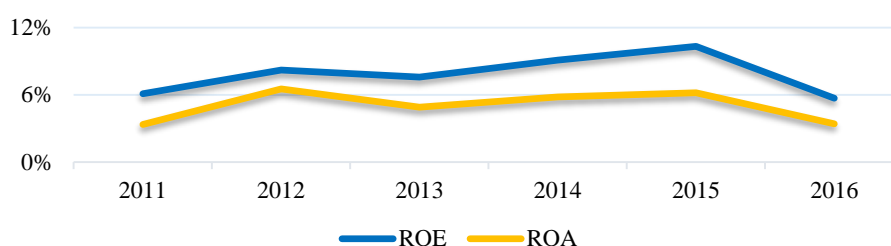


Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

### 2.3.1. Análisis Dupont

Al realizar la descomposición del Dupont, se observa que el principal responsable del crecimiento económico de la compañía es el uso eficiente de sus activos. En el 2016, en línea con la menor utilidad neta alcanzada, la compañía obtuvo una rentabilidad media anualizada sobre sus recursos propios (ROE) de 5,7% y sobre sus activos (ROA) de 8,2%, ambas inferiores a los rendimientos alcanzados en el 2015.

**Gráfico 19. Análisis Dupont**



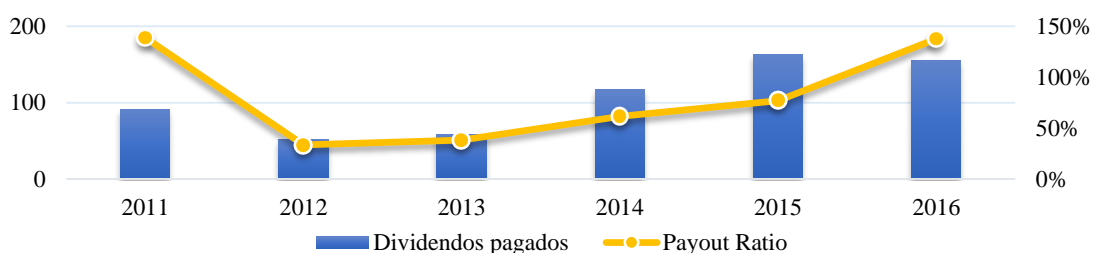
ANALISIS DUPONT	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	<b>22,5%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,3%</b>	<b>5,7%</b>
Apalancamiento	1,60	1,81	1,26	1,55	1,57	1,67	1,68
<b>ROA</b>	<b>14,1%</b>	<b>3,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,4%</b>
Margen Neto (ROS)	25%	7%	13%	12%	15%	17%	9%
Rotación de Activos	57%	51%	49%	40%	38%	36%	37%

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

### 2.3.2. Política de dividendos

CPSAA cuenta con una buena política de dividendos, por lo que cada año, según las necesidades de capital y si las utilidades lo permiten, otorga dividendos a todos los poseedores de sus acciones que pueden llegar hasta el 100% de las utilidades disponibles en cada ejercicio luego de la deducción de impuestos y reserva legal. La distribución de dividendos en el 2016 fue de S/ 155 MM a razón de S/ 0,285 por acción. El *payout* ratio promedio, desde el 2012, es de 69,5%.

**Gráfico 20. Payout ratio**



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

### 3. Capex y deuda

La compañía tiene activos totales por S/ 3.321 MM concentrados en el largo plazo, donde el activo fijo representa más del 65%. Durante los últimos 5 años, la principal inversión ha sido destinada a la construcción de la planta de Piura, con un desembolso total aproximado de US\$ 380 MM. La planta es la más moderna en Latinoamérica, con tecnología de punta que permitirá aumentar en 50% la capacidad de producción de cemento; así como la reducción de costos logísticos.

En el 2016, el Capex de la compañía sumó S/ 120 MM principalmente en inversiones en la planta de Piura, proyectos adicionales en la planta Pacasmayo (reposición de activos, modernización de equipos, etc.), el comisionamiento de la planta de ladrillos de diatomita y en el proyecto fosfatos.

Para los siguientes años, se prevé que las necesidades de inversión disminuirán, debido al término de la construcción de la planta de Piura (febrero de 2016) y la separación del proyecto fosfatos (marzo de 2107), los cuales en promedio representaban el 65% de la inversión total y el 23% de las ventas. Además, la nueva planta posee una infraestructura estimada para los próximos 10 años a un ritmo de crecimiento de 10%, y los actuales objetivos de inversión de la compañía apuntan al sostenimiento de las líneas de producción existentes y a modernizar más la planta de Pacasmayo con la automatización en el manejo de materiales y de despacho (*Diario Gestión* 2016).

**Tabla 7. Capex de CPSAA**

Proyectos (MM soles)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Planta de ladrillos de diatomita	34,5	10,6	11,3	15,8	10,5	0,4
Planta de Cementos Rioja	32,3	57,2	17,6	5,4	6,2	2,7
Planta de Pacasmayo	14,7	16,8	24,5	28,8	11,2	29,9
Planta de Piura	-	52,8	72,9	506,0	415,7	61,3
Proyecto Fosfatos	4,5	23,7	41,6	12,1	37,4	15,6
Proyecto Salmueras	5,8	18,3	5,8	0,3	-	-
Equipos de concreto y agregados	20,5	4,5	21,0	17,5	9,6	10,4
Otros	128,9	86,3	15,9	1,4	0,2	-
<b>Total</b>	<b>241</b>	<b>270</b>	<b>211</b>	<b>587</b>	<b>491</b>	<b>120</b>
<b>Capex/Ventas</b>	24%	25%	18%	47%	42%	10%

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

Al cierre 2016, los pasivos de la compañía representaban el 40,1% del total de las obligaciones, donde el principal componente está constituido por deuda financiera a largo plazo. La deuda de S/ 1.006,8 MM generada para el financiamiento para la construcción de la planta de Piura y el

prepago de un crédito local, corresponde a la emisión bonos *bullet*<sup>18</sup> por US\$ 300 MM en el mercado internacional en febrero de 2013, a una tasa cupón de 4,50% y un plazo de 10 años.

Los bonos tienen un *rating* de BBB- y BB+ por las clasificadoras de riesgo internacionales *Fitch Rating* y *Standard & Poor's*, respectivamente. El pago de los cupones se realiza de forma semestral en moneda extranjera (US\$), por ello la compañía ha contratado una cobertura de *Cross Currency Swaps*<sup>19</sup> por la totalidad de su deuda para reducir al mínimo el riesgo por tipo de cambio.

**Tabla 8. Cronograma estimado de deuda e intereses**

MM soles	Menos de 1 año	1 a 3 años	3 a 5 años	Más de 5 años	Total
Deuda	-	-	-	913,3	<b>913,3</b>
Intereses proyectados	43,8	87,7	87,7	43,8	<b>263,0</b>
<b>Total</b>	<b>43,8</b>	<b>87,7</b>	<b>87,7</b>	<b>957,1</b>	<b>1.176,3</b>

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

La compañía presenta una estructura patrimonial sólida, compuesta principalmente por resultados acumulados (34,2%), primas de emisión (27,5%) y capital social (26,8%). Durante el 2016, el patrimonio neto ascendió a S/ 1.980 MM, menor en 3,2% respecto al 2015 principalmente por los menores resultados acumulados (-7,0%).

<sup>18</sup> Un bono *bullet* se caracteriza por ser amortizable totalmente al vencimiento y solo pagar cupones de intereses.

<sup>19</sup> El *cross currency swaps* es la cobertura de riesgo cambiario originada por un flujo de pagos en una moneda no deseada, que permite al cliente intercambiar un flujo de pagos en una moneda determinada (ejemplo: dólares) por otro flujo de pagos en una moneda distinta (ejemplo: soles).



## **Capítulo V. Valoración de Cementos Pacasmayo**

### **1. Métodos de valoración**

El valor la compañía fue determinado utilizando el modelo de flujo de caja descontado o *discounted cash flow* (DCF), mediante el cual el valor presente de los flujos de fondos futuros estimados fue descontado a una tasa WACC a una fecha determinada (2016).

Adicionalmente, se realizó una valoración mediante el método del valor presente ajustado o *adjusted present value* (APV)<sup>20</sup>, dado que CPSAA se financia con deuda; y otra valoración por múltiplos de empresas comparables, considerando que el negocio de cemento es muy similar en cualquier parte del mundo. Los resultados obtenidos fueron comparados con los valores de valuaciones de analistas de mercado, con el fin de sustentar la recomendación de inversión.

#### **1.1. Justificación de uso del método**

CPSAA es una empresa en marcha que con el reciente inicio de operaciones de su moderna planta de Piura proyecta un aumento progresivo de producción de aproximadamente 50%, con lo que generará flujos futuros que pueden ser valorados mediante el método de DCF.

### **2. Supuestos de la valoración**

La valorización se sustenta en la información consolidada en moneda local (soles) revelada por la compañía, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), la BVL y agencias calificadoras de riesgo de los años 2010-2016, puesto que a partir del 2010 los estados financieros de la compañía fueron preparados en conformidad con las NIIF<sup>21</sup>. Los principales supuestos de la valoración se detallan en el anexo 13.

### **3. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)**

El WACC calculado para CPSAA y utilizado en la presente valoración quedó determinado en 8,32% (ver anexo 16).

---

<sup>20</sup> Método que determina el valor de la empresa sumando dos valores: el valor de la empresa suponiendo que no tiene deuda y el valor del escudo fiscal (ahorro de impuestos) dado que la empresa se está financiando con deuda. En este caso el *free cash flow* se descuenta a una tasa no apalancada o *tasa unlevered* (Ku).

<sup>21</sup> Normas internacionales de información financiera emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB).

**Tabla 9. Cálculo del WACC de CPSAA**

Tasa libre de riesgo	2,49%	Costo de la deuda (US\$)	4,41%
Beta apalancado	0,95	Tasa imponible	36,55%
Prima por riesgo	4,62%		
Riesgo país	1,71%		
Costo del capital (US\$)	8,57%	Costo de la deuda (US\$)	2,80%
<b>Costo del capital (PEN)</b>	<b>9,64%</b>	<b>Costo de la deuda (PEN)</b>	<b>3,55%</b>
<i>Target equity/Total cap</i>	77,36%	<i>Target debt/Total cap</i>	22,64%
	WACC (US\$)	7,27%	
	<b>WACC (PEN)</b>	<b>8,32%</b>	

Fuente: Elaboración propia 2017.

#### 4. Resultados de las valoraciones

##### 4.1. Valoración por *discounted cash flow* (DCF)

El valor fundamental de la acción común de CPSAA, bajo la metodología de DCF, descontando el FCF a un WACC de 8,32%, quedó determinado en S/ 6,70, lo que muestra una apreciación de 6,28% respecto al precio de cierre 2016 (S/ 6,30) resultando una buena alternativa de inversión, por lo que se recomienda comprar/mantener la acción.

**Tabla 10. Resultados: DCF**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidad
EBIT*(1-t)	193	211	232	252	275	296	316	335	351	364	374
(-) Δ WK	-4	-23	-24	-21	-32	-25	-26	-23	-21	-19	-20
(-) Capex neto	-80	-64	-63	-67	-79	-88	-88	-92	-97	-102	-105
(+) Deprec. y amortiz.	83	86	88	89	91	94	96	99	102	105	108
<b>FCFF</b>	192	210	232	253	255	277	299	318	334	348	357
<b>Van FCFF</b>	177	179	183	184	171	171	171	168	163	156	148
<b>WACC</b>	8,32%										

Tasa crecimiento (g)	2,78%
<b>Valor Terminal (MM soles)</b>	<b>6,449</b>
FCFF actualizado	1.723
V. Terminal actualizado	2.900
Cash	80
Deuda	-1.011
<b>Valor patrimonial (MM soles)</b>	<b>3.693</b>
Potencial <i>Upside</i>	6,28%
<b>Valor fundamental por acción (S/)</b>	<b>6,70</b>
<b>Valor de mercado por acción al 31.12.2016 (S/)</b>	<b>6,30</b>

Fuente: Elaboración propia 2017.

#### 4.2. Valoración por *adjusted present value* (APV)

El valor corriente de la acción común bajo el método de APV quedó determinado en S/ 6,31, el FCF fue descontado a una tasa WACC desapalancada de 8,95% (ver anexo 17) y el escudo tributario fue actualizado con el coste de mercado de la deuda de la compañía al cierre 2016 (5.59%). Con una tasa de descuento sin apalancamiento, el potencial de apreciación es de 0,12%, con lo que resulta una buena alternativa de inversión.

El APV resulta una medida útil, pues al considerar tasas de descuentos no apalancadas, refleja las expectativas de retorno de la inversión por parte de los inversionistas.

**Tabla 11. Resultados: APV**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidad
FCFF	192	210	232	253	255	277	299	318	334	348	357
<b>Van FCCF</b>	176	177	179	180	166	165	164	160	155	148	139
WACC sin apalancar	8,95%										
<i>Tax Shield (TS)</i>	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
<b>Van TS</b>	15	14	14	13	12	12	11	10	10	9	9
<i>Kd</i>	5,59%										

Valor Terminal FCFF	5,795
Valor Terminal TS	277
FCFF actualizado	1.671
V. Terminal FCFF actualizado	2.460
TS actualizado	117
V. Terminal TS actualizado	161
<i>Cash</i>	80
Deuda	-1.011
<b>Valor patrimonial (MM soles)</b>	<b>3.478</b>
Potencial <i>Upside</i>	0,12%
<b>Valor corriente por acción (S/)</b>	<b>6,31</b>
<b>Valor de mercado por acción al 31.12.2016 (S/)</b>	<b>6,30</b>

Fuente: Elaboración propia 2017.

#### 4.3. Valorización por múltiplos de empresas comparables

La valoración sobre la base de los múltiplos de empresas comparables, consideró como principal característica en común la concentración de ingresos en la producción de cemento y concreto. Se calculó el promedio de los múltiplos P/E y EV/EBITDA de las empresas seleccionadas, luego el precio de la acción; al promediar los resultados, se obtuvo un precio de S/ 6,85.

**Tabla 12. Resultados: múltiplos de empresas comparables**

Nombre	Mkt Cap	P/E	EV/EBITDA	EV	Dividend Yield	ROE
Cementos Pacasmayo SAA	3.219	28,55	11,72	4.150	4,73	8,66
Union Andina de Cementos SAA	4.116	36,45	8,10	8.827	2,08	7,66
Holcim Ecuador SA	4.513	9,76	12,87	4.938	-	11,68
Cementos Chihuahua	5.589	24,93	15,34	7.332	-	9,56
Melon SA	944	13,99	11,21	1.019	15,69	2,84
Consortio Cementero Sur	945	2,10	-	3.861	18,84	8,66
Cementos Bio Bio SA	1.105	13,83	12,79	1.667	2,49	8,54
<b>Promedio</b>		<b>16,84</b>	<b>12,79</b>			
Precio acción (S/)		6,63 <sup>22</sup>	7,07 <sup>23</sup>			
<b>Precio acción promedio (S/)</b>		<b>6,85</b>				
Precio mercado por acción al 31.12.2016 (S/)			6,30			
Potencial <i>Upside</i>			8,76%			

Fuente: Bloomberg 2016. Elaboración propia.

#### 4.4. Valoración de mercado

Los analistas de mercado coinciden en la decisión de comprar/mantener la acción común de CPSAA, tal como muestra el siguiente cuadro de resultado de valorizaciones:

**Tabla 13. Resultados: analistas de mercado**

Empresa	Analista	Recomendación	Prec. obj.	Fecha
Inteligo SAB	Flor Felices	retener	7,72	26/04/2017
Kallpa Securities SAB	Marco Contreras	comprar	7,29	15/02/2017
Credicorp Capital	Jasmine Helme	comprar	6,53	26/04/2017
Larrain Vial Corredores de Bolsa	Luis Ramos Osorio	retener	6,94	15/02/2017
Scotia Capital	Francisco Suarez Savin	sector outperform	6,94	15/02/2017
Grupo Santander	Andres Soto	comprar	6,60	2/03/2017
<b>Promedio</b>			<b>7,00</b>	

Fuente: Bloomberg 2017. Elaboración propia

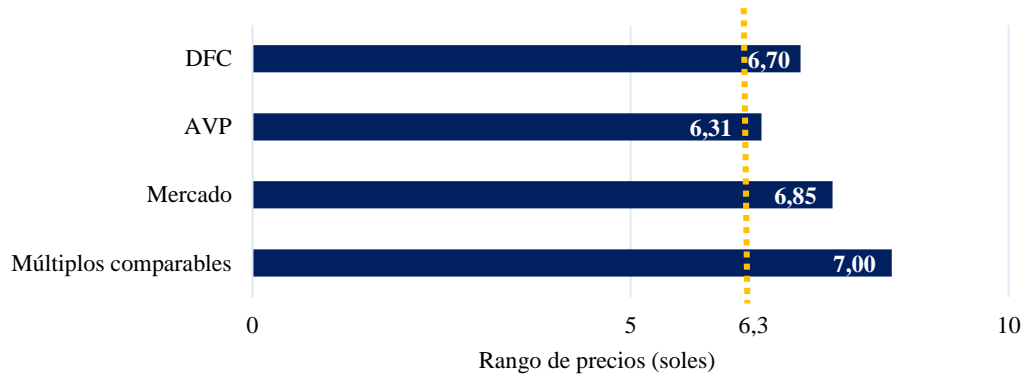
## 5. Comparación de resultados

Comparamos los 4 resultados obtenidos y puede observarse que el valor de la acción calculado mediante el método DCF se encuentra dentro del rango de precios aceptable, lo que refuerza la decisión de comprar/mantener la acción de CPSAA.

<sup>22</sup> Se obtuvo de multiplicar la utilidad por acción de CPSAA (al cierre 2016) por el ratio P/E promedio.

<sup>23</sup> Se obtuvo de multiplicar el Ebitda de CPSAA (al cierre 2016) por el EV/Ebitda promedio, luego se restó la deuda neta a precios de mercado al cierre 2016 y dividió entre el número de acciones en circulación.

**Gráfico 21. Comparación de valorizaciones**



Fuente: Elaboración propia 2017.

## 6. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad se realizó para el precio de la acción de CPSAA ante las variaciones en los supuestos de la proyección como el WACC y el crecimiento en el largo plazo (g).

**Tabla 14. Sensibilidad del precio**

		Crecimiento en el largo plazo				
		2,00%	2,39%	2,78%	3,39%	4,00%
WACC	7,00%	8,02	8,58	9,24	10,56	12,42
	7,66%	6,91	7,31	7,78	8,69	9,90
	8,32%	6,05	6,35	6,70	7,35	8,18
	8,66%	5,68	5,94	6,24	6,80	7,50
	9,00%	5,35	5,58	5,84	6,32	6,91

Fuente: Elaboración propia 2017.

Es posible indicar que el menor valor de la acción podría llegar a ser S/ 5,63 como resultado de un descenso de la tasa de crecimiento perpetuo en 0,78% y un incremento del WACC en 0,77%.

## 7. Análisis de escenarios

Para este análisis, se sensibiliza el valor del WACC y del crecimiento en el largo plazo “g” entre un rango promedio de +/-1,00%, tomando en consideración las perspectivas de crecimiento del BCRP y el análisis de la acción común de CPSAA, que en los últimos 4 años, alcanzó su máxima cotización en S/ 7,71.

- Escenario base: S/ 6,70 (apreciación de 6,28%)

En el escenario base tomamos las proyecciones del sector construcción, lo que se traduciría en un crecimiento de ventas de la compañía de 6,4% en promedio y un aumento de capacidad instalada de 85% en el último año de la proyección. Asimismo, estimamos una tasa de descuento de 8,32% y obtenemos un valor fundamental del S/ 6,70.

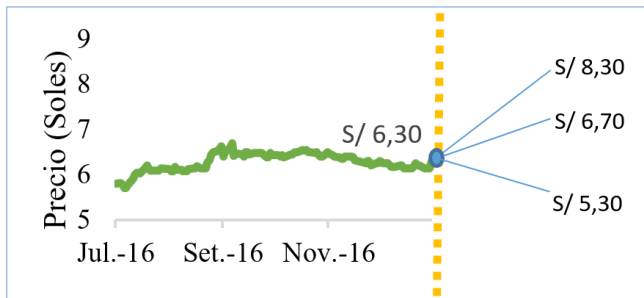
- Escenario pesimista: S/ 5,30 (depreciación de 20,90%)

Bajo este escenario estimamos un menor crecimiento del sector construcción, asumiendo un deterioro de la economía local y menor dinamismo de las inversiones por la pérdida de confianza empresarial ante hechos de coyuntura en el sector construcción. Además, sensibilizamos la tasa de descuento incrementándola alrededor de 70 puntos básicos y obtenemos un valor fundamental por acción de S/ 5,30.

- Escenario optimista: S/ 8,30 (apreciación de 23,88%)

Asumimos un mayor crecimiento de los despachos de cemento por el dinamismo de la economía local, así como un mayor impacto de las inversiones y mayor actividad del sector autoconstrucción. Adicionalmente, reducimos nuestra tasa de descuento en aproximadamente 70 puntos básicos y obtenemos un valor fundamental por acción de S/ 8,30.

**Tabla 15. Escenarios de precio**



Fuente: Elaboración propia 2017.

## Capítulo VI. Análisis de riesgos

Los principales riesgos de la compañía están relacionados con lo siguiente:

- Riesgo país

Dada la naturaleza del negocio, los ingresos de la compañía se encuentran vinculados directamente por las contracciones del PBI, la moneda, inflación, políticas de gobierno, cambios en regulaciones impositivas, inestabilidad social, terrorismo, desastres naturales como terremotos, lluvias, inundaciones y otros, que como el fenómeno El Niño afecta cada 7 a 10 años la región norte con el con lluvias severas y daños considerables.

- Riesgo de Negocio

El ingreso de nuevos competidores o productos sustitutos, la concentración de ventas en pocos clientes, la escases de recursos, afecten la actividad del negocio a pesar de las barreras naturales

- Riesgo de mercado

- Riesgo de tasa de interés: La compañía ha mitigado este riesgo manteniendo su deuda financiera con tasa de interés fija desde 2013 y cupones de pago semestrales.
- Riesgo de tipo de cambio: La compañía cuenta con una cobertura de flujos de efectivo (*cross currency swaps*) por US\$ 120 MM desde el 2014, para mitigar el impacto del tipo de cambio de la deuda financiera en dólares americanos; pues sus ingresos y costos operativos están denominados en soles y un deterioro en esta moneda afectaría negativamente los resultados financieros de la compañía.
- Riesgo del precio de las materias primas: La compañía analiza las compras de materia prima en los últimos doce meses, específicamente del carbón, pues sus actividades operativas requieren del suministro constante de carbón.

- Riesgo de crédito

Referente al incumplimiento del crédito otorgado a clientes, la incobrabilidad es calculada de modo real, basado en datos históricos reales. Para mitigar este riesgo, la compañía diversifica su cartera de créditos y mantiene políticas, procedimientos y controles establecidos, anualmente se revisan y actualizan los límites de crédito, según lo apruebe la gerencia financiera.

## **Conclusiones y recomendaciones**

La compañía cuenta con fundamentos financieros sólidos y consistentes, alineados a los parámetros de la industria, lo cual le permitirá sostener su posición de liderazgo y competitividad en el largo plazo para atender la demanda creciente y responder rápidamente a las mejoras en el entorno económico; asimismo, ha logrado incrementar el valor de su negocio, a partir de la reducción de costos operativos por mayores eficiencias en la cadena de producción, como consecuencia de las considerables inversiones en tecnología, sistemas de producción y distribución e infraestructura operativa.

Dado que sus ingresos están asociados a la evolución del sector construcción, específicamente de la zona norte y nororiente de Perú (actual zona de influencia), las proyecciones para los próximos años son favorables principalmente por el mayor dinamismo y reactivación del sector, el destrabe de obras públicas y el plan de reconstrucción de El Niño costero.

Debido al reciente inicio de la nueva y moderna planta Piura, la compañía acaba de concluir su ciclo de máximas inversiones y la demanda de los próximos años será atendida a través de su capacidad instalada actual, por lo que se proyecta que los niveles de Capex disminuyan.

Respecto al endeudamiento, la compañía tiene capacidad de financiarse en el mercado local e internacional, y mantiene una sola deuda financiera con vencimiento en el 2023. Se estima que en los próximos años no incurra en más deuda, debido a su menor requerimiento de fondos para inversiones, manteniendo así su hogado nivel de liquidez.

En consecuencia, se recomienda **COMPRAR/MANTENER** la acción común de CPSAA, pues se espera que el precio de dicha acción se incremente en el mediano plazo convergiendo a su valor fundamental.



## Bibliografía

Apoyo y Asociados, asociados a Fitch Rating (2017). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Informe anual al 31 de diciembre de 2016”. En: *www.aai.com.pe*. Fecha de consulta: 15/06/2017. <<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/05/Cementos-Pacasmayo-dic-16.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Estadísticas. Cuadros históricos. Cuadros anuales”. En: *www.bcrp.gob.pe*. Fecha de consulta: 31/01/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>>.

Calleja, José (2003). *El fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos*. Madrid: IE Business School.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017a). “Cementos Pacasmayo S.A.A. Memoria anual 2016”. En: *www.smv.gob.pe*. Fecha de consulta: 15/03/2017. <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780](http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780)>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017b). “Form 20-F”. En: *www.cementospacasmayo.com.pe*. Fecha de consulta: 15/06/2017. <[http://accionistas.cementospacasmayo.com.pe/cementospacasmayo/web/conteudo\\_es.asp?idioma=0&conta=47&tipo=42133](http://accionistas.cementospacasmayo.com.pe/cementospacasmayo/web/conteudo_es.asp?idioma=0&conta=47&tipo=42133)>.

Clayman, Michelle; Fridson, Martin y Troughton, George (2012). *Corporate finance, a practical approach*. 2ª ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Coloma, Evelyn (2016). “Cementos Pacasmayo: después de Piura, vamos a modernizar más la planta de Pacasmayo”. En: *Diario Gestión*. 19 de setiembre de 2015. Fecha de consulta: 31/01/2017. <<http://gestion.pe/empresas/cementos-pacasmayo-despues-piura-vamos-modernizar-mas-planta-pacasmayo-2143256>>.

Damodaran, Aswath (2017). “Damodaran online. Data”. En: *www.damodaran.com*. Fecha de consulta: 31/01/2017. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Fernández, Pablo y Carabias, José (2007). *El peligro de usar betas calculadas*. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2015a). *Discounted cash flow valuation methods: examples of perpetuities, constant growth and general case*. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2015b). *Valoración de empresas por descuentos de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias*. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2015c). *Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos*. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2016a). *Métodos de valoración de empresas*. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2016b). *WACC: definiciones, interpretaciones equivocadas y errores*. Madrid, España: IESE Business School.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (2017). “Series nacionales”. En: [www.inei.gob.pe](http://www.inei.gob.pe). Fecha de consulta: 31/01/2017. <<http://webinei.inei.gob.pe:8080/sirtod-series/>>.

Martínez, Eduardo (2000a). *Finanzas operativas (I). Un modelo de análisis*. Barcelona: IESE Publishing.

Martínez, Eduardo (2000b). *Finanzas operativas (II). Diagnóstico y previsiones*. Barcelona: IESE Publishing.

Medina, Zaldívar, Paredes y Asociados SCRL - Ernst & Young (2010). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2010 y de 2009 y al 1° de enero de 2009, junto con el dictamen de los auditores independientes”. En: [www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe). Fecha de consulta: 28/02/2017. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CPSAA%20Cons%20IFRS%202010%202009.pdf>>.

Medina, Zaldívar, Paredes y Asociados SCRL - Ernst & Young (2012). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011,

junto con el dictamen de los auditores independientes”. En: *www.smv.gob.pe*. Fecha de consulta: 28/02/2017. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CPSAA%20y%20Subsidiarias%202012-2011.pdf>>.

Pacific Credit Rating (2017). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Informe con EEFF al 31 de diciembre de 2016. En: *www.ratingspcr.com*. Fecha de consulta: 15/06/2017. <[http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/pacasmayo-201612-fin-accoaccinv\\_v01.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/pacasmayo-201612-fin-accoaccinv_v01.pdf)>.

Paredes, Zaldívar, Burga y Asociados SCRL - Ernst & Young (2014). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013, junto con el dictamen de los auditores independientes”. En: *www.smv.gob.pe*. Fecha de consulta: 28/02/2017. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CPSAA%20%20y%20Subsidiar%2031%2012%2014-13%20espa%C3%B1ol%20const.pdf>>.

Paredes, Zaldívar, Burga y Asociados SCRL - Ernst & Young (2016). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015, junto con el dictamen de los auditores independientes”. En: *www.smv.gob.pe*. Fecha de consulta: 31/03/2017. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CPSAAConsolidado2016castellano.pdf>>.

Pinto, Jerald; Henry, Eliane; Robinson, Thomas y Stowe, John (2010). *Equity asset valuation*. 2ª ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Porter, Michael (1997). *Estrategia competitiva*. México: Editorial Continental S.A. de CV.

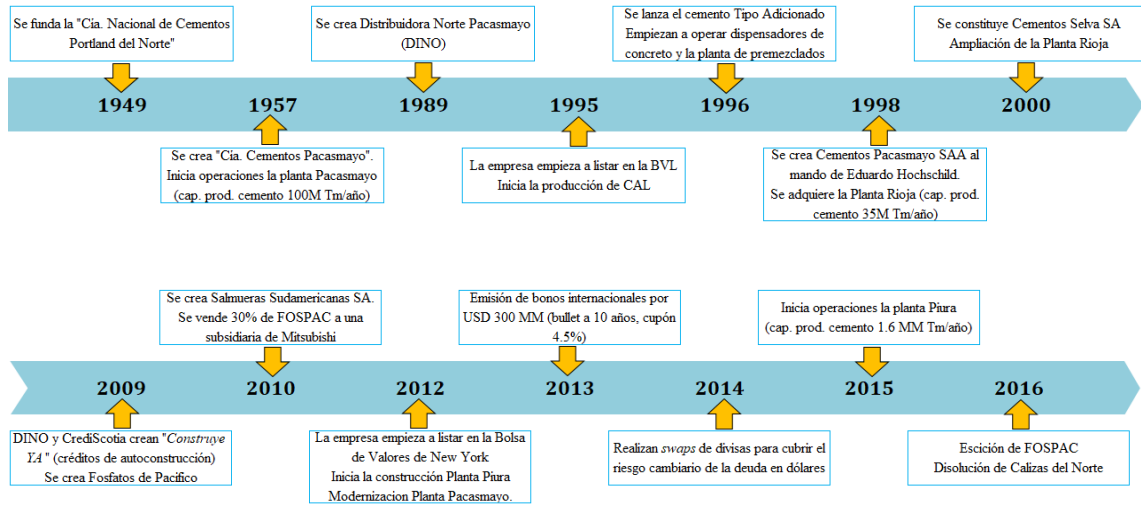
Robinson, Thomas; Henry, Eliane; Pirie, Wendy y Broihahn, Michael (2012). *International financial statement analysis*. 2ª ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

---

## **Anexos**

---

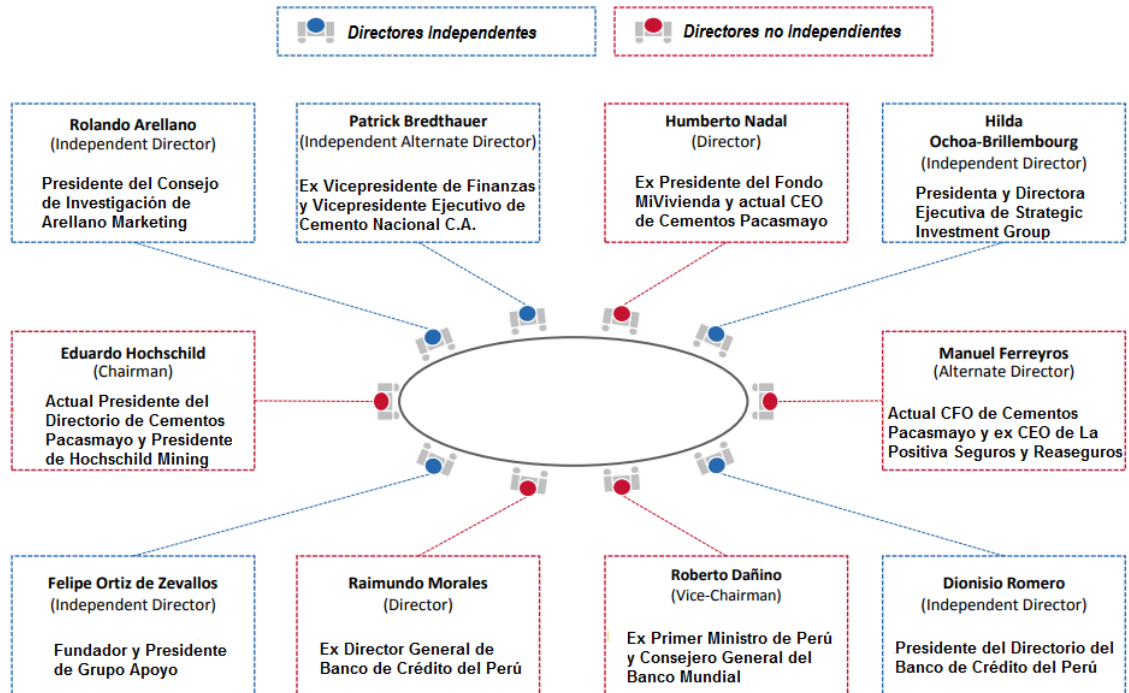
## Anexo 1. Timeline de CPSAA



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

## Anexo 2. Consejo directivo de CPSAA (2016)

El directorio es responsable de supervisar la administración que realiza la plana gerencial, está conformado por diez miembros y presidido por el Sr. Eduardo Hochschild Beeck.

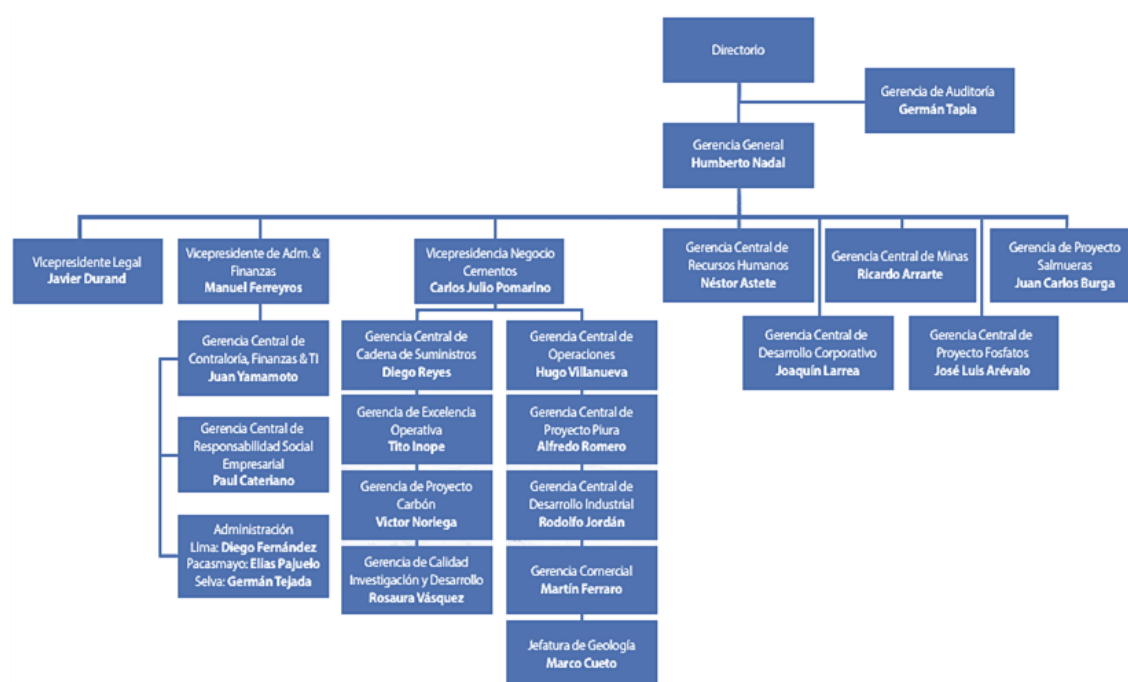


Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

### Anexo 3. Estructura organizacional de CPSAA (2016)

CPSAA cuenta con personal altamente calificado y con amplia experiencia en el sector:

- Directorio diversificado con antigüedad promedio de 9 años.
- Plana Gerencial con antigüedad promedio de 4 años.
- Al cierre 2016, contaba con 1.362 empleados entre ejecutivos, empleados y obreros (permanente y contratado).



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

#### Principales ejecutivos:

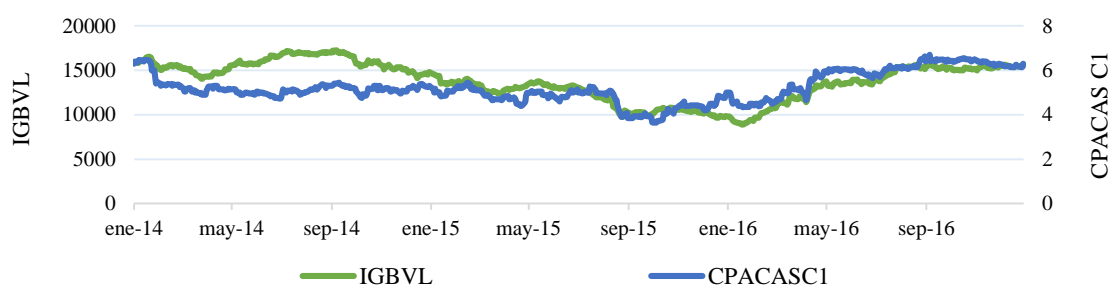
Nombre	Posición	Asignación del puesto
Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio	Gerente general (CEO)	2011
Carlos Julio Pomarino Pezzia	Vicepresidente de negocio cements	2009
Manuel Ferreyros Peña	Gerente financiero (CFO)	2008
Jorge Javier Durand Planas	Asesor general	2008
Martin Ferraro Murdock	Director de innovación	2016
Rodolfo Ricardo Jordan Musso	Director de infraestructura y desarrollo	2009
Joaquin Larrea Gubbins	Director de proyectos especiales	2011
Carlos Paul Cateriano Alzamora	Director de responsabilidad social corporativa	2006
Hugo Pedro Villanueva Castillo	Director de operaciones	2012
Diego Reyes Pazos	Director de <i>supply chain</i>	2013
Tito Alberto Inope Mantero	Director de planeamiento industrial	2015
Rosaura Vasquez Arrieta	Director de calidad, investigación y desarrollo	2015

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

#### Anexo 4. Evolución de la acción CPACASC1

Al analizar la acción CPACASC1, observamos un patrón de comportamiento similar al índice de la BVL (coeficiente de correlación de los retornos = 0,60), por lo que podríamos concluir que es cíclica y está correlacionada directamente con el ciclo económico. Durante el 2016, tuvo una cotización y un monto negociado promedio de S/ 5,76 y S/ 1.778.139 por encima del 2015 (S/ 4,66 y S/ 1.063.061), y su desviación estándar fue de S/ 0,70 (2015= S/ 0,43).

#### Evolución: CPACASC1 vs. IGBVL



Fuente: BVL 2016. Elaboración propia.

#### CPACASC1: Volumen negociado vs. Precio



Fuente: BVL 2016. Elaboración propia.

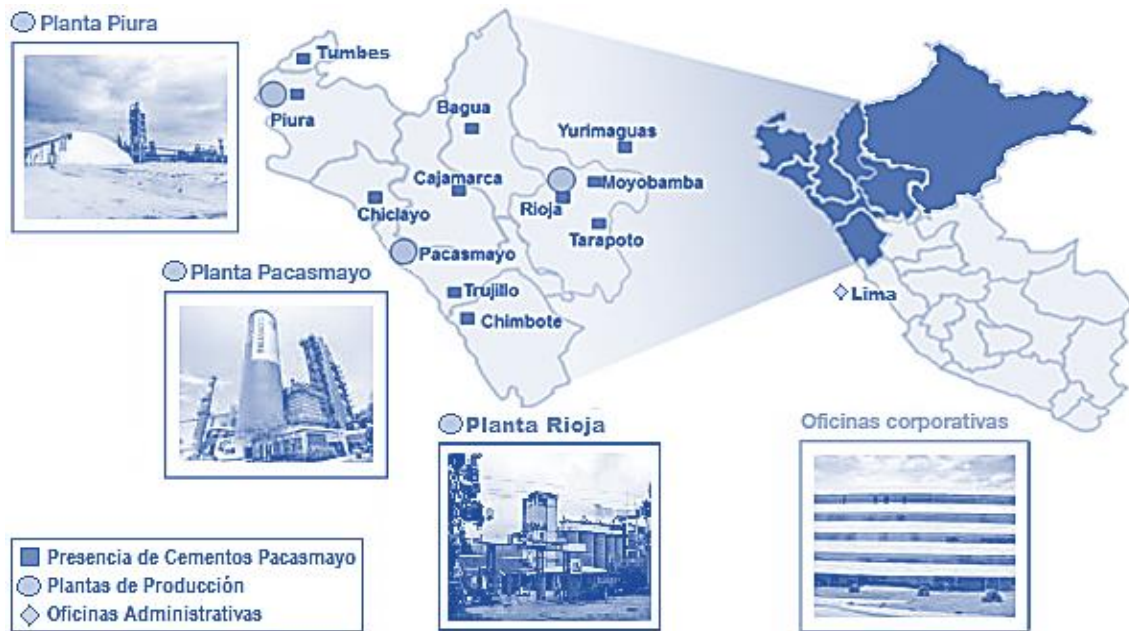
#### Valor de mercado CPSAA

Tipo de acción	Acciones en circulación	Precio mercado al cierre 2016 (soles)	Valor de mercado (MM soles)
Acciones comunes	531.461.479	6,30	3.348
Acciones de inversión	25.251.562 <sup>24</sup>	4,30	109
	<b>556.713.041</b>		<b>3.457</b>

Fuente: BVL 2016. Elaboración propia.

<sup>24</sup> La equivalencia se calculó con la prima histórica entre las acciones comunes y las acciones de inversión durante el periodo 2014-2016, obteniéndose un resultado igual a 0,5.

## Anexo 5. Áreas geográficas donde CPSAA tiene presencia



Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia.

## Anexo 6. Proceso productivo de fabricación del cemento

- (1) Explotación y extracción: La extracción se realiza de las canteras concesionadas por la compañía, de donde se obtienen la piedra caliza y la arcilla. Para obtener estos materiales es necesario realizar procesos como la barrenación e incluso la detonación controlada de explosivos.
- (2) Almacenamiento en planta: Tras haber obtenido la materia prima, todo el material es trasladado y almacenado en la planta para darle un correcto tratamiento.
- (3) Trituración: Este proceso permite reducir considerablemente el tamaño inicial de la materia prima, de tal forma que como máximo se obtendrán piezas de 1 pulgada de tamaño.
- (4) Homogeneización: Cuando la materia prima se ha reducido de tamaño es preciso homogeneizar la masa, este proceso se realiza en recipientes llamados silos.
- (5) Calcinación: Este proceso permite que a 1.400 °C, la materia prima reducida a polvillo se transforme en clinker (suene tener 15 micrómetros de diámetro).
- (6) Molienda de cemento: Este proceso permite que obtengamos un polvillo más fino.
- (7) Embolsado y despacho: Tras la molienda, el cemento ya está listo y solo hace falta embolsarlo y despacharlo para ser utilizado en importantes obras de construcción.



## Anexo 7. Esquema de comercialización y puntos de distribución de CPSAA

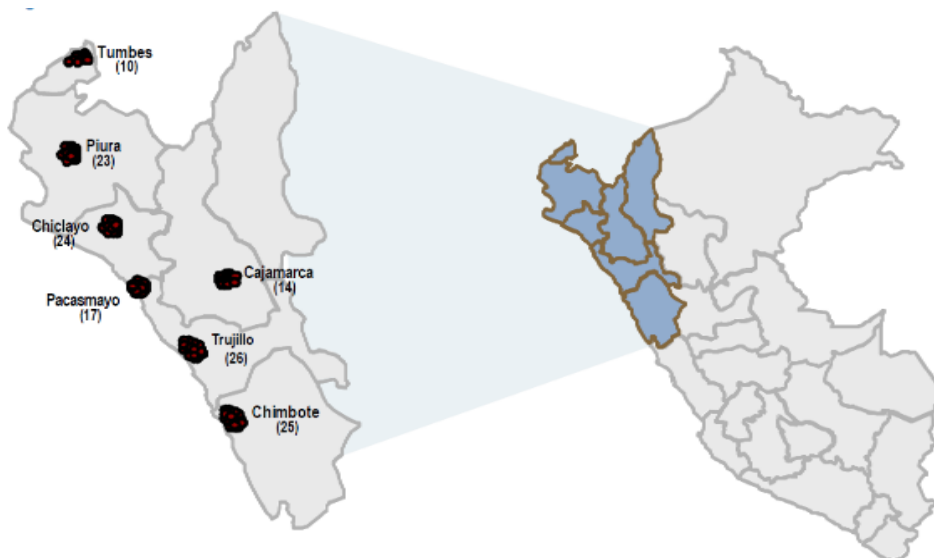
### Esquema de comercialización y distribución



- (1) CPSAA vende el 100% de su producción a su subsidiaria DINO SRL.
- (2) DINO comercializa y distribuye el cemento en bolsas de 42,5 Kgs, Big Bags de 1 TM y a granel, así como los productos derivados del cemento.
- (3) DINO también distribuye otras líneas complementarias como acero dimensionado, tubería de pvc, tanques de agua, etc.
- (4) DINO vende los productos directamente al canal mayorista (asociados y no asociados) y a empresas privadas del sector industrial (constructoras, transformadores, entre otros).
- (5) El canal mayorista distribuye los productos a ferreterías minoristas y consumidores finales. El sector industrial utiliza los productos en sus operaciones y vende proyectos o productos de valor agregado a los distintos consumidores finales.

Fuente: CPSAA 2016.

### Puntos de distribución en la zona norte



Fuente: CPSAA 2016.

## Anexo 8. Análisis PEST

Factores político-legales	Factores económicos
<p>De acuerdo a la normativa peruana, CPSAA está sujeta a reglas y regulaciones relacionadas con:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La “Ley general de minería<sup>25</sup>” por las concesiones mineras de piedra caliza, y la “Ley general de industrias, Ley 23407<sup>26</sup>” por el proceso productivo; en lo que refiere a la producción de cemento</li> <li>• El “Reglamento de protección ambiental – D.S No.019-97-ITINCI”, mediante un estudio de impacto ambiental (EIA) y un programa de adecuación y manejo ambiental (PAMA)</li> <li>• La “Ley del derecho a la consulta previa a los Pueblos Indígenas y Originarios”</li> <li>• La “Ley de competencia desleal<sup>27</sup>” por el lado comercial, ya que la industria se encuentra segmentada y concentrada geográficamente</li> <li>• La tasa del impuesto a las ganancias y la participación de los trabajadores (10%)</li> </ul>	<p>Al estar correlacionado con el sector construcción y por ende a la conyuntura de país, la industria de cemento recibe el impacto directo de las acciones del gobierno de turno para hacer frente al crecimiento/desaceleración del sector. Las expectativas para los próximos años apuntan a que el consumo de cemento se incremente por la reactivación del sector, para lo cual el actual gobierno ha dispuesto diversas acciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El destrabe de inversiones públicas</li> <li>• El Plan del impulso fiscal por S/ 6.600 MM, a fin de lograr incrementar en 15% la inversión pública</li> <li>• La Ley de reconstrucción con cambios (RCC), plan integral para la reconstrucción de las zonas afectadas por El fenómeno del Niño Costero”</li> <li>• Anuncio de proyectos por adjudicar por US\$ 4.300 MM para el período 2017-2018, por parte de Proinversión</li> </ul> <p>En este escenario, se proyecta que el PBI construcción crezca 3,6% y 4,2% en los próximos dos años.</p>
Factores sociales	Factores tecnológicos
<p>CPSAA es socialmente responsable, por lo que sus clientes, sus comunidades de influencia y el medioambiente son factores de gran importancia en sus actividades.</p> <p>La compañía cuenta con programas de responsabilidad social y relaciones comunitarias, donde realiza voluntariamente inversiones en programas de educación, salud y desarrollo social.</p> <p>Con el plan de impulso fiscal espera generar 150 mil empleos en los próximos 12 meses y la colocación de 150 mil nuevas viviendas sociales de Techo Propio en los próximos cinco años, que incrementará las obras de construcción de viviendas y, por ende, el consumo de cemento.</p>	<p>Las cementeras requieren de grandes inversiones en tecnología para el proceso de fabricación de cemento.</p> <p>En el sector cementero, existen nuevas tecnologías que tienen por objetivo reducir en 100% las emisiones de CO2 y ahorrar hasta en un 50% en el costo de producción.</p> <p>CPSAA hace uso de tecnología adecuada tanto para obtener un producto óptimo que cumpla con estándares internacionales y además que prevengan la contaminación ambiental y se cuide la salud ocupacional de todos sus trabajadores.</p> <p>La moderna planta Piura con su tecnología de última generación, ubica a CPSAA en el grupo de empresas más innovadoras con mejor infraestructura y equipamiento en Latinoamérica.</p>

Fuente: Elaboración propia 2017.

<sup>25</sup> Ley regulada por el Instituto Geológico, Minero y Metalúrgico de Perú (Ingemmet).

<sup>26</sup> Ley regulada por el Ministerio de la Producción de Perú.

<sup>27</sup> Ley regulada por la autoridad antimonopolio: Indecopi – Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual en Perú.

## **Anexo 9. Factores determinantes en la industria de cemento**

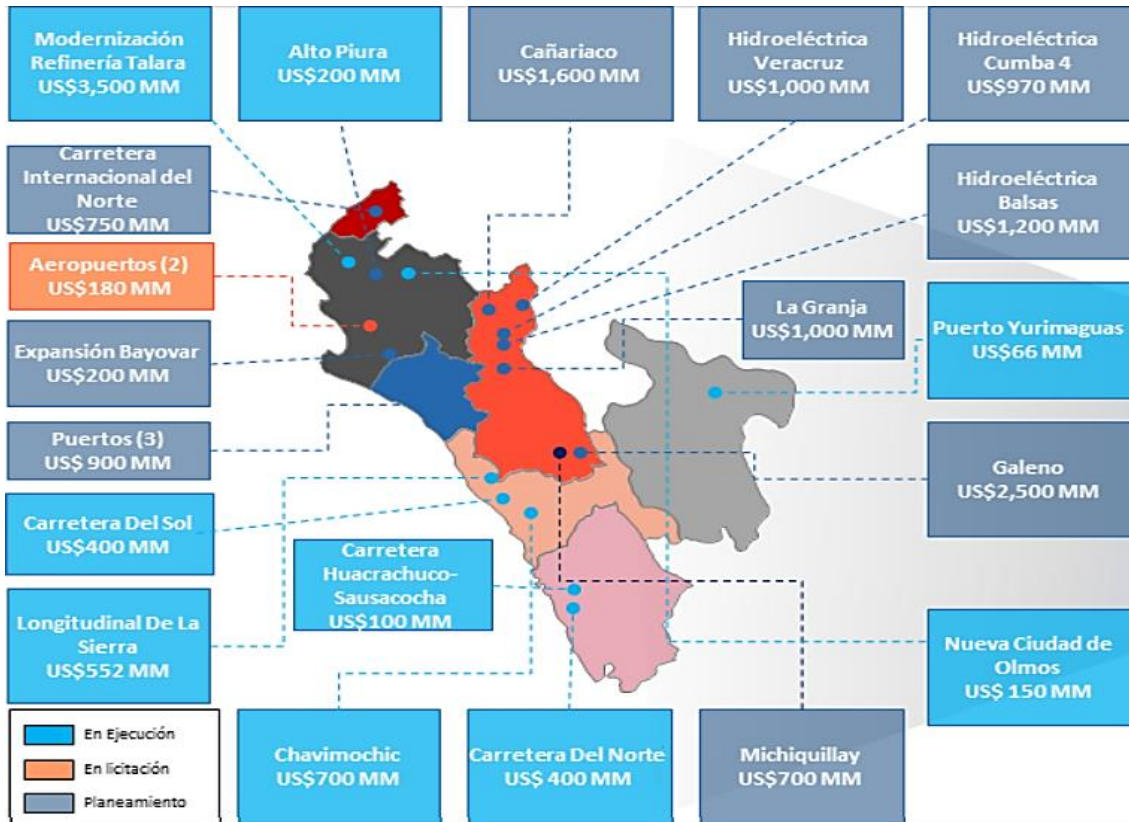
### **Determinantes de la oferta de cemento**

- (1) Coyuntura económica del país: Dada el uso del cemento y la naturaleza de la inversión en capital, la oferta de cemento está expuesta a la aceleración y/o desaceleración del sector construcción, así como a las Políticas del Estado en construcción de infraestructura.
- (2) Estructura de costos: Las cementeras deben contar con una buena estructura de costos para lograr mayor eficiencia y mejorar sus márgenes.
- (3) Competencia informal, productos alternativos y contrabando: Pese a las ventajas comparativas de las cementeras, estas se enfrentan a la competencia de productos alternativos, informales o no aptos para la construcción y al contrabando que afectan en cierta forma sus márgenes.
- (4) Regulaciones del Estado: Las estrictas regulaciones desincentivan la actividad constructora por los elevados costos de formalización de empresas e incentivan la actividad informal.
- (5) Capacidad de cobertura de riesgos. Se requiere una sólida situación financiera para hacer frente a los riesgos que demanda la industria cementera.

### **Determinantes de la oferta de cemento**

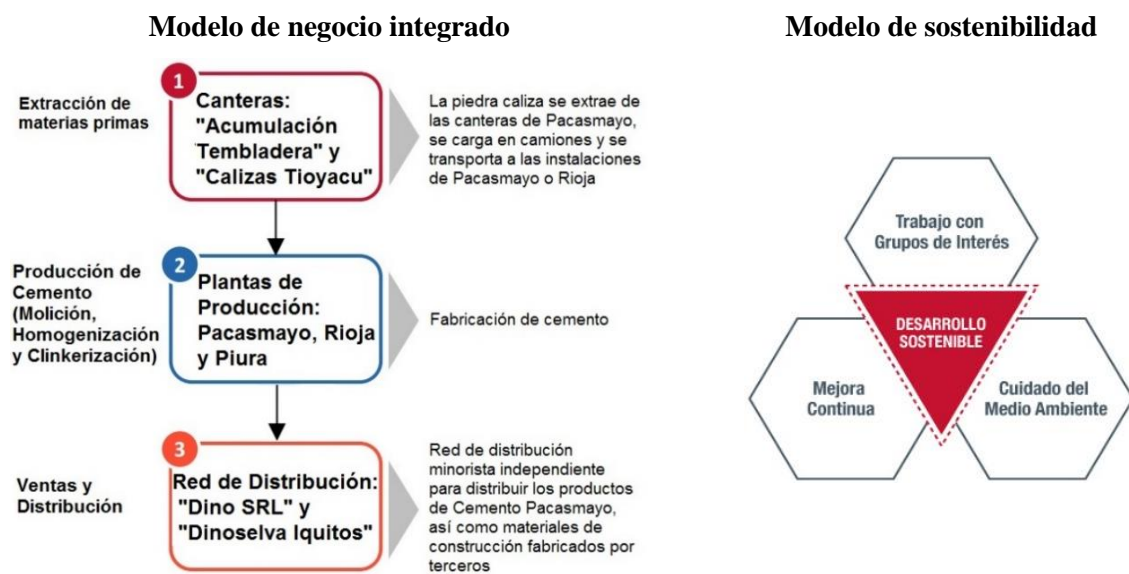
- (1) Ingresos y nivel de ahorro: La construcción de inmuebles constituye una inversión de capital, para empresas y familias, por tanto, al incrementar los ingresos, también incrementa la demanda de cemento y materiales de construcción.
- (2) Acceso al financiamiento: La expansión del crédito hipotecario y de construcción genera mayor demanda de edificaciones e infraestructura.
- (3) Nivel de precios: Ya que el cemento es homogéneo, el margen de diferenciación en los productos es limitado, ello hace que el precio sea la variable predominante para la demanda. En los últimos años, la competencia ha mantenido niveles homogéneos sin variaciones significativas, con precios bases entre S/ 16 y S/ 17 para la presentación estándar de cemento (bolsas 42,5kg).
- (4) Oportunidades de negocio: A mayores retornos de la inversión en el sector construcción y mercado inmobiliario, mayor incentivo para el ingreso de inversionistas y empresas constructoras.
- (5) Gustos y preferencias de empresas y familias: A pesar de que ya se fomenta el uso de otros materiales de construcción para proyectos de infraestructura, la penetración aún es baja, manteniendo al cemento como el material más usado, tendencia que se espera continúe en los próximos años.

## Anexo 10. Demanda potencial en la región norte de Perú



Fuente: Proinversión, Ministerio de Energía y Minas 2016.

## Anexo 11. Modelos de negocio de CPSAA



Fuente: CPSAA 2016.

## Anexo 12. Factores sociales de CPSAA

### Cultura corporativa

La cultura de la compañía se transmite y refuerza permanentemente para que cada integrante se sienta identificado con los lineamientos centrales y tenga compromiso real con el desarrollo de la organización.

<b>Misión</b>	“Ser una empresa innovadora que se especializa en cemento, así como cal y materiales de construcción”.
<b>Visión</b>	“Ubicarnos dentro del 10% de empresas cementeras más rentables y comprometidas con el medioambiente en América Latina”
<b>Compromiso</b>	“Creación de valor mediante la innovación, la calidad, la eficiencia operativa y el cuidado del medioambiente”.
<b>Valores</b>	Creatividad, Excelencia, Integridad, Responsabilidad, Trabajo en Equipo

Fuente: CPSAA 2016. Elaboración propia

### Responsabilidad Social Empresarial

Alineado con la cultura y estrategia corporativa, la compañía lleva a cabo voluntariamente todos los aspectos de su negocio de manera socialmente responsable, lo que le ha permitido obtener el premio de Responsabilidad Social Responsable otorgado por Perú 2021<sup>28</sup>.

La empresa cuenta con un Sistema de Gestión Ambiental, que consiste en la gestión de emisiones, reducción de huella hídrica, manejo de residuos sólidos, biodiversidad y gestión de impactos ambientales.

### Grupos de interés



Fuente: CPSAA 2016.

### Relaciones comunitarias

La misión del área de relaciones comunitarias de CPSAA es *“Crear y fortalecer un entorno social favorable para la continuidad y crecimiento de las operaciones y proyectos, priorizando la inversión social en programas de educación, salud y desarrollo local, en coordinación con otros grupos de interés para contribuir al desarrollo sostenible”*<sup>29</sup>

La inversión social está definida por tres lineamientos y tres estrategias, a través de educación (creación de instituciones educativas TECSUP y UTEC), salud y desarrollo social.

<sup>28</sup> Portal de responsabilidad social del Perú formado por empresarios socialmente comprometidos.

<sup>29</sup> CPSAA. Informe de Sostenibilidad 2015.

## Anexo 13. Supuestos de la valoración

### Supuestos para el modelo DFC

Supuesto	Metodología	Fundamento	
Horizonte de proyección	Periodo de 10 años (2017-2026).	Simular alrededor de un ciclo económico.	
Ingresos	Crecimiento 1era etapa (5 años)	Coeficiente de correlación entre el PBI construcción y las ventas de CPSAA (periodo 2000–2016) = 1,74. CPSAA lograría un CAGR en ventas de 6,4% y se espera que la producción llegue al 85% en el último año de la proyección (ver anexo 14).	Fuerte correlación entre las ventas de la compañía y el PBI del sector construcción.
	Crecimiento 2da etapa (5 años)	Converge linealmente al crecimiento de largo plazo de la compañía	Se espera que la compañía llegue a una etapa de estabilidad.
	Crecimiento de largo plazo (g)	Crecimiento de ventas = 2,8% <i>Retention ratio</i> promedio histórico = 30,5% * ROE promedio histórico = 8,2%	
Capital de trabajo operativo	En función al promedio de los días de cuentas por pagar, cuentas por cobrar y de inventarios. Esto representará aproximadamente el 1,2% de las ventas.	Se asume estabilidad en el ciclo de conversión de efectivo.	
Inversiones	Inversión neta como % de ventas, de proyectos activos en la planta Pacasmayo y Plante Rioja = 6,1%	Dado el reciente inicio de actividades de la planta Piura, los planes de inversión apuntan al sostenimiento y modernización de las líneas de producción existentes.	
Gastos financieros	Tasa de interés de la deuda = 4,5%	CPSAA mantiene una única deuda de bonos internacionales con cupones semestrales.	
<i>Payout ratio</i>	Promedio de los últimos cinco años = 69,5%	La compañía mantiene una política estable de pago de dividendos y se espera que continúe así en los años.	

Fuente: Elaboración propia 2017.

### Supuestos para el modelo AVP

Supuesto	Metodología	Fundamento
Tasa de rentabilidad exigida por los accionistas	Tasa Ku o <i>tasa unlevered</i> (no apalancada) = 8,95% en soles	El modelo supone que la empresa no tiene deuda en su estructura de capital.
Tasa de descuento del escudo fiscal	Coste de mercado de la deuda (dic. 2016) = 5,59% en soles	Los intereses correspondientes a la deuda generan menor pago de impuestos.

Fuente: Elaboración propia 2017.

## Anexo 14. Proyección de ventas y producción

### Coefficiente de correlación: crecimiento PBI construcción y ventas CPSAA

Año	Crecimiento PBI Construcción (variación %)	Crecimiento Venta CPSAA (variación %)	Relación: crecimiento ventas y crecimiento PBI construcción
2000	-7,00%	22,52%	-3,22
2001	-6,90%	-7,05%	1,02
2002	8,60%	27,04%	3,14
2003	3,80%	47,85%	12,58
2004	4,90%	12,64%	2,58
2005	8,69%	2,70%	0,31
2006	15,01%	-16,35%	-1,09
2007	16,60%	24,51%	1,48
2008	16,88%	19,26%	1,14
2009	6,54%	-1,30%	-0,20
2010	16,96%	18,70%	1,10
2011	3,62%	10,79%	2,98
2012	15,89%	17,57%	1,11
2013	9,42%	5,97%	0,63
2014	1,80%	0,23%	0,13
2015	-5,76%	-0,93%	0,16
2016	-2,70%	0,74%	-0,28
<b>Promedio</b>			<b>1,74</b>

Fuente: INEI y CPSAA 2016. Elaboración propia.

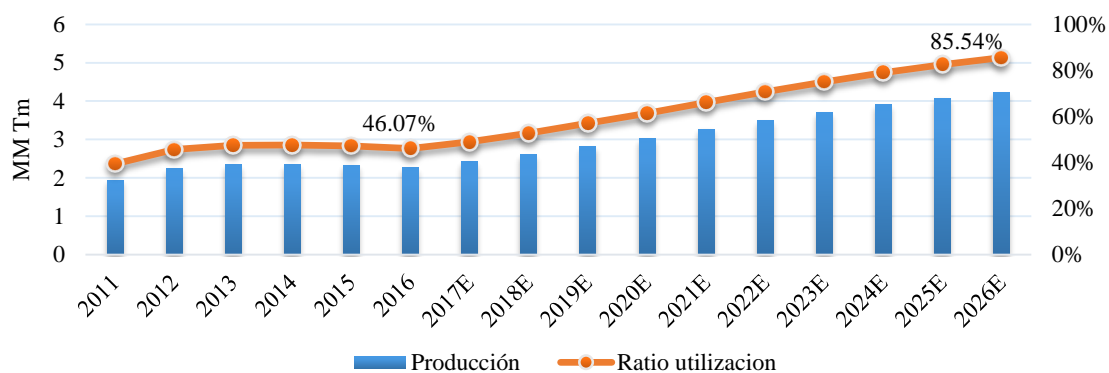
### Proyección de crecimiento de ventas CPSAA

Año	Crecimiento proyectado PBI Construcción* (Variación %)	Relación promedio estimada	Crecimiento proyectado Venta CPSAA (Variación %)
2017E	3,60%	1,74	6,26%
2018E	4,40%	1,74	7,65%
2019E	4,80%	1,74	8,34%
2020E	4,27%	1,74	7,42%
2021E	4,49%	1,74	7,80%

\*Proyecciones del Marco Macroeconomico Multianual 2017-2019 del MEF.

Fuente: MEF 2016. Elaboración propia.

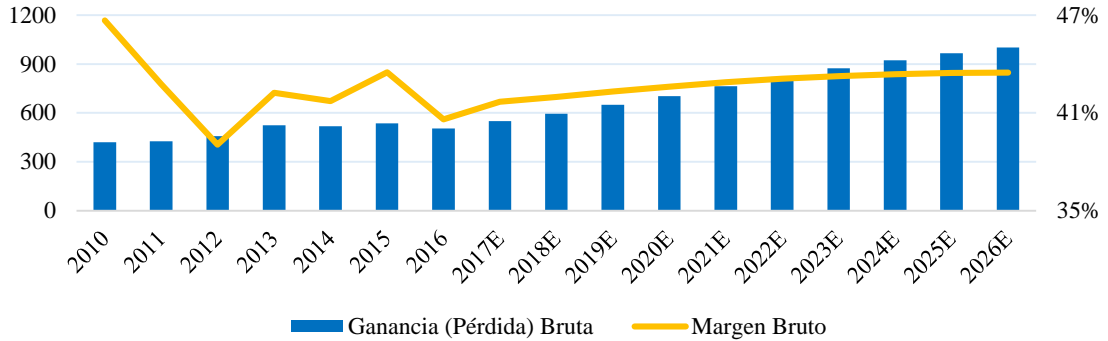
### Proyección de crecimiento de producción de CPSAA



Elaboración propia 2017.

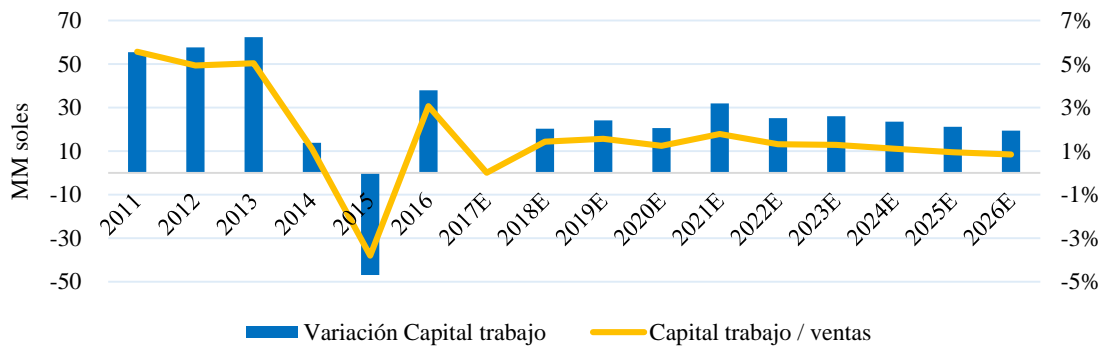
## Anexo 15. Proyección de márgenes e inversiones

### Proyección del margen bruto de CPSAA



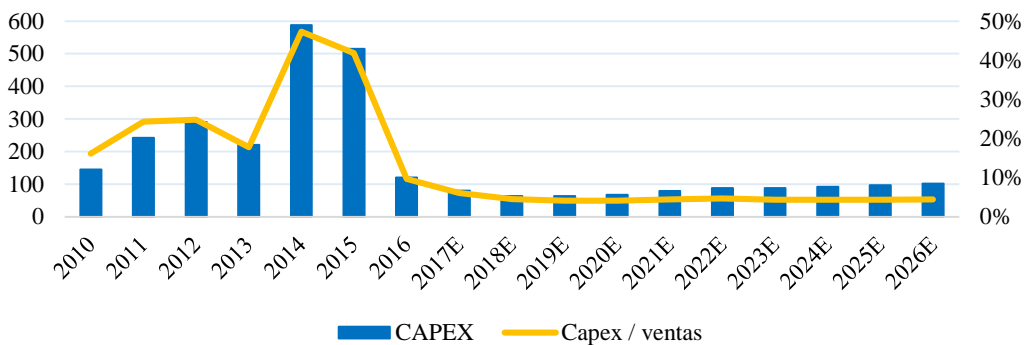
Elaboración propia 2017.

### Proyección de capital de trabajo de CPSAA



Elaboración propia 2017.

### Proyección de Capex de CPSAA

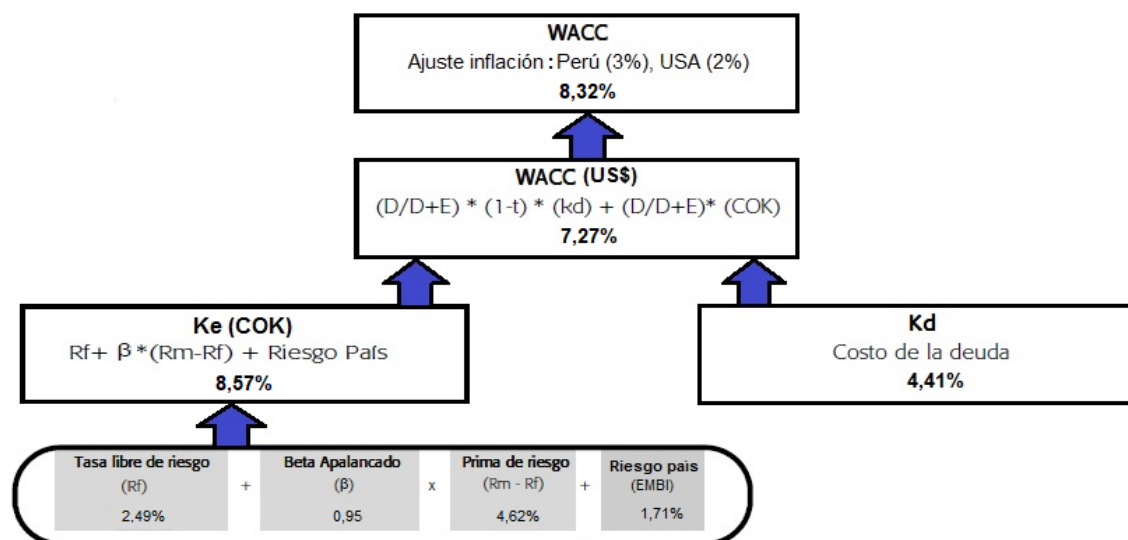


Elaboración propia 2017.



## Anexo 16. Cálculo del WACC

El costo promedio ponderado de capital o *weighted average cost of capital* (WACC)<sup>30</sup> se calculó ponderando el costo de la deuda (Kd) y el coste de las acciones (Ke), en función a la estructura financiera de la compañía. Para su cálculo, se utilizó la siguiente información:



Elaboración propia 2017.

- (1) Costo de la deuda: Se consideró el costo de mercado de la deuda a diciembre 2016 (4,41%).
- (2) Costo del accionista (Ke): Se determinó aplicando el modelo *Capital Asset Price Model* (CAPM), como se detalla líneas abajo.
- (3) Impuesto: Quedó determinado en 36,55% y está compuesto por el impuesto a la renta (29,5%) + la participación de trabajadores (10%)
- (4) Inflación: La proyección de inflación de largo plazo de Perú quedó determinada en 3,0% (fuente: BCRP) y la de USA en 2%, según reportes información de la FED.

### Cálculo del costo de capital (Ke)

Componente	Valor	Descripción	Fuente
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,49%	El rendimiento de los Bonos del Tesoro americano a 10 años	BCRP 2016
Beta apalancado ( $\beta$ )	0,95	Ver cálculo de la Beta apalancada	Damodaran 2016
Prima de mercado ( $Rm - Rf$ )	4,62%	Diferencial de tasas entre S&P 500 y los Bonos del Tesoro americano del período 1928 – 2016	BCRP 2016
Riesgo país (Rp)	1,71%	EMBIG Perú 2016.	Damodaran 2016
Costo de capital (Ke) US\$	8,70%	$Ke = Rf + \beta * [RM - Rf] + \Theta$	

Fuente: Elaboración propia 2017.

<sup>30</sup> Es la tasa de descuento mínima requerida por la empresa, que mide el costo de las fuentes de capital (deuda y equity) que se utilizaron en financiar los activos estructurales (permanentes) de la firma. Se expresa como tasa anual.

### Cálculo de la Beta apalancada ( $\beta$ )<sup>31</sup>:

La estimación de la Beta apalancada ( $B_a$ ), quedó determinada en 0,97, bajo su fórmula tradicional:

$$B_a = B_d * [ 1 + ( 1 - T ) * D / E ], \text{ donde:}$$

(1) El ratio Deuda Capital ( $D/E$ ) = 29,5%

- Equity ( $E$ ): Número de acciones en circulación, multiplicado por el precio de la acción al cierre 2016 = S/. 3.457 MM
- Deuda ( $D$ ): Deuda financiera a valor de mercado al cierre de 2016 = S/. 1.011 MM

(2) La tasa impositiva ( $T$ ) = 36.55%

(3) Beta desapalancada = 0,80

Se evaluaron 4 datos de la Beta desapalancada y considerando que la industria se encuentra concentrada por tres oligopolios estratégicamente y geográficamente distribuidos, tomaremos el mayor valor cercano a 1, es decir el beta corregido por caja, según Damodaran.

Beta desapalanada (Bd)	Valor	Dato
Beta desapalanada	0,72	Categoría <i>Building Materials</i> para países emergentes. Fuente Damodaran.
Beta desapalanada corregido por caja	0,80	Categoría <i>Building Materials</i> para países emergentes. Fuente Damodaran.
Regresión	0,74	Rendimientos de la acción CPACASC1 y el índice de la BVL SPBLPGPT por un periodo de 5 años con data mensual. Fuente Boomberg
Comparables	0.67	Selección de un grupo de empresas comparables del sector, cuya principal característica en común es la concentración de ingresos en la producción de cemento y concreto. Fuente Boomberg

Fuente: Elaboración propia 2017.

### Anexo 17. Cálculo de la tasa desapalancada ( $K_u$ )

La tasa desapalancada ( $K_u$ ) quedó determinada en 8,95%, tal como se detalla en el siguiente cuadro:

Componente	Valor
Tasa libre de riesgo ( $R_f$ )	2,49%
Beta desapalancado ( $\beta$ )	0,80
Prima de mercado ( $R_m - R_f$ )	4,62%
Riesgo país ( $R_p$ )	1,71%
Costo de capital ( $K_u$ ) US\$	7,89%
Costo de capital ( $K_u$ ) S/	8,95%

Fuente: Elaboración propia 2017.

<sup>31</sup> La beta de una acción mide el riesgo sistemático o riesgo de mercado. Indica la sensibilidad de la rentabilidad de una acción ante los movimientos del mercado. Si la empresa tiene deuda, hay que añadir el riesgo incremental derivado del apalancamiento, obteniéndose de esta forma la beta apalancada.

## Anexo 18. Estados financieros históricos de CPSAA

Estado de situación financiera (MM soles) - Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias							
Cuenta/Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo y equivalentes al efectivo	154	363	70	977	580	158	80
Inversiones a corto plazo	-	-	404	-	-	-	-
Cuentas por cobrar comerciales	32	42	41	51	59	72	68
Inventarios	160	206	278	334	324	307	347
Gastos pagados por anticipado	11	12	11	12	4	7	8
Otros activos corrientes	5	37	50	45	67	83	398
<b>Activo Corriente</b>	<b>363</b>	<b>660</b>	<b>853</b>	<b>1.419</b>	<b>1.035</b>	<b>628</b>	<b>901</b>
Inversiones a largo plazo	31	22	35	36	13	125	71
Propiedades, planta y equipo (neto)	1.102	1.197	1.395	1.537	2.061	2.491	2.273
Activos intangibles	29	30	49	59	58	82	43
Otros activos no corrientes	62	38	51	63	74	87	33
<b>Activo No Corriente</b>	<b>1.224</b>	<b>1.288</b>	<b>1.530</b>	<b>1.695</b>	<b>2.206</b>	<b>2.785</b>	<b>2.420</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.587</b>	<b>1.948</b>	<b>2.383</b>	<b>3.115</b>	<b>3.241</b>	<b>3.414</b>	<b>3.321</b>
Otros pasivos financieros de corto plazo	122	139	23	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales	47	85	80	63	71	86	64
Provisiones	26	29	24	28	54	29	32
Otros pasivos corrientes	65	56	53	67	75	89	85
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>260</b>	<b>309</b>	<b>180</b>	<b>158</b>	<b>200</b>	<b>204</b>	<b>181</b>
Prestamos a largo plazo	186	452	193	824	884	1.012	998
Otros pasivos no corrientes	148	114	117	123	87	152	162
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>334</b>	<b>565</b>	<b>309</b>	<b>947</b>	<b>970</b>	<b>1.164</b>	<b>1.160</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>594</b>	<b>874</b>	<b>489</b>	<b>1.105</b>	<b>1.170</b>	<b>1.368</b>	<b>1.341</b>
Capital en acciones	468	468	1.140	1.138	1.136	1.027	1.019
Reservas legal de capital	74	90	105	120	155	176	188
Otras reservas de patrimonio	14	8	17	19	5	12	-17
Resultados acumulados	436	474	571	654	697	728	677
Participaciones no controladoras	1	33	61	79	78	103	113
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>993</b>	<b>1.074</b>	<b>1.894</b>	<b>2.009</b>	<b>2.071</b>	<b>2.046</b>	<b>1.980</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1.587</b>	<b>1.948</b>	<b>2.383</b>	<b>3.115</b>	<b>3.241</b>	<b>3.414</b>	<b>3.321</b>

Fuente: SMV, CPSAA 2016. Elaboración propia.

Estado de resultados (MM Soles) - Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias							
Cuenta/Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	898	995	1.170	1.240	1.243	1.231	1.240
Costo de ventas	-479	-570	-713	-716	-724	-696	-737
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>419</b>	<b>425</b>	<b>457</b>	<b>523</b>	<b>518</b>	<b>535</b>	<b>504</b>
Gastos de ventas y distribución	-17	-24	-31	-30	-31	-31	-40
Gastos de administración	-159	-196	-203	-209	-195	-180	-193
Otros ingresos operativos	93	9	8	8	11	4	2
Otros gastos operativos	-	-96	0	0	-3	0	0
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa o EBIT</b>	<b>336</b>	<b>119</b>	<b>231</b>	<b>293</b>	<b>301</b>	<b>328</b>	<b>273</b>
Ingresos financieros	3	3	23	27	12	3	3
Gastos financieros	-15	-19	-24	-37	-31	-37	-75
Diferencias de cambio neto	3	1	-1	-48	-15	12	-3
<b>Resultado antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>327</b>	<b>104</b>	<b>229</b>	<b>235</b>	<b>266</b>	<b>307</b>	<b>198</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	-104	-38	-74	-82	-77	-89	-79
Participación de los trabajadores							
Ganancia (pérdida) operaciones discontinuadas		0	0	0	0	-6	-7
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>223</b>	<b>65</b>	<b>156</b>	<b>152</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>113</b>

Fuente: SMV, CPSAA 2016. Elaboración propia.

## Anexo 19. Estados financieros proyectados

Estado de situación financiera proyectado (MM soles) - Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias											
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidad
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	97	147	200	260	306	358	419	487	559	635	728
Inversiones a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar comerciales	101	111	126	132	138	150	161	170	176	182	188
Inventarios	339	373	400	428	461	487	518	544	567	588	604
Activos por Impuestos a las Ganancias	42	37	33	28	23	19	14	9	5	-	-
<b>Activo Corriente</b>	<b>579</b>	<b>669</b>	<b>758</b>	<b>848</b>	<b>928</b>	<b>1.015</b>	<b>1.112</b>	<b>1.209</b>	<b>1.307</b>	<b>1.405</b>	<b>1.519</b>
Inversiones a largo plazo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Instrumentos Financieros	30	27	28	28	29	30	30	31	32	33	35
Cuentas por cobrar	50	45	46	47	48	49	50	52	53	54	57
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	2.270	2.247	2.223	2.200	2.188	2.182	2.174	2.167	2.162	2.159	2.764
Activos intangibles (neto)	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	62
Activos por impuestos diferidos	6	5	4	4	3	3	2	1	1	-	-
Otros Activos no financieros	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
<b>Activo No Corriente</b>	<b>2.397</b>	<b>2.366</b>	<b>2.342</b>	<b>2.321</b>	<b>2.309</b>	<b>2.305</b>	<b>2.298</b>	<b>2.292</b>	<b>2.289</b>	<b>2.288</b>	<b>2.287</b>
<b>ACTIVO</b>	<b>2.976</b>	<b>3.034</b>	<b>3.100</b>	<b>3.169</b>	<b>3.237</b>	<b>3.320</b>	<b>3.409</b>	<b>3.501</b>	<b>3.596</b>	<b>3.693</b>	<b>3.807</b>
Prestamos a Corto Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales	143	165	182	196	202	216	230	242	251	258	265
Provisiones	33	30	30	31	32	32	33	34	35	36	37
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	3	3	2	2	2	1	1	1	0	-	-
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>179</b>	<b>197</b>	<b>214</b>	<b>228</b>	<b>235</b>	<b>249</b>	<b>264</b>	<b>276</b>	<b>286</b>	<b>293</b>	<b>301</b>
Prestamos a largo plazo	998	998	998	998	998	998	998	998	998	998	998
Provisiones	16	14	15	15	15	16	16	17	17	18	18
Pasivos por impuestos diferidos	126	112	98	84	70	56	42	28	14	-	-
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>1.140</b>	<b>1.124</b>	<b>1.111</b>	<b>1.097</b>	<b>1.083</b>	<b>1.070</b>	<b>1.056</b>	<b>1.043</b>	<b>1.029</b>	<b>1.016</b>	<b>1.016</b>
<b>Pasivo</b>	<b>1.319</b>	<b>1.322</b>	<b>1.325</b>	<b>1.326</b>	<b>1.319</b>	<b>1.319</b>	<b>1.321</b>	<b>1.319</b>	<b>1.315</b>	<b>1.309</b>	<b>1.317</b>
Capital en acciones	782	782	782	782	782	782	782	782	782	782	782
Otras Reservas de Capital	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
Resultados Acumulados	728	784	846	914	990	1.071	1.160	1.253	1.352	1.455	1.560
Otras Reservas de Patrimonio	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17
Participaciones No Controladoras	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
<b>Patrimonio</b>	<b>1.657</b>	<b>1.713</b>	<b>1.775</b>	<b>1.843</b>	<b>1.919</b>	<b>2.001</b>	<b>2.089</b>	<b>2.183</b>	<b>2.281</b>	<b>2.384</b>	<b>2.490</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2.976</b>	<b>3.034</b>	<b>3.100</b>	<b>3.169</b>	<b>3.238</b>	<b>3.320</b>	<b>3.410</b>	<b>3.502</b>	<b>3.596</b>	<b>3.693</b>	<b>3.807</b>

Estado de resultados proyectados (MM soles) - Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias											
Cuenta	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Perpetuidad
<b>Ingresos de actividades ordinarias</b>	1.318	1.419	1.537	1.651	1.780	1.904	2.020	2.127	2.222	2.303	2.366
Costo de Ventas	-768	-823	-887	-948	-1.017	-1.083	-1.147	-1.205	-1.257	-1.301	-1.338
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	549	595	650	703	763	820	874	923	965	1.001	1.029
Gastos de Ventas y Distribución	-36	-39	-42	-45	-49	-52	-55	-58	-61	-63	-65
Gastos de Administración	-211	-227	-246	-264	-285	-305	-324	-341	-356	-369	-379
Otros Ingresos Operativos	3	3	3	3	4	4	4	4	4	5	5
Otros Gastos Operativos											
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa</b>	305	332	365	397	433	467	499	528	553	574	589
Ingresos Financieros	3	4	4	4	5	5	5	6	6	6	6
Gastos Financieros	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44
Diferencias de Cambio neto	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
<b>Resultado antes de Impuesto</b>	262	289	322	354	390	424	456	485	510	531	547
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-96	-106	-118	-129	-143	-155	-167	-177	-187	-194	-200
<b>Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>166</b>	<b>183</b>	<b>204</b>	<b>225</b>	<b>247</b>	<b>269</b>	<b>289</b>	<b>308</b>	<b>324</b>	<b>337</b>	<b>347</b>

Fuente: Elaboración propia 2017.

## **Nota biográfica**

### **Patricia Castillo Coello**

Licenciada en Administración de Negocios Internacionales por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con estudios técnicos en Contabilidad y un Diplomado en Comercio Internacional.

Tiene una trayectoria profesional en el área financiera en el sector privado, en instituciones como Unilever Perú, Grupo Gloria y Equilibrium Clasificadora de Riesgo, *an affiliate of Moody's Investors Service, Inc.*