



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

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

Presentado por

**GABRIELA PATRICIA ALVA PÉREZ
Jazmín Vivian Mendoza Charqui
Nadia Verónica Pérez Flores**

Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova

0000-0002-4222-602X

2019

Dedicatoria

El presente trabajo de investigación está dedicado
nuestras familias, por su apoyo constante a lo largo
del desarrollo de la maestría.

Agradecimientos

Agradecemos a todos nuestros profesores por la dedicación y conocimientos brindados a lo largo del programa.

Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación consiste en la valorización de Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias al cierre del período 2017, cuyo objetivo es estimar el valor fundamental de las acciones de la compañía a dicho corte. Para ello se hizo uso de las siguientes metodologías: primero, valorización por descuento del flujo de caja libre para la firma (método absoluto) y, segundo, valorización por múltiplos de empresas comparables (método relativo); añadido a ambas técnicas, se incluyó la valorización de los agentes del mercado.

Para la valorización a través del método absoluto se analizó la información financiera histórica de la compañía; a partir de esta, e incluyendo la información de mercado, estimaciones de la compañía, evaluación de la estrategia, entre otros, se realizó la proyección para los próximos diez años, teniendo como principales desafíos: la proyección de los ingresos y la determinación de la tasa de la tasa de crecimiento “g” para el cálculo del valor terminal de la proyección.

A fin de superar la primera dificultad, la proyección de los ingresos, se evaluó la data histórica de los despachos de cemento en los últimos diez años y se realizó una regresión lineal de estos en función a su rezago, el PBI global y la capacidad instalada, resultando en un modelo cuya consistencia se validó a través de los test estadísticos. Para superar la segunda complicación, la determinación de la tasa de crecimiento “g”, primero, se identificó que el modelo de Gordon estaba distorsionado debido a la inestabilidad del *payout ratio* en los últimos cinco años ($g = 0,83\%$); segundo, se reconoció que las expectativas de crecimiento del PBI según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del PBI (BCRP 2018) determinan una tasa de crecimiento máxima propia de una economía emergente ($g = 6,56\%$), la cual resulta elevada en el largo plazo; tercero, se comprobó que la tasa de crecimiento mínima resulta de una economía de primer mundo como la de EE. UU. ($g = 2,98\%$), pero ésta no refleja adecuadamente la posición económica que Perú espera alcanzar en los próximos años; cuarto, se reconoció la necesidad de considerar una economía *benchmark*, tomando como referencia la economía chilena ($g = 4,44\%$), ya que es el tipo de economía a la cual tendería Perú en el largo plazo; finalmente, con base en la evaluación de cada una de estas perspectivas, se determinó que lo recomendable era aplicar el modelo de Gordon excluyendo los períodos atípicos, obteniendo un resultado razonable y consistente dentro del rango determinado por las otras perspectivas.

En consecuencia, a partir del método de descuento, el valor determinado para la compañía al cierre del período 2017 es de S/ 4.773 millones; mientras que el valor de la acción común es de

S/ 10,16 por acción, 24,62% superior al precio cotizado; por lo que la recomendación para los tenedores de esta acción es mantenerla; mientras que, para los que no la tienen, la recomendación es la de comprar, decisión que se fortalece por la saludable posición financiera que mantiene la compañía, la cual mantiene un margen EBITDA de alrededor del 30%, incluso pese a la desaceleración de los ingresos en los tres últimos períodos, y además muestra indicadores financieros de liquidez y rentabilidad superiores a los de las empresas comparables.

A fin de complementar la evaluación anterior, se incluyó un análisis de sensibilidad respecto a la tasa de crecimiento “g”, el cual mostró valores mínimo y máximo de S/ 8,83 por acción común y de S/ 15,86 por acción común frente a una tasa de 2,98% y 6,56%, respectivamente. Asimismo, se identificó que el punto de quiebre en la decisión de venta y compra de la acción está dado por un “g” de 0,59% y 3,13%, respectivamente.

Finalmente, para la valorización a través del método relativo, se realizó la discriminación de Cementos Argos S.A. y Cemex Latam Holdings S.A. como empresas comparables, ya que cotizan en bolsas más líquidas, Colombia y México, respectivamente; esto, a diferencia de las compañías del mercado local, pues la bolsa peruana es más pequeña. Considerando los múltiplos promedio EV/EBITDA y EV/Ventas a partir de las empresas comparables, el valor de las acciones comunes de Cementos Pacasmayo S.A.A. resulta en S/ 8,31 por acción y S/ 5,28 por acción, respectivamente; por lo que la decisión que sugiere cada múltiplo es contrapuesta: mantener, en el primer caso; vender, en el segundo.

Índice

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos.....	ix
Índice de anexos.....	x
 Introducción.....	 1
 Capítulo I. Descripción del negocio	 2
1. Descripción del negocio.....	2
2. Líneas de negocio	2
3. Proceso productivo.....	2
4. Análisis de capacidad de planta	2
5. Tipos de clientes	3
6. Áreas geográficas.....	3
7. Empresas relacionadas y accionistas.....	4
8. Ciclo de vida de la empresa	4
9. Composición accionarial.....	4
10. Política de dividendos	5
11. Responsabilidad social empresarial	5
12. Gobierno corporativo	5
 Capítulo II. Análisis del macroentorno de la industria y de la estrategia de la empresa...	 6
1. Análisis PESTEL (político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal).....	6
2. Estructura de la industria: participantes en el Perú	6
3. Análisis de las cinco fuerzas de Porter.....	6
4. Participación de mercado y márgenes (posición competitiva).....	6
5. Ventajas competitivas, propuesta de valor y estrategias	7
6. Análisis FODA	7
7. Análisis de la cadena de valor.....	8
 Capítulo III. Análisis financiero y características de la inversión	 9
1. Análisis histórico del capital de trabajo versus fondo de maniobra.....	9
2. Políticas de gestión del circulante (ventas, compras, inventarios) y dividendos	9
3. Análisis de ratios financieros	11

3.1Gestión.....	11
3.2Liquidez	12
3.3Rentabilidad.....	13
3.4Endeudamiento	13
3.5Análisis Dupont del ROE.....	14
3.6 <i>Benchmark</i> del mercado.....	14
4. Análisis de la inversión (movimiento del activo fijo) y de la capacidad instalada.	15
5. Fuentes de financiamiento y políticas de endeudamiento.....	17
5.1Emisión de bonos corporativos.....	17
5.2Ampliación de capital	18
6. Diagnóstico.....	18
 Capítulo IV. Riesgos	 20
1. Análisis de riesgos	20
2. Matriz de riesgos.....	20
 Capítulo V. Valorización	 21
1. Método absoluto. Descuento de flujo de caja libre para la firma.....	21
1.1Tasa de crecimiento “g”	21
1.2 Cálculo del costo de patrimonio (K_e) y del costo promedio ponderado de capital (WACC).....	21
1.3Supuestos de proyecciones (ingresos, inversiones en activo fijo – CAPEX, depreciación, deuda).....	21
1.4Estados financieros proyectados	24
1.5Valorización por descuento de FCF.....	24
2. Método relativo. Valorización por múltiplos de empresas comparables	24
3. Valorización de agentes del mercado.....	25
4. Análisis de sensibilidad.....	26
 Conclusiones y recomendaciones.....	 27
1. Conclusiones.....	27
2. Recomendaciones	28
 Bibliografía.....	 29
Anexos.....	32
Notas biográficas	55

Índice de tablas

Tabla 1.	Ratios financieros de los <i>benchmark</i> del mercado	15
Tabla 2.	Proyectos CAPEX	17
Tabla 3.	Fuentes y usos.....	17
Tabla 4.	Matriz de riesgos	20
Tabla 5.	Estados financieros proyectados.....	24
Tabla 6.	Flujo de caja libre proyectado	24
Tabla 7.	Empresas comparables con Cementos Pacasmayo S.A.A.....	24
Tabla 8.	Valorización por múltiplos	25
Tabla 9.	Valorización de agentes del mercado	25
Tabla 10.	Análisis de sensibilidad	26

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Fondo de maniobra vs. capital de trabajo	9
Gráfico 2.	Promedio de antigüedad de cuentas por cobrar comerciales y diversas	10
Gráfico 3.	Distribución de las cuentas por pagar comerciales y diversas.....	10
Gráfico 4.	Ratios de gestión.....	12
Gráfico 5.	Ratios de liquidez	12
Gráfico 6.	Ratios de rentabilidad	13
Gráfico 7.	Ratios de endeudamiento.....	14
Gráfico 8.	Análisis Dupont del ROE	14
Gráfico 9.	Ingresos vs. capacidad instalada vs. CAPEX	16
Gráfico 10.	Deuda/EBITDA.....	18
Gráfico 11.	Valoraciones comparables de las acciones comunes (precio por acción)	25

Índice de anexos

Anexo 1.	Proceso productivo del cemento.....	33
Anexo 2.	Proceso productivo del cemento.....	33
Anexo 3.	Capacidad de producción de la planta	33
Anexo 4.	Despachos de cemento del mercado peruano	34
Anexo 5.	Participación del mercado de cemento	34
Anexo 6.	Grupo Hochschild.....	35
Anexo 7.	Composición accionarial	35
Anexo 8.	Ciclo de vida de Cementos Pacasmayo S.A.A.	36
Anexo 9.	Ratio de dividendos repartidos 2012-2017	36
Anexo 10.	Distribución del accionariado por tipo de acciones	37
Anexo 11.	Análisis PESTEL	38
Anexo 12.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter	40
Anexo 13.	Desarrollo de la cadena de valor.....	42
Anexo 14.	Visión, misión y valores	44
Anexo 15.	Evolución de la participación de mercado.....	45
Anexo 16.	Análisis de riesgos	46
Anexo 17.	Adiciones en activo fijo.....	48
Anexo 18.	Tabla de depreciación.....	48
Anexo 19.	Análisis de consistencia entre capacidad de planta, producción, ventas y endeudamiento.....	48
Anexo 20.	Regresión lineal de los despachos de cemento.....	49
Anexo 21.	Test estadísticos: correlograma de residuos	50
Anexo 22.	Test estadísticos: autocorrelación.....	51
Anexo 23.	Test estadísticos: heterocedasticidad.....	51
Anexo 24.	Tasa de crecimiento “g”	52
Anexo 25.	Cálculo del costo de patrimonio (Ke) y del costo promedio ponderado de capital (WACC).....	53
Anexo 26.	Selección de empresas comparables.....	53
Anexo 27.	Valorización por múltiplos	54

Introducción

Cementos Pacasmayo S.A.A. es la segunda empresa con mayor cuota de mercado dentro la industria nacional de producción y comercialización de cemento y, a la vez, mantiene una posición de liderazgo en el norte del país.

El presente trabajo de investigación tiene por objetivo la estimación del valor de las acciones de la compañía al cierre del período 2017. Para ello se desarrollan cinco capítulos.

En el Capítulo I se analiza el negocio: se detallan las líneas de negocio, el proceso productivo, la capacidad de planta, los tipos de clientes, la zona de influencia, los accionistas, el ciclo de vida de la compañía, la composición accionarial, la política de dividendos, el programa de responsabilidad social y gobierno corporativo.

En el Capítulo II se realiza el análisis del macroentorno, la industria y la estrategia desarrollada por la compañía: se realiza el análisis PESTEL, de las cinco fuerzas de Porter, FODA y cadena de valor. En el Capítulo III se evalúa la posición financiera de la compañía con base en la información histórica, la evolución de los ratios financieros, la política de inversión y las fuentes de financiamiento. En el Capítulo IV se identifican los riesgos a los que está expuesta la empresa, así como la probabilidad de ocurrencia y el impacto que cada uno de estos tiene sobre la compañía.

En el Capítulo V se realiza la valorización de la empresa, tanto por el método de descuento del flujo de caja libre para la firma como por el de múltiplos de empresas comparables. Finalmente, sobre la base de los capítulos anteriores, se presentan las conclusiones y recomendaciones.

Capítulo I. Descripción del negocio

1. Descripción del negocio

Cementos Pacasmayo S.A.A. es una empresa que fue constituida en 1957 y cuya actividad es la producción y comercialización de cemento, concreto, cal, agregados y otros elementos prefabricados. La compañía cuenta con tres plantas de producción, las cuales están ubicadas en la zona norte del país: la primera y más antigua, está ubicada en Pacasmayo (La Libertad); la segunda, en Rioja (San Martín); y la tercera y más moderna, en Sechura (Piura).

La empresa tiene dos acciones listadas en bolsa, acciones comunes y acciones de inversión, las cuales se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL: CPACASC1) y en la Bolsa de Valores Nueva York (NYSE: CPAC) desde 1999 y 2012, respectivamente. Al 31 de diciembre del 2017, el capital social de la empresa estuvo representado por 423.868.449 acciones comunes y 40.278.894 acciones de inversión, cada una con un valor nominal de S/ 1,00 por acción.

2. Líneas de negocio

La compañía maneja principalmente tres líneas de negocio: la primera y con mayor participación sobre los ingresos, es la línea cemento, concreto y bloques; la segunda, es la de suministros para la construcción y; la tercera, es la de cal (ver el anexo 1).

3. Proceso productivo

El proceso productivo consta de seis etapas: primero, la extracción de la materia prima, piedra caliza la misma que se extrae de sus propias canteras; segundo, la molienda y homogenización de la caliza con otros insumos hasta la obtención de harina cruda; tercero, la obtención del clinker a partir de la harina cruda; cuarto, la molienda del cemento; quinto, el almacenamiento del cemento en silos de hormigón y; sexto, el embalaje y distribución (ver el anexo 2).

4. Análisis de capacidad de planta

La empresa dispone de tres plantas, con una capacidad instalada total de 4.940.000 TM de cemento y 2.780.000 TM de clinker (ver el anexo 3).

- La planta de Pacasmayo tiene una capacidad instalada de producción de cemento de 2.900.000 TM y; en el 2017, alcanzó una producción de 1.141.000 TM, para la cual se utilizaron 828.000 TM de clinker.
- La planta de Rioja tiene una capacidad instalada de 440.000 TM y; en el 2017, logró una producción de 287.000 TM, para la cual se utilizaron 211.000 TM de clinker.

- La planta de Piura tiene una capacidad instalada de 1.600 TM y; en el 2017, registró una producción de 858.000 TM, para la cual se utilizaron 608.000 TM de clinker.

5. Tipos de clientes

La empresa comercializa a través de dos canales: canal masivo y canal industrial, los cuales representaron el 92,3% y 7,7% de las ventas del 2017, respectivamente.

El canal masivo está constituido por:

- Comerciantes asociados, los cuales están dedicados a la venta de materiales de construcción y tienen por clientes a consumidores finales y otros comerciantes.
- Comerciantes no asociados, si bien están dedicados a la venta de materiales de construcción, no pertenecen a la red de asociados de Distribuidora del Norte Pacasmayo SRL (DINO).
- Tiendas para el mejoramiento del hogar, las cuales son grandes cadenas de tiendas que ofrecen todo tipo de productos para el hogar y tienen por clientes a consumidores finales.

El canal industrial está conformado por:

- Empresas KAM nacionales, las cuales son grandes constructoras que tienen significativos volúmenes de compra y cuya administración está centralizada en Lima.
- Empresas locales, las cuales son grandes empresas constructoras del medio local y que se ubican en la zona de influencia de la cementera.
- Medianas y pequeñas constructoras, las cuales son empresas constructoras locales que ejecutan obras de mediana y pequeña envergadura para los sectores público y privado.
- Transformadores, las cuales son empresas privadas que compran cemento como insumo de otros productos que posteriormente serán comercializados.
- Plantas concreteras, las cuales son empresas privadas dedicadas a la producción de concreto para ser comercializado o consumido internamente por la propia compañía.

6. Áreas geográficas

El mercado peruano de cemento está segmentado en tres principales focos geográficos: Norte, Centro (incluida Lima Metropolitana) y Sur. El norte es abastecido por Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, mientras que el centro por el Cementos Inca y UNACEM; y el sur por Cementos Yura y Cementos Sur (ver el anexo 4). Cabe resaltar que la participación de mercado de Cementos Pacasmayo es del 19,8% (ver el anexo 5). Debido a que Cementos Pacasmayo opera exclusivamente en el norte del país, ahí se encuentran sus tres plantas productoras que le permiten abastecer a sus clientes. La principal planta se encuentra en el departamento de La Libertad, en la

ciudad Pacasmayo. La segunda planta, ubicada más al norte del Perú, es la que se encuentra ubicada en la ciudad de Piura. Ambas plantas abastecen a las ciudades de la costa y sierra del país (Piura, Chiclayo, Cajamarca, Trujillo y Chimbote). Finalmente, la tercera planta, la más pequeña; se ubica en la selva, en la ciudad de Rioja, departamento de San Martín y abastece toda la zona noreste del país (básicamente la selva, incluidas las ciudades de Tarapoto y Moyobamba).

7. Empresas relacionadas y accionistas

Cementos Pacasmayo pertenece al grupo Hochschild-Pacasmayo el cual tiene inversiones en distintos sectores productivos del país siendo los principales el sector minería, construcción, pesca y energía (ver el anexo 6).

8. Ciclo de vida de la empresa

Según el enfoque desarrollado por Weston en 1990 y Solmik en 2004 en el libro de CFA (2012) “*Corporate Finance*”, se distinguen 5 fases del ciclo de vida de las industrias. La compañía se encuentra en la fase de crecimiento maduro, la que implica que la industria experimenta una ligera caída en los ingresos por la entrada de nuevos competidores, pero el potencial de crecimiento permanece. Se sustenta en el ligero crecimiento de ventas de la empresa que experimenta un CAGR de 0,9% en los últimos 5 años. Asimismo, se encuentra en una industria de pocos productores nacionales que se ha consolidado dado las grandes barreras a la entrada, la locación estratégica de sus operaciones de cada empresa y la participación de grandes y pocos actores. Adicionalmente, la compañía se enfrenta a poca elasticidad de demanda, con estabilidad de precios y donde se evita la guerra de precios. Finalmente, la teoría nos indica que, en esta fase, las empresas realizan grandes inversiones en búsqueda de economías de escala y eficiencia en costos. Cementos Pacasmayo inicia en el 2015 la construcción de su nueva planta con una capacidad instalada de 1,6 millones TM/año de cemento y que demandó una inversión de USD 365 millones (ver el anexo 8).

9. Composición accionarial

Cementos Pacasmayo posee un capital compuesto por 464.149.268 acciones (entre comunes y de inversión), cada una con un valor nominal de un sol (S/ 1,00). Actualmente, la composición de los accionistas controladores de la empresa está representada por Inversiones ASPI (50%), ADRP (17%) y AFP Prima (6%) (ver el anexo 7). Cementos Pacasmayo posee dos tipos de acciones (ver el anexo 10):

- Acciones Comunes (91%): Son las acciones que tienen participación en los dividendos, derecho a voto; y en consecuencia el accionista mayoritario de las mismas (Inversiones ASPI S.A.) es quien controla las decisiones del grupo.

- Acciones de Inversión (9%): Estas acciones también tienen participación en los dividendos, pero no tienen derecho a voto y en consecuencia no tienen injerencia en las decisiones de la empresa.

Cabe resaltar que del total de las acciones comunes de la empresa el 17% está listada en la Bolsa de Nueva York mediante ADRS y el 83% restante está listado en la Bolsa de Valores de Lima.

Finalmente, en septiembre de 2016, la Junta General de Accionistas aprobó la escisión patrimonial de la empresa Fosfatos del Pacífico S.A., transfiriendo todos los activos y pasivos a una nueva empresa creada para dicho fin llamada Fossal S.A.A. Esta escisión se realizó con el objetivo de organizar al grupo de acuerdo con la especialización de cada negocio

10. Política de dividendos

La política de dividendos de la empresa está establecida conforme a las normales legales y estatutarias vigentes y los principios de contabilidad generalmente aceptados en el Perú, en la cual se estipula que se podrá distribuir hasta el 100% de las utilidades disponibles en cada ejercicio económico luego de la deducción de tributos y de la reserva legal, debiendo el monto restante capitalizarse o destinarse a la cuenta de resultados acumulados y siempre que (i) la caja disponible de la compañía lo permita; y (ii) no exista una restricción contractual que limite esta posibilidad. Asimismo, la compañía podrá distribuir dividendos con cargo y hasta el 100% de los resultados acumulados de ejercicios anteriores (ver el anexo 9).

11. Responsabilidad social empresarial

La empresa cuenta con una Gerencia de Responsabilidad Social, cuyo objetivo es contribuir con el desarrollo de sus grupos de interés y el bienestar de las poblaciones de su entorno, sus colaboradores y el medio ambiente. En esa línea, se ha clasificado la inversión social en cuatro ejes fundamentales: educación, salud, desarrollo local y cuidado ambiental. En el año 2017, la inversión social abarcó hasta S/ 6,5 millones.

12. Gobierno corporativo

Cementos Pacasmayo basa su gestión en el cumplimiento y mejora constante de las prácticas de buen gobierno corporativo bajo los más altos estándares vigentes del mercado. Ello se valida dado que desde el año 2010, la empresa ha sido seleccionada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) como parte del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IGBC).

Capítulo II. Análisis del macroentorno de la industria y de la estrategia de la empresa

1. Análisis PESTEL (político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal)

Este análisis permite conocer el macroentorno, y poder identificar las oportunidades y amenazas que atraviesa la compañía (ver el anexo 11).

2. Estructura de la industria: participantes en el Perú

La industria del cemento se caracteriza por estar segmentada en tres regiones; de este modo, la demanda nacional es atendida principalmente a través de las siguientes compañías: en la zona norte y nororiente del país, Cementos Pacasmayo S.A.A.; en la zona central del país Unión Andina de Cementos SAA (UNACEM) y; finalmente, en la zona sur del país, Yura S.A.

La venta de las empresas cementeras locales cubre el 94,4% de la demanda nacional; mientras que, la diferencia es atendida por cemento importado, principalmente a través de Inversiones en Cemento S.A. (IVERCEM) y Cemex Perú S.A., quienes se ubican en la zona norte y centro del país, respectivamente. Por otro lado, las exportaciones de cemento representan el 3% de los despachos totales, siendo Yura SA el principal exportador; ya que, participa del 98,3% de los envíos.

3. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

El modelo estratégico elaborado por Porter (1987) permite analizar las fuentes de ventaja competitiva y las actividades estratégicas relevantes para la compañía; en este sentido, posibilita delimitar el nivel de rivalidad de la industria (ver el anexo 12).

4. Participación de mercado y márgenes (posición competitiva)

El mercado de cemento en el Perú, como se ha detallado líneas arriba, presenta un entorno donde grandes participantes se mueven solos en una región. Basado en el total de despachos anuales en el 2017 medido en toneladas, el productor de mayor participación (45%) es UNACEM con una fuerte presencia en la zona centro del país, seguido de Yura en la zona sur con una participación de 24% y finalmente, la participación de mercado de Cementos Pacasmayo es del 20% en la zona norte. Por lo que representa la tercera compañía productora de cemento nacional. Cementos Pacasmayo ha perdido participación de 24% a 20%, información que se muestra en el anexo 15 de evolución de la participación de mercado durante los últimos 30 años, la misma tendencia la tiene UNACEM; mientras que Yura y otros participantes pequeños tienden a ganar participación. En el caso de Yura, se conoce que este crecimiento se debe a las exportaciones a países cercanos como Ecuador, por ejemplo.

En cuanto a la posición competitiva en márgenes, Cementos Pacasmayo presenta un margen EBITDA de alrededor de 26,3%, menor a la mediana del mercado. Esto se debe a que la compañía actualmente ha realizado inversiones para ampliar la capacidad de su planta; no obstante, dado los últimos problemas que atraviesa el país en la zona norte (crisis en el sector construcción, paralización de proyectos, Fenómeno El Niño) la compañía cuenta con capacidad productiva ociosa, haciendo de esta forma que se tenga estructura de costos fijos pesados.

5. Ventajas competitivas, propuesta de valor y estrategias

La propuesta de valor de la compañía se revela en la definición de su misión y visión de la misma, donde Cementos Pacasmayo ofrece proveer soluciones en el sector construcción que contribuyan con el crecimiento sostenible, económico y social de la región (ver el anexo 14).

6. Análisis FODA

Según Humphrey (2005) se infiere que el análisis FODA nos permite identificar los aspectos positivos y negativos de la empresa dentro de ella (Fortaleza y Debilidad) frente a su competencia; y en el entorno que afecta a la industria (Oportunidad y Amenaza) con el objetivo de poder definir las estrategias y acciones que la empresa debe tomar.

Fortalezas

- Liderazgo en la región norte del país (99% de participación de mercado).
- Moderno proceso productivo con mayor capacidad instalada en la zona norte del país.
- Sólida red de distribución propia (Distribuidora del Norte Pacasmayo S.R.L. – DINO).
- Distribución estratégica de sus 3 plantas en la zona norte.
- Reconocimiento de la marca.

Debilidades

- Concentración de mercado en una sola región del país.
- Alta concentración y dependencia de la autoconstrucción.
- Altos costos de transporte limitan el crecimiento.

Oportunidades

- Gran incentivo del Estado por destrabe de proyectos, promoción de obras por impuestos y continuidad de megaproyectos públicos.
- Reconstrucción del norte dado los desastres El Niño Costero sostenido en obras públicas y la autoconstrucción.

- Fortalecimiento de Proinversión e identificación de brechas de infraestructura acelerará la adjudicación de nuevos proyectos públicos.
- Déficit de vivienda en la zona norte.

Amenazas

- Variaciones latentes del precio del petróleo, lo que afecta los costos de flete.
- Reducción en los precios por ingreso de nuevos competidores.
- Ingreso de nuevos competidores en el norte del país con una propuesta de cemento importado (sin aranceles).
- Zona potencialmente expuesta a desastres por el Fenómeno El Niño.

7. Análisis de la cadena de valor

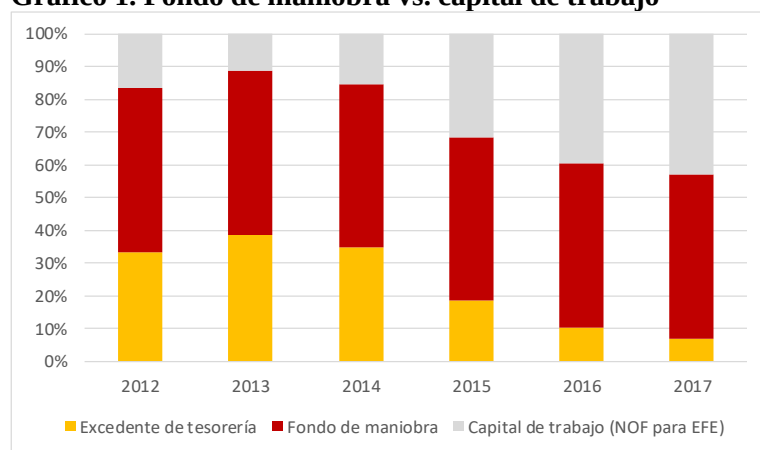
La cadena de valor de Cementos Pacasmayo muestra una integración hacia adelante y hacia atrás. El grupo cuenta con toda la cadena productiva que va desde la extracción de la principal materia prima (la cal), pasa por la producción del principal producto comercializado (cemento) y finaliza con la distribución y comercialización de este. En el anexo 13 se desarrolla a detalle cada etapa.

Capítulo III. Análisis financiero y características de la inversión

1. Análisis histórico del capital de trabajo versus fondo de maniobra

Cementos Pacasmayo se muestra como una empresa bastante líquida, ya que el fondo de maniobra es mayor al capital de trabajo durante los periodos analizados, y en consecuencia presenta excedente de caja. Esta caja es está siendo financiada íntegramente por capitales permanentes. Si bien al 2012, el *mix* de capitales permanentes tenía una presencia predominante del patrimonio (86%), esta tendencia varía para el 2017 y pasa a ser del 58%. Esto demuestra que, si bien a inicios del 2012 los activos no corrientes eran financiados íntegramente por patrimonio, para el 2017, parte de ellos están siendo financiados por deuda de largo plazo.

Gráfico 1. Fondo de maniobra vs. capital de trabajo



Fuente: EY (2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

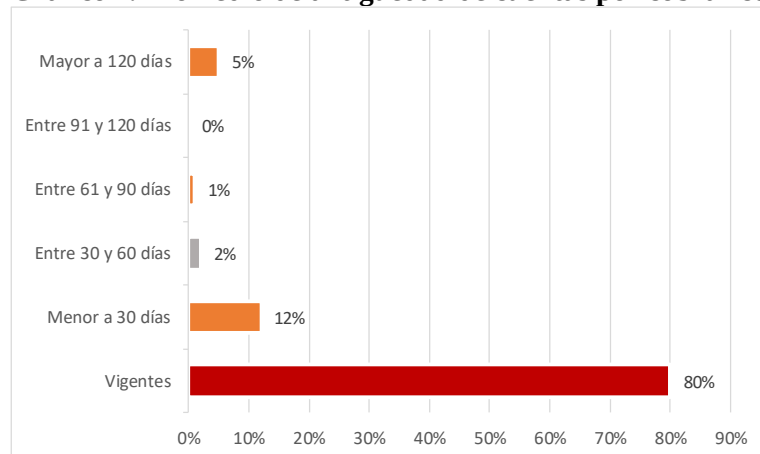
2. Políticas de gestión del circulante (ventas, compras, inventarios) y dividendos

Según el informe de auditoría del 2017, Cementos Pacasmayo cuenta con políticas de ventas en donde analiza a sus clientes y les otorga una línea de crédito según su capacidad de pago. Igualmente, de ser necesario, en algunos casos, solicita garantías como carta fianzas o pagarés. Igualmente, mantiene un monitoreo activo de sus cuentas por cobrar, por lo cual estas se muestran sanas y con un comportamiento estable a lo largo de los años. A diciembre 2017, en promedio, el 80% de las cuentas por cobrar comerciales y diversas se encuentran como no vencidas ni deterioradas, adicionalmente, el 95% de estas se muestran dentro de los rangos esperados de cobro de la compañía (entre 30 y 90 días) (gráfico 2).

Las cuentas por pagar de Cementos Pacasmayo se dividen básicamente en dos grupos: las cuentas por cobrar comerciales que se refieren a compras de proveedores principalmente locales por insumos y servicios necesarios para la operación del grupo, y las cuentas por pagar diversas, en donde se agrupan

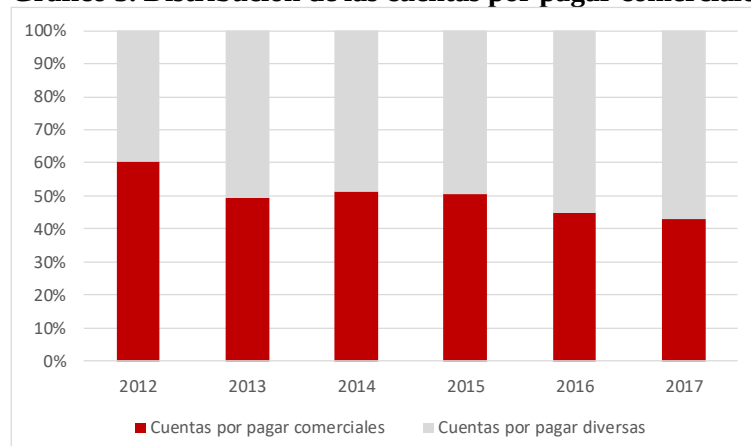
dividendos, intereses, remuneraciones y otras cuentas por pagar. Durante los periodos analizados se ha mostrado un equilibrio entre ambas partidas según lo que se muestra en el gráfico 3.

Gráfico 2. Promedio de antigüedad de cuentas por cobrar comerciales y diversas



Fuente: EY (2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

Gráfico 3. Distribución de las cuentas por pagar comerciales y diversas



Fuente: EY (2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

Según lo esperado por la compañía, las cuentas por pagar comerciales, deberían ejecutarse entre 60 y 120 días, mientras que las cuentas por pagar diversas alrededor de los 90 días.

Los inventarios, según lo manifestado en el informe auditado y de acuerdo con la normativa contable vigente, se valúan al costo o valor de realización neto, el menor. Se evidencia un incremento en los inventarios entre el 2015 y 2017 del 21% que estaría explicado en la utilización de la nueva planta de Piura, la cual inició operaciones a inicios del 2016. A partir del Fenómeno El Niño Costero decidieron mantener un *stock* de seguridad adecuado para evitar el desabastecimiento de sus productos. Este *stock* es estimado en 8 meses de existencia de materia prima.

La política de distribución de dividendos toma en consideración la condición financiera y económica del grupo; y los compromisos financieros ya asumidos. Adicionalmente, a lo indicado en el punto 10, política de dividendos, la política de dividendos también indica lo siguientes dos puntos:

- Los directores podrán determinar la repartición de dividendos adelantados con base en la utilidad neta resultante del EEEF preparado para tal fin, o con base en los resultados acumulados correspondiente al año anterior.
- Los tenedores de las acciones comunes que representen no menos del 20% del total de acciones de capital, podrán solicitar la distribución de dividendos de hasta el 50% de la utilidad neta del año pasado.

Según lo detallado, se evidencia un crecimiento en la tasa de dividendos repartidos (anexo 9).

3. Análisis de ratios financieros

3.1 Gestión

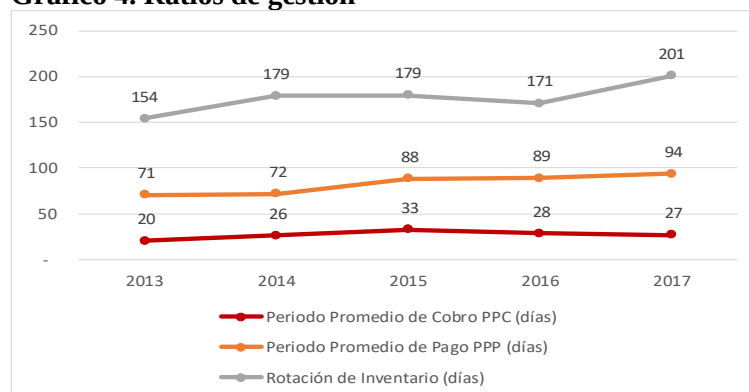
En el 2017, las ventas disminuyeron a S/ 1.226 millones, registrando una caída de -1,17% respecto al año previo, situación que derivó de: los efectos negativos del Fenómeno El Niño, el cual golpeó significativamente la demanda durante el segundo bimestre del 2017, el retraso en el inicio de obras de reconstrucción en el norte del país, y el ingreso de Inversiones en Cemento S.A. (IVERCEM) como nuevo competidor, principalmente en el canal industrial. En este sentido, el crecimiento promedio de las ventas entre 2012 y 2017 resulta en 0,94%, propio de una empresa madura.

La empresa mantiene favorable efectividad de cobranza a lo largo de todos los años, con períodos promedio de cobranza de muy corto plazo e inferiores a 30 días; esto debido a que, si bien la política comercial permite ventas con entre 30 y 90 días de crédito, la mayor parte de sus ventas se gestiona a través del canal masivo que, a diferencia del canal industrial, opera con menos días de crédito.

En el 2017, los inventarios rotan con mayor lentitud respecto a lo que se mantenía en promedio en años previos; de este modo, la rotación de inventarios se amplía de 171 días a 201 días debido a que, por un lado, con el inicio de operaciones de la planta de Piura, la empresa elevó su producción a fin de cubrir los costos fijos de la nueva planta, y por otro, la presencia del Fenómeno El Niño limitó el avance esperado de las ventas. Sin embargo, la rotación total de los inventarios no muestra el comportamiento real de los productos terminados; ya que, la compañía está integrada horizontalmente atrás con sus proveedores; por lo que, de la evaluación de los productos terminados, destaca la ágil rotación de las existencias, la cual resulta inferior a 15 días en todos los períodos, significativamente inferior al período de obsolescencia del cemento, el cual es de 90 días.

Las cuentas por pagar se mantienen dentro de la política comercial, la cual gestiona compras a crédito entre 60 y 120 días de plazo y corresponden principalmente a compras de materiales, servicios y suministros.

Gráfico 4. Ratios de gestión



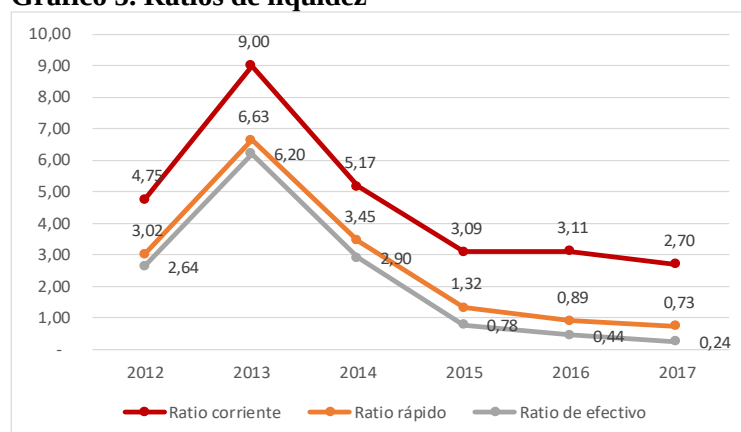
Fuente: EY (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

3.2 Liquidez

En el 2017, el ciclo de liquidez de la compañía se eleva a 134 días respecto a los 110 días reportados el año previo, esto debido a que la rotación del inventario total se extiende ligeramente como consecuencia del impacto negativo del Fenómeno El Niño sobre las ventas y el *stock* que maneja la nueva planta de Piura, la cual inició operaciones en el 2016.

Cabe precisar, que en el 2013 la empresa reporta una posición de liquidez elevada y atípica en comparación a los demás períodos, situación que deriva de los excedentes de caja (efectivo y equivalentes) que registró la compañía como consecuencia de la recaudación obtenida por la emisión de los bonos efectuada en febrero de ese año; de este modo, al cierre del 2013, la compañía registró S/ 977 millones en esta partida, de los cuales aproximadamente S/ 745 millones derivan de la emisión.

Gráfico 5. Ratios de liquidez



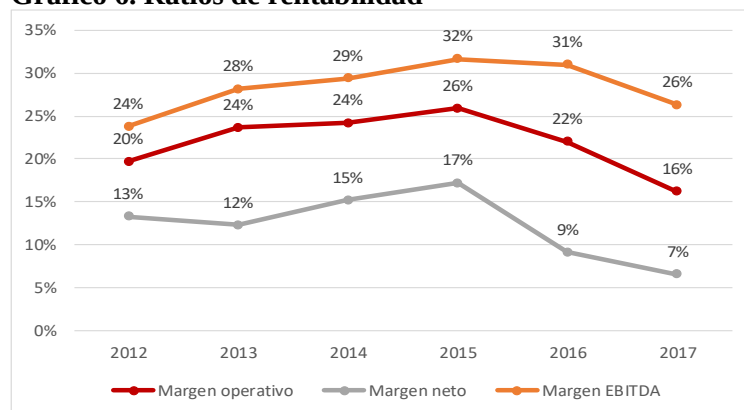
Fuente: EY (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

3.3 Rentabilidad

En el 2017, la utilidad operativa retrocedió por segundo año consecutivo y se ubicó en S/ 199 millones; por lo que, el margen operativo se contrajo de 22,00% a 16,20%. El descenso de -5,80pp en la rentabilidad operativa responde principalmente a los mayores costos de transporte de distribución en los que incurrió la compañía debido a la presencia del Fenómeno El Niño y a un ligero incremento en el precio del carbón.

Además, en el 2017 la empresa registró otros egresos por S/ 48 millones, los cuales corresponden al deterioro de los activos del Proyecto Salmueras; por lo que, la utilidad neta de este período se reduce a S/ 128 millones; en este sentido, el margen neto retrocede de 9,10% a 6,58%; es decir, cae en -2,52pp respecto al año previo. En el tercer trimestre del 2017, la compañía decidió no continuar con el Proyecto Salmueras debido a que, conforme al plan estratégico, la prioridad es el desarrollo de productos relacionados a su negocio principal (fabricación, venta de cemento y soluciones constructivas). Añadido a lo anterior, en los dos últimos años el margen neto se ajusta como consecuencia de los gastos financieros generados por los bonos corporativos.

Gráfico 6. Ratios de rentabilidad



Fuente: EY (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

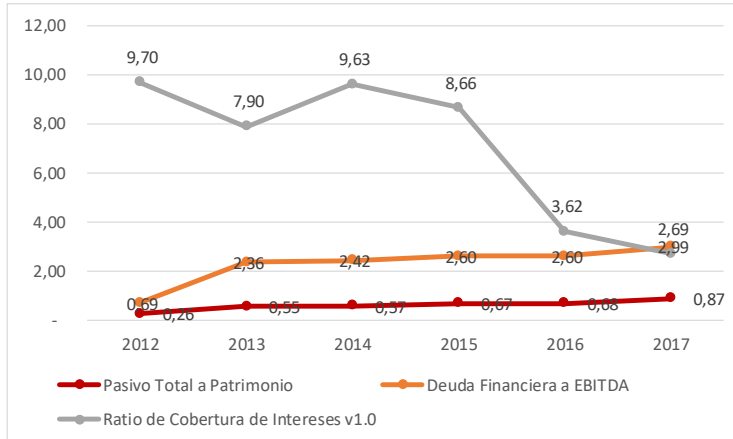
3.4 Endeudamiento

El apalancamiento respecto al patrimonio muestra tendencia ascendente a lo largo de todos los períodos. En el 2017, este ratio se elevó de 0,50x a 0,64x principalmente debido a la reducción del patrimonio que resultó de la escisión del bloque patrimonial a favor de Fossal S.A.A., esto en coherencia con la decisión de la compañía de centrarse en la especialización de cada negocio.

En coherencia con el descenso de la rentabilidad, el incremento de los intereses generados sobre el bono vigente y los costos financieros de los instrumentos de cobertura de flujos de efectivo (*cross currency swap*); el apalancamiento respecto al EBITDA se ubicó en 2,99x en el 2017, ratio

superior al 2,60x obtenido en el 2016. Cabe precisar que los gastos financieros se elevan significativamente a partir del 2016 debido a que, previo a que se concluya el proyecto de la planta en Piura, estos gastos eran capitalizados.

Gráfico 7. Ratios de endeudamiento

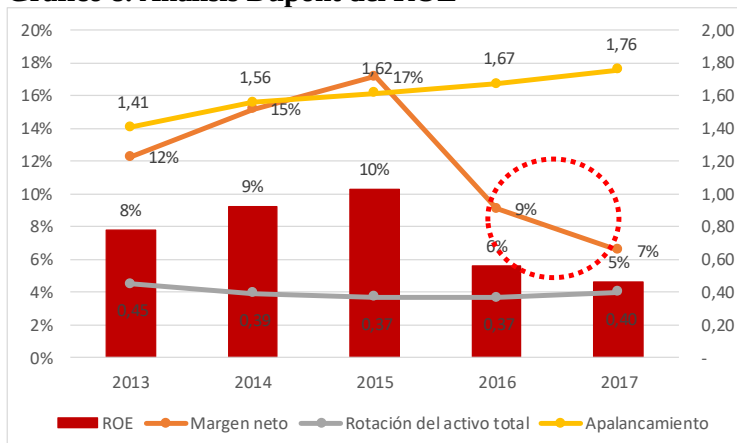


Fuente: EY (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018

3.5 Análisis Dupont del ROE

El ROE muestra retroceso en los dos últimos años como consecuencia de la importante contracción del margen neto, la cual deriva principalmente de la mayor presión de los gastos financieros sobre la utilidad operativa. Cabe indicar que en el 2017, el ROE también es afectado por los egresos generados por la provisión del deterioro de los activos del Proyecto Salmueras.

Gráfico 8. Análisis Dupont del ROE



Fuente: EY (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

3.6 Benchmark del mercado

A continuación, se muestran los principales ratios financieros de Cementos Pacasmayo S.A.A. al cierre del 2017 en comparación con los que obtuvieron los *benchmark* del mercado, distinguiendo a la principal compañía participante del mercado nacional y las firmas comparables; en el primer

caso, Unión Andina de Cementos S.A.A. (Perú) y; en el segundo, Cementos Argos S.A. (Colombia) y Cemex Latam Holdings SA (México).

Del análisis, se verifica: (i) la superior posición de liquidez versus las otras compañías; (ii) el nivel de apalancamiento dentro del rango delimitado por las empresas tomadas como referencia; (iii) el ciclo de liquidez más amplio debido la rotación más lenta de las existencias en comparación a las demás compañías; (iv) la rentabilidad superior de las empresas nacionales en comparación con las extranjeras y; (v) el ROE dentro del promedio pese incluso al significativo retroceso registrado en el último año.

Tabla 1. Ratios financieros de los *benchmark* del mercado

Ratios financieros	Cementos Pacasmayo SAA	<u>Mercado Nacional</u>	Benchmark	
			<u>Comparables</u>	
		Unión Andina de Cementos SAA	Cementos Argos SA	Cemex Latam Holdings SA
Cifras Históricas	2017	2017	2017	2017
Ratios de Liquidez				
Ratio corriente	2,70	0,86	0,63	0,48
Ratio rápido	0,73	0,33	0,38	0,24
Ratio de efectivo	0,24	0,10	0,11	0,07
Ratios de Apalancamiento				
Deuda a Activos	0,34	0,43	0,38	0,01
Pasivo Total a Patrimonio	0,87	1,06	0,81	0,01
Ratios de Gestión				
Periodo Promedio de Cobro PPC (días)	27	33	51	32
Periodo Promedio de Pago PPP (días)	94	59	49	40
Rotación de Inventario (días)	201	111	43	2
Ratios de Rentabilidad				
Margen operativo	16%	18%	12%	12%
Margen neto	7%	7%	5%	4%
Margen EBITDA	26,3%	31,8%	18,9%	18,6%
Análisis Dupont				
ROE	5%	6%	5%	3%
Margen neto	7%	7%	5%	4%
Rotación del activo total	0,40	0,34	0,45	0,38
Apalancamiento	1,76	2,64	2,32	2,19

Fuente: EY (2017). Bloomberg (2018). Elaboración propia 2018.

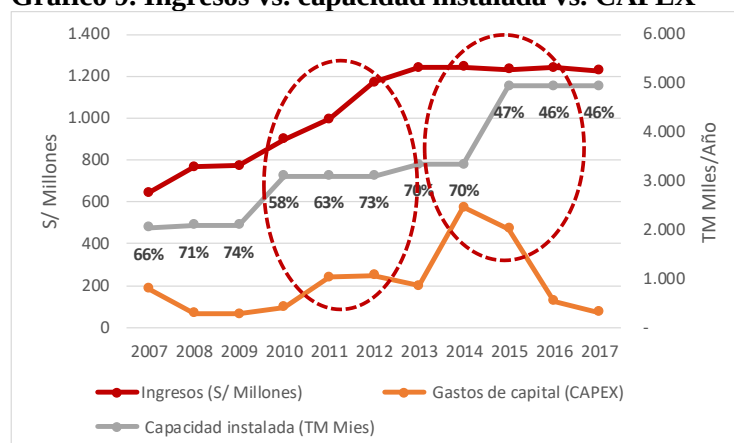
4. Análisis de la inversión (movimiento del activo fijo) y de la capacidad instalada

La compañía presenta alrededor de S/ 2.209 millones de activo fijo neto al cierre 2017. Está conformado principalmente por maquinaria y equipos (54%) y edificaciones (23%). En los últimos 5 años, la empresa ha mantenido un ritmo dinámico de inversiones, destacando la iniciativa de la construcción de su nueva planta en la provincia de Piura con el objetivo de ampliar

sus operaciones. Dicho proyecto implicó una inversión de USD 365 millones. Empezó su construcción en el año 2014, donde se puede apreciar crecimiento del activo fijo del alrededor del 30% y 20% para el año siguiente. Esta nueva planta permitió aumentar su capacidad en 48%, pasando de 3.340 TM a 4.940 TM de cemento.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, a finales de la década del 2000 la compañía aumentó su capacidad en 48% con alrededor de 1.000 TM/anual instalando un nuevo molino de cemento. Esta nueva fase, proporcionó que la compañía crecería en los siguientes 5 años a un CAGR de 8,5% llegando a un ratio de utilización de la planta de 73%. En contraste, luego de la última inversión del 2014, la planta está en niveles de utilización del 46% produciendo alrededor 2.286 TM en sus tres plantas, el que se refleja en el comportamiento de las ventas casi constante en los últimos 4 años.

Gráfico 9. Ingresos vs. capacidad instalada vs. CAPEX



Fuente: EY (2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017), Cementos Pacasmayo S.A.A. (2007-2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

En este último año 2017, el CAPEX de la compañía ha estado alrededor de S/ 70 millones conformado principalmente por compra de equipos de concreto y agregados y proyectos menores en la planta de Piura y Pacasmayo. El 60% aproximadamente corresponde a obras en curso. Se asume que estas inversiones están relacionadas a CAPEX de reposición o base operacional dado que asume un ritmo parecido del valor de las depreciaciones de la empresa, que pasaron de S/ 55 millones a duplicar para el año 2016 a S/ 111 millones.

Según la Memoria Anual (Cementos Pacasmayo S.A.A. 2017), la compañía mantiene una política de inversión en activo fijo dinámica en búsqueda de nuevas tecnologías, eficiencia en su planta y mayor productividad. Asimismo, se reconoce su compromiso por brindar un producto de calidad y contrarrestar riesgos de fenómenos naturales o de obsolescencia de sus máquinas con una constante renovación de ellas.

Tabla 2. Proyectos CAPEX

Proyectos (S/ Millones)	2017
Proyectos Planta Piura	17,3
Proyectos Planta Pacasmayo	15,5
Compra de equipos de concreto y agregados	35,0
Proyectos Planta Rioja	2,2
Total	70,0

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017). Elaboración propia 2018.

5. Fuentes de financiamiento y políticas de endeudamiento

Tabla 3. Fuentes y usos

Principales Variaciones (S/ Miles)	2015	2016	2017	2017 (%)
Otros Activos Financieros	125.206	70.569	21.695	
Propiedades, Planta y Equipo	2.490.815	2.273.048	2.208.553	
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	81.862	43.028	13.416	
Usos	2.697.883	2.386.645	2.243.664	
Emisión de Bonos Corporativos	1.012.406	998.148	965.290	43%
Capital Propio	1.027.182	1.018.881	777.921	35%
Generación del Negocio	739.414	660.484	567.953	25%
Fuentes de Financiamiento	2.779.002	2.677.513	2.311.164	103%

Fuente: EY (2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

Para finales del 2017, la empresa mantenía inversiones de largo plazo en activo fijo, intangibles e inversiones en subsidiarias por un total de S/ 2.240 millones. Sus fuentes de financiamiento estructural se clasificaron en 45% con emisión de bonos corporativos, 35% con capital propio y el 20% restante lo ha financiado su propia generación del negocio. Esto se alinea a su política de endeudamiento, que indica que sus nuevas inversiones de largo plazo serán a través de financiamiento de emisión de bonos corporativos, y su decisión de no tomar deuda con instituciones financieras.

5.1 Emisión de bonos corporativos

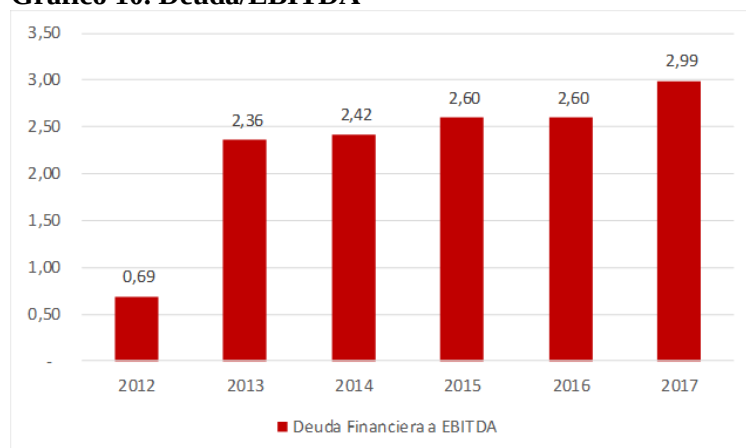
En febrero 2013, la compañía emitió bonos *bullet* por USD 300 millones con amortización al vencimiento, con una tasa nominal de 4.5% a un plazo de 10 años. Esta deuda principalmente se toma para poder iniciar el proyecto de la nueva planta en Piura y reperfilarse el préstamo bancario que mantenían con el BBVA Banco Continental que presentaba una tasa más alta y el vencimiento era en el año 2018, por un monto de S/ 202 millones aproximadamente.

Estos bonos exigen cumplir los siguientes ratios financieros:

- Ratio de cobertura de servicio de deuda mayor a 2,5x.
- Ratio Deuda Financiero / EBITDA no mayor a 3,5x.

Al cierre del 2017, la empresa mantiene como deuda total USD 300 millones y con el objetivo de “coberturar” su riesgo cambiario se toma un *Cross Currency Swaps* por el total de la deuda. Asimismo, el ratio de deuda neta/EBITDA fue de 2,4x.

Gráfico 10. Deuda/EBITDA



Fuente: EY (2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

5.2 Ampliación de capital

Cementos Pacasmayo emitió acciones en New York por un total de S/ 376 millones lo que le permitió cancelar deuda bancaria local de corto y largo plazo en el año 2012.

6. Diagnóstico

Sobre la base de lo expuesto, se verifica que si bien los ingresos de la compañía muestran estancamiento en los tres últimos años, con un CAGR ligeramente inferior al 1% entre el 2012 y el 2017, la rentabilidad permanece sin variaciones relevantes, con un margen EBITDA alrededor del 30%¹, situación que deriva principalmente del logro de eficiencias en el proceso productivo, por lo que destaca el impacto positivo de las constantes inversiones en I+D.

Por otro lado, destaca la favorable efectividad de cobranza, cuyo plazo promedio de cobro incluso permanece inferior al rango determinado por la política comercial y no evidencia síntomas de deterioro; asimismo, sobresale la adecuada gestión de la política de pagos, la cual se mantiene dentro de los rangos previstos por la compañía.

Añadido a lo anterior, resalta la holgada liquidez que mantiene la compañía, con un fondo de maniobra que supera el capital de trabajo a lo largo de todos los períodos y que se sustenta en los excedentes de caja. Cabe indicar que la compañía viene dando prioridad al incremento de su *stock*

¹ Excluyendo los egresos generados por el deterioro de los activos del Proyecto Salmuera en el 2017.

de materias primas y suministros a fin de mitigar el riesgo de desabastecimiento; por ende, se verifica paulatina ampliación en el ciclo de liquidez.

De otra parte, en comparación con los *benchmark* del mercado, destaca la superior posición de liquidez que muestra la compañía; así como, la rentabilidad dentro del rango superior. No obstante, dada la menor agilidad de rotación de las existencias a partir de la política de incremento de *stock*, la empresa presenta el ciclo de liquidez más amplio en comparación con las otras empresas, estando fuera del rango delimitado por estas.

Finalmente, con relación a las finanzas estructurales de la compañía, la misma ha mantenido un ritmo de inversiones importantes, las cuales han sido principalmente financiadas con terceros mediante la emisión de bonos corporativos. Este comportamiento valida lo indicado por la compañía en su última Memoria Anual (Cementos Pacasmayo S.A.A. 2017), en la que precisa que las nuevas inversiones serán financiadas en el mercado de capitales. Asimismo, la empresa mantiene ratios de endeudamiento y solvencia saludables, dado que al último corte del año 2017 alcanzó un ratio de Cobertura de Intereses de 2,69x y un ratio de Deuda/EBITDA menor a 2,99x, cumpliendo con los *covenants* exigidos por la deuda vigente.

Capítulo IV. Riesgos

1. Análisis de riesgos

Se identificaron seis potenciales riesgos a los que está expuesta la empresa en el desarrollo de sus actividades, a los cuales se les asignó una valorización considerando la probabilidad de ocurrencia y el impacto. Esta evaluación se describe en la matriz de riesgos que se desarrolla con mayor profundidad en el anexo 16.

2. Matriz de riesgos

Tabla 4. Matriz de riesgos

Riesgo		Descripción	Ocurrencia	Impacto	Valoración
Riesgo de mercado	Riesgo de tasa de interés	Cementos Pacasmayo no estaría afecto a este riesgo ya que sus instrumentos financieros están a tasas fijas.	Bajo	Medio	Bajo
	Riesgo de tipo de cambio	Cementos Pacasmayo se encuentra expuesto a las variaciones del tipo de cambio, en vista de que recibe sus ingresos en soles y debe repagar su deuda en dólares. Sin embargo, la empresa está cubierta mediante un CCS.	Bajo	Medio	Bajo
	Riesgo del precio de materias primas	Cementos Pacasmayo no está afecto al 100% de este riesgo debido a que sus afiliadas son quienes los proveen de la materia prima. Sin embargo, por el lado de los suministros de carbón, sí estaría afecto. La compañía no está tomando ninguna cobertura para este riesgo.	Medio	Medio	Medio
Riesgo de liquidez		Es el riesgo de que Cementos Pacasmayo no tenga la liquidez suficiente para afrontar sus obligaciones. La compañía mitiga este riesgo teniendo herramientas de planificación financiera que le permiten ver a futuro sus necesidades de efectivo.	Bajo	Medio	Bajo
Riesgo comercial		Cementos Pacasmayo está afecto al nuevo ingreso de competidores que importen cemento a precios más baratos. Por el momento, la compañía ha decidido mitigar este riesgo, fidelizando a sus compradores y realizando campañas de <i>marketing</i> agresivas para posicionar su marca. Otro riesgo comercial es que los clientes de Cementos Pacasmayo no cumplan con el pago oportuno de sus compras. La compañía mitiga este riesgo haciendo un análisis previo de la situación financiera de sus clientes y asignándoles líneas según su capacidad de compra.	Medio	Alto	Alto
Riesgo operacional		Cementos Pacasmayo está afecto a posibles fallas dentro del proceso productivo que lo hagan caer en ineficiencias. Sin embargo, la compañía mitiga este riesgo teniendo certificaciones internacionales y manejando estrictas políticas de seguridad interna.	Bajo	Alto	Medio
Riesgo reputacional		Cementos Pacasmayo es una empresa con gran presencia en el norte del país, es por eso que cualquier acción negativa que realice va a repercutir en su entorno. Para minimizar este riesgo, la compañía maneja programas de responsabilidad social, así como políticas de buen gobierno corporativo.	Bajo	Alto	Medio

Fuente: Elaboración propia 2018.

Capítulo V. Valorización

1. Método absoluto. Descuento de flujo de caja libre para la firma

1.1 Tasa de crecimiento “g”

Para efectos de la valorización, se decidió tomar la tasa de 4,22%, la misma que fue calculada según el modelo de Gordon (ver el anexo 24).

1.2 Cálculo del costo de patrimonio (Ke) y del costo promedio ponderado de capital (WACC)

La tasa del costo del patrimonio se ha calculado a diciembre de 2017, con relación a información de mercado tomada de Bloomberg y de la página web del profesor Damodaran. De igual forma, el costo promedio ponderado de capital se calcula sobre la base de la metodología CAPM (ver el anexo 25).

1.3 Supuestos de proyecciones (ingresos, inversiones en activo fijo - CAPEX, depreciación, deuda)

Las proyecciones y la valorización se realizan sobre la base de los siguientes supuestos:

- **Ingresos**

Se realizó una regresión lineal de los despachos de cemento de Cementos Pacasmayo S.A.A., para ello se analizó la data histórica de los últimos 10 años (2007-2017) con frecuencia mensual. Los despachos de la empresa (DTC) se evaluaron como función de su rezago en el período anterior (DTC (-1)), del PBI Global (PBIG) y la capacidad instalada (CI): $DTC = F [DTC (-1); PBIG; CI]$. De este modo, la función lineal resultante fue: $DTC = 0.719725 * DTC (-1) + 1,804452 * PBIG - 0,054069 * CI$, la cual tiene un Coeficiente de Determinación de 0.90 (R2) (ver los anexos 19, 20 y 21).

Luego, tomando en cuenta la información disponible al tercer trimestre 2017 respecto a la información de cierre; así como, la facturación al tercer trimestre 2018, se constató la necesidad de un factor de ajuste a la función lineal señalada anteriormente; este factor de ajuste se estimó como el 85% de los despachos proyectados (DTC). Para la proyección del precio de la bolsa de cemento se tomó como base el precio promedio en el 2017 (S/ 23,10 por unidad), cifra que luego se ajustó por inflación en todos los períodos proyectados. Los ingresos por la venta de suministros de construcción, cal y otros se proyectan considerando el CAGR de los seis últimos años (2012-2017).

- **Costo de ventas**

Dado que la empresa viene implementando estrategias de eficiencia en el proceso productivo, el costo de ventas (como % sobre las ventas) mantiene tendencia descendente; por tal motivo, estos costos se proyectan como el % promedio sobre las ventas de los dos últimos años (2016 y 2017): 51%.

- **Gastos administrativos**

Para el caso de gastos administrativos, la cuenta de gastos de personal se ha incrementado con un factor de inflación; mientras que otras cuentas como servicios prestados por terceros y otros se ha proyectado como un % sobre la venta, tomando como base el CARG de los últimos 3 años.

- **Gastos de venta y distribución**

Similar al punto anterior, se proyectan los gastos como un % sobre la venta, tomando como año base el 2017: 4%.

- **Tasa de Impuesto a la Renta**

Se calcula el promedio de la tasa de impuesto a la renta efectivo durante los seis últimos años (2012-2017), la cual se aplica en los períodos proyectados: 34%.

- **Inversiones en activo fijo**

Se prevé CAPEX de reposición de S/ 64 millones anuales en todos los períodos proyectados, distribuidos entre las principales partidas como edificaciones y maquinaria, equipos y repuestos (ver el anexo 17).

- **Depreciación**

Las tasas de depreciación aplicadas en la proyección se calcularon tomando en consideración la información histórica (ver el anexo 18).

- **Deuda**

Se asume que, al vencimiento del bono corporativo vigente (2023), la empresa realizará una nueva emisión por un importe menor (S/ 500 millones) y bajo las mismas condiciones (cupón cero), dinámica que será repetitiva a lo largo de los períodos proyectados. En el anexo 19, se gráfica la consistencia entre la capacidad de las plantas, el nivel de producción, las ventas y el nivel de deuda proyectado.

- **Gastos financieros**

Por un lado, se prevé que la empresa continuará manteniendo instrumentos de cobertura de flujos de efectivo, que generarán los mismos costos financieros declarados al cierre del 2017. Por otro, se asume que los bonos corporativos vigentes pagan la tasa de interés pactada de 4,5%, la cual se elevará a 5,5% en la nueva emisión debido a las perspectivas de crecimiento de tasas de la FED.

- **Dividendos**

La empresa no muestra un comportamiento estable en el reparto de dividendos; por lo que, no se identifica una política clara. En este sentido, se asume el *pay-out* de los dividendos será el promedio de los últimos seis años (2012-2017): 89%. Además, se prevé que el ratio de pago de dividendos (como salida de caja) permanezca similar al del último año (2017): 80%.

- **NOF**

Las necesidades operativas de fondos se proyectaron sobre la base de las políticas de ventas, compras e inventarios, las cuales a su vez se proyectaron del siguiente modo: (i) cuentas por cobrar a partir de 29 días de periodo promedio de cobro; (ii) cuentas por pagar estimadas a partir de 92 días de periodo promedio de pago; (iii) inventarios a partir de 225 de rotación del *stock* total, dentro del cual se distinguen la más ágil rotación de los productos terminados y la materia prima versus los productos en proceso y los suministros y; (iv) compras como el 55% sobre las ventas, porcentaje promedio de los dos últimos años (2016 y 2017).

- **Prima de control de acciones comunes**

La empresa mantiene acciones comunes y de inversión, las primeras se diferencian en que tienen asociadas una prima de control, la cual se refiere al costo adicional que pagan los inversionistas por derechos políticos que les permiten direccionar la gestión de la compañía. De acuerdo con las cotizaciones bursátiles en la bolsa peruana, la prima de control más representativa es de 25% sobre el valor de las acciones de inversión, la cual se ha utilizado para la presente valorización.

1.4 Estados financieros proyectados

Tabla 5. Estados financieros proyectados

Estados Financieros Resumidos En S/ Millones	Proyección									
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Estado de resultados										
Ingresos	1.311	1.405	1.508	1.609	1.718	1.837	1.957	2.085	2.224	2.372
Costo de Ventas	- 673	- 721	- 774	- 826	- 882	- 943	- 1.004	- 1.070	- 1.141	- 1.217
Utilidad Bruta	638	684	734	783	837	894	953	1.015	1.082	1.155
Gastos Generales	- 234	- 247	- 261	- 275	- 290	- 306	- 322	- 339	- 358	- 377
EBITDA	404	437	473	508	547	588	630	676	725	777
Depreciación y Amortización	- 120	- 122	- 125	- 127	- 130	- 132	- 135	- 137	- 140	- 142
Resultados Financieros	- 69	- 69	- 69	- 69	- 69	- 68	- 53	- 52	- 52	- 52
Utilidad antes de Impuestos	215	246	279	312	348	388	443	486	533	583
Impuestos	- 72	- 83	- 94	- 105	- 117	- 130	- 149	- 163	- 179	- 196
Utilidad Neta	143	163	185	207	231	257	294	323	354	387
Estado de situación financiera										
Activo Corriente	642	759	887	1.024	1.171	854	1.026	1.209	1.404	1.613
Activo No Corriente	2.204	2.145	2.084	2.020	1.954	1.894	1.822	1.749	1.672	1.593
Total Activo	2.846	2.905	2.971	3.044	3.124	2.748	2.848	2.957	3.077	3.207
Pasivo Corriente	196	208	221	234	248	263	279	295	313	332
Pasivo No Corriente	1.102	1.102	1.102	1.102	1.102	637	637	637	637	637
Patrimonio Neto	1.548	1.595	1.648	1.707	1.774	1.848	1.932	2.025	2.126	2.238
Total Pasivo + Patrimonio	2.846	2.905	2.971	3.044	3.124	2.748	2.848	2.957	3.077	3.207
Estado de flujo de efectivo										
Flujo de Caja de las Operaciones	204	286	308	333	357	383	422	451	481	514
Flujo de Caja de las Inversiones	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65	- 65
Flujo de Caja del Financiamiento	- 128	- 142	- 158	- 174	- 191	- 684	- 236	- 256	- 278	- 302
Cambios netos en el efectivo del periodo	11	78	85	94	101	366	121	129	138	147
Caja inicial (o final del periodo anterior)	49	60	139	224	318	418	52	174	303	441
Caja final del periodo	60	139	224	318	418	52	174	303	441	588

Fuente: Elaboración propia 2018.

1.5 Valorización por descuento de FCF

Tabla 6. Flujo de caja libre proyectado

En S/ Millones	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	FC Normalizado
EBIT	284	314	348	381	417	456	496	539	585	635	635
Tasa Impositiva	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
EBIT (1-Tax)	189	209	231	253	277	303	329	358	389	422	422
+Depreciación y Amortización	120	122	125	127	130	132	135	137	140	142	116
-Var. Capital de Trabajo	-87	-27	-30	-29	-32	-35	-35	-37	-40	-43	-43
-CAPEX	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-138
Flujo de Caja Libre	158	240	263	287	311	337	366	394	425	457	357

Valor Terminal	
En S/ Millones	
FCL 2027 Normalizado	357
g	4,22%
WACC	9,35%
Valor Terminal 2027	7.244

Valor Patrimonial	
En S/ Millones	
Valor Presente (2018-2027)	1.909
Valor Presente Terminal 2027	2.963
+ Saldo Final de Caja 2017	49
- Deuda a Valor de Mercado 2017	-310
+ Activos disponibles para la venta (Fossal S.A.A.)	21
Equity Value	4.632
Nro. Acciones Comunes (Millones)	424
Nro. Acciones de Inversión (Millones)	40
Nro. Acciones Equivalentes (Millones)	570
Valor por Acción Común a Dic-17 (S/)	10,16
Valor por Acción de Inversión a Dic-17 (S/)	8,13
Precio Actual Dic-17 (S/)	8,15
Variación Valor por Acción Común / Precio Cotizado	24,62%
Recomendación	Comprar

Fuente: Elaboración propia 2018.

2. Método relativo. Valorización por múltiplos de empresas comparables

Para la valorización por múltiplos, se seleccionaron dos empresas comparables en el mercado latinoamericano que cotizan en bolsas líquidas, Cementos Argos S.A. (Colombia) y Cemex Latam Holdings S.A. (México), las cuales tienen por giro de negocio la producción y comercialización de cemento y agregados, siendo el primero el producto con mayor participación sobre los ingresos totales (ver anexo 26).

Tabla 7. Empresas comparables con Cementos Pacasmayo S.A.A.

Empresas Comparables	Ticker	País	EV/EBITDA (x Veces)	EV/Ventas (x Veces)
Cementos Argos SA	CEMARGOS CB Equity	Colombia	16,18	2,69
Cemex Latam Holdings SA	CLH CB Equity	México	8,78	1,63
Promedio			12,48	2,16

Fuente: Bloomberg (2018). Elaboración propia 2018.

Utilizando el múltiplo EV/EBITDA, el precio de las acciones comunes de Cementos Pacasmayo S.A.A. al cierre del 2017 resulta en S/ 8,31 por acción; mientras que, aplicando el múltiplo EV/Ventas el precio desciende a S/ 5,28 por acción (ver anexo 27).

Tabla 8. Valorización por múltiplos

Cementos Pacasmayo SAA	EV/EBITDA	EV/Ventas	Valor en Libros	Precio Cotizado
Resumen				
Acciones Comunes: Precio por acción (S/)	8,31	5,28	1,00	8,15

Fuente: Bloomberg (2018). Elaboración propia 2018.

3. Valorización de agentes del mercado

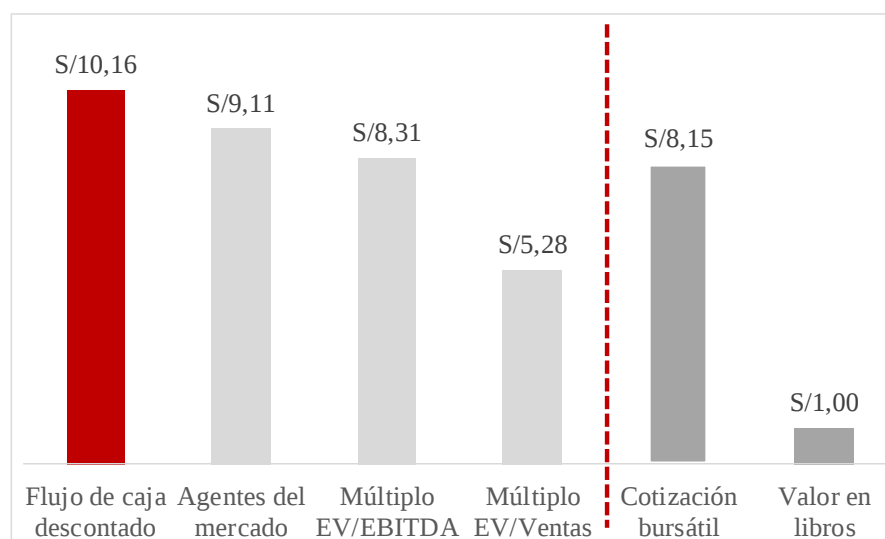
En promedio, seis analistas del mercado señalaron que el precio promedio por acción común de Cementos Pacasmayo S.A.A. se ubicó en S/ 9,11 en el último trimestre del 2017 versus el precio de la acción común de cierre del año, el cual se ubicó en S/ 8,15. Asimismo, la recomendación de la mayor parte de los analistas es la de retener la acción.

Tabla 9. Valorización de agentes del mercado

Valoración del Mercado Empresa	Analista	Precio Objetivo	Recomendación	Fecha
Grupo Santander	Andrés Soto	9,00	Retener	18/12/2017
Credicorp Capital	Raúl F. Jacob	9,30	Comprar	7/12/2017
Renta 4	Diego Lazo	8,82	Retener	28/11/2017
Kallpa Securities SAB	Marco Contreras	9,60	Comprar	6/11/2017
Scotia Capital	Francisco Suarez	9,10	Como sector	27/10/2017
Inteligo SAB	Flor Felices	8,85	Retener	27/10/2017
Promedio		9,11		

Fuente: Bloomberg (2018). Elaboración propia 2018.

Gráfico 11. Valoraciones comparables de las acciones comunes (precio por acción)



Fuente: Elaboración propia 2018.

4. Análisis de sensibilidad

Dado que el valor de la compañía es sensible a la tasa de crecimiento perpetuo, se estima pertinente realizar un análisis de sensibilidad ante posibles variaciones en el “g”; para ello, se estimó: primero, una tasa de crecimiento mínima de 2,98%, tomando como referencia las tasas de rendimiento e inflación de EE. UU. por ser una economía desarrolla y; segundo, una tasa de crecimiento máxima de 6,56%, tomando como referencia las expectativas de crecimiento e inflación del BCRP para la economía peruana, la cual es una economía emergente.

Finalmente, el punto de quiebre para comprar o vender la acción se estima que se dé cuando g sea igual a 3,13% o cuando g sea igual a 0,59%, respectivamente.

Tabla 10. Análisis de sensibilidad

Sensibilidad del Valor Patrimonial En S/ Millones	2,98% ▼ 1.02pp	g 4,22% =	6,56% ▲ 2.56pp
Valor Terminal 2027	5.766	7.244	13.604
Valor Presente Terminal 2027	2.358	2.963	5.564
Valor Presente (2018-2027)	1.909	1.909	1.909
+ Saldo Final de Caja 2017	49	49	49
- Deuda a Valor de Mercado 2017	-310	-310	-310
+ Activos disponibles para la venta (Fossal S.A.A.)	21	21	21
Equity Value	4.028	4.632	7.233
Nro. Acciones Comunes (Millones)	424	424	424
Nro. Acciones de Inversión (Millones)	40	40	40
Nro. Acciones Equivalentes (Millones)	570	570	570
Valor por Acción Común a Dic-17 (S/)	8,83	10,16	15,86
Valor por Acción de Inversión a Dic-17 (S/)	7,07	8,13	12,69
Precio Actual Dic-17 (S/)	8,15	8,15	8,15
Variación Valor por Acción Común/ Precio Cotizado	8,4%	24,6%	94,6%
Recomendación	Mantener	Comprar	Comprar

Fuente: Elaboración propia 2018.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

- La compañía se sitúa en una fase de relanzamiento, para ello recientemente repotenció su proceso productivo a través de la inversión en la nueva y moderna planta de Piura, la cual fue construida entre el 2014 y 2015.
- La empresa tiene potencial de crecimiento en la zona norte del país debido a: (i) la mayor demanda prevista como consecuencia del Plan de Reconstrucción aprobado por el Estado, el cual estima ejecutar una serie de obras en pro de recuperar la infraestructura que fue afectada por la presencia del Fenómeno El Niño Costero en el 2017; y (ii) la posibilidad de ingreso al mercado extranjero, principalmente a países fronterizos en la zona norte.
- Entre las fortalezas de la compañía, destaca el liderazgo que mantiene en su zona de influencia, el cual ha logrado mantener a lo largo del tiempo por: (i) el desarrollo de un moderno proceso productivo debido a las constantes inversiones en I+D y la ampliación de la capacidad instalada, siendo esta última la mayor de la zona norte; (ii) la red de distribución que maneja a través de la empresa del grupo, Distribuidora del Norte Pacasmayo S.R.L.; y (iii) la distribución estratégica de las tres plantas, que permiten consolidar el mercado de la zona norte del país.
- Las principales oportunidades que se presentan para la firma en los próximos años derivan de la demanda de infraestructura por parte del Estado, tanto por la ejecución de megaproyectos públicos y la promoción de obras por impuestos, como por las obras de reconstrucción dado el impacto negativo del Fenómeno El Niño Costero. Añadido a esto, una oportunidad que persiste a lo largo del tiempo es la brecha de infraestructura y déficit de vivienda que existe en la zona norte.
- Los principales riesgos que afronta Cementos Pacasmayo S.A.A. en este momento son dos: (i) el riesgo comercial, explicado por la potencial pérdida de participación de mercado por el ingreso de nuevos competidores con menores precios, como Inversiones en Cemento S.A. (IVERCEM); y (ii) el riesgo político-económico, el cual es explicado por los problemas de corrupción que han frenado las inversiones privadas, y el desaceleramiento de la economía. Para ambos riesgos se tiene una probabilidad de ocurrencia media y un impacto alto.
- La valorización se realizó por dos métodos, el método absoluto y el relativo. El primero tomó como base la proyección del flujo de caja descontado, arrojando un valor por acción común de S/ 10,16. El segundo, utilizó como comparables a dos empresas latinoamericanas que cotizan en bolsas líquidas y tienen el mismo giro de negocio que Cementos Pacasmayo SAA: Cementos Argos S.A. (Colombia) y Cemex Latam Holdings S.A. (México). Se utilizaron los

múltiplos EV/Ventas y EV/EBITDA, arrojando un valor por acción de S/ 5,28 y S/ 8,31, respectivamente.

2. Recomendaciones

- Con base en el análisis realizado, el *upside* de la acción de Cementos Pacasmayo es 24,62%; por lo tanto, se recomienda mantener y/o comprar la acción.

Bibliografía

- Asociación de Productores de Cemento - ASOCEM (2017). *Reporte estadístico 2017*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <<http://www.asocem.org.pe/estadisticas-nacionales/reporte-estadistico-2017>>.
- Apoyo & Asociados (2017). *Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Informe anual*. Mayo 2017. Fecha de consulta: 10/11/2018. <<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/05/Cementos-Pacasmayo-dic-16.pdf>>.
- Banco Central de Reserva del Perú - BCRP (2017). *Reporte de inflación: panorama actual proyecciones macroeconómicas 2017-2019*. Diciembre 2017. Fecha de consulta: 18/11/2018. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2017.pdf>>.
- Banco Central de Reserva del Perú - BCRP (2018). *Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, PBI*. Noviembre 2018. Fecha de consulta: 18/11/2018. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>>
- Banco Central de Reserva del Perú BCRP - (2018). *Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, Inflación*. Noviembre 2018. Fecha de consulta: 18/11/2018. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>>
- Banco Central de Reserva del Perú - BCRP (2018). *Tasas de interés: EMBIG (variación en pbs) - Spread - EMBIG Perú (pbs)*. Noviembre 2017. Fecha de consulta: 17/11/2018. <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04709XD/html>>.
- Banco Central de Reserva del Perú - BCRP (2018). *Resumen Informativo Semanal N° 43*. Fecha de consulta: 09/11/18. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Nota-Semanal/2018/ns-43-2018.pdf>>.
- Bloomberg LP. (2018). “CEMARGOS CB. Datos generales”. Fecha de consulta: 17/11/2018.
- Bloomberg LP. (2018). “CLH CB. Datos generales”. Fecha de consulta: 17/11/2018.
- Bloomberg LP. (2018). “CPACPE 4 ½ 02/08/23. Datos generales”. Fecha de consulta: 17/11/2018.
- Bloomberg LP. (2018). “CPACASC1 PE. Datos generales”. Fecha de consulta: 11/11/2018.
- Bloomberg LP. (2018). “UNACEMC1 PE. Datos generales”. Fecha de consulta: 17/11/2018.
- Bloomberg LP. (2018). “USGG10YR. Datos generales”. Fecha de consulta: 17/11/2018.
- Bolsa de Valores de Lima BVL. (2017). *Boletín diario*. 29/12/2017. Fecha de consulta: 18/11/2018. <https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34#>.

- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016). *Memoria anual 2015*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34#>.
- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017). *Memoria anual 2016*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34#>.
- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2018). *Memoria anual 2017*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34#>.
- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2018). *Informe 20-F 2017*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34#>.
- Centro de Noticias ONU (2017). *La población mundial aumentará en 1.000 millones para 2030*. Junio 2017. Fecha de consulta: 09/11/2018 <<https://www.un.org/development/desa/es/news/population/world-population-prospects-2017.html>>.
- CFA (2012). *Corporate Finance, Portfolio Management and Equity Investments*. USA: Kaplan Inc.
- Damodaran Online (2018). *Historical returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills with premiums*. Fecha de consulta: 17/11/2018. <www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- Damodaran Online (2016). *Risk Premiums for Other Markets (1/17)*. Fecha de consulta: 17/11/2018. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html>.
- Diario Correo (2018). “El crecimiento poblacional a lo largo de los últimos 10 años en el norte”. *Diario Correo*. Fecha de publicación: Julio 2018. Fecha de consulta: 09/11/2018. <<https://diariocorreo.pe/edicion/tumbes/el-crecimiento-poblacional-en-el-norte-lo-largo-de-los-ultimos-10-anos-831705/>>.
- Diario Gestión (2018). “BCP prevé alza de las tasas de interés en soles y dólares”. *Diario Gestión*. Fecha de publicación: Mayo 2018. Fecha de consulta: 09/11/2018 <<https://gestion.pe/economia/bcp-preve-alza-tasas-interes-soles-dolares-234736>>.
- EY (2013). *Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2013 y de 2012, junto con el dictamen de auditores independientes*. Fecha de consulta: 10/11/2018. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12>.
- EY (2015). *Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2015 y de 2014, junto con el dictamen de auditores independientes*. Fecha

de consulta: 10/11/2018. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12>.

- EY (2017). *Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016, junto con el dictamen de auditores independientes*. Fecha de consulta: 10/11/2018. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12>.
- EY (2018). *Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias. Información financiera intermedia consolidada condensada no auditada al 30 de septiembre del 2018 y por los períodos de tres y nueve meses terminados a esa fecha*. Fecha de consulta: 10/11/2018. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12>.
- Humphrey, A. (2005). *SWOT analysis for management consulting*. USA: SRI Alumni Newsletter. SRI International.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI. (2018). *Despachos de cemento (132 series)*. Fecha de consulta: 20/11/2018. <<https://www.inei.gob.pe/>>
- IPSOS (2018). *Estadística Poblacional: el Perú en el 2018*. Febrero 2018. Fecha de consulta: 09/11/2018 <<https://www.ipsos.com/es-pe/estadistica-poblacional-el-peru-en-el-2018>>.
- Urbina, Laura (2018). “Reconstrucción con Cambios: detectan 20 obras paralizadas y 5 abandonadas”. *El Comercio*. Fecha de publicación: Mayo 2018. Fecha de consulta: 09/11/2018 <<https://elcomercio.pe/peru/detectan-20-obras-paralizadas-5-abandonadas-plan-reconstruccion-nino-noticia-521705>>.
- Ministerio de Hacienda. Gobierno de Chile (2018). *Oficina de la Deuda Pública, Bonos de Tesorería, Bonos Soberanos, Características Financieras*. Fecha de Consulta: 18/11/2018 <<http://www.hacienda.cl/oficina-de-la-deuda-publica/bonos-de-tesoreria/bonos-soberanos/caracteristicas-financieras.html>>.
- Fondo MiVivienda (2018). *MiVivienda: Número de créditos creció 25% en primeros nueve meses*. Prensa 10/2018. Fecha de consulta: 09/11/2018. <<https://www.mivivienda.com.pe/PortalWEB/fondo-MIVIVIENDA/notas-de-prensa-detalle.aspx?id=1342>>.
- Presidencia del Consejo de Ministros (2018). *Plan Integral de reconstrucción con cambios*. Fecha de consulta: 09/11/2018. <<http://www.rcc.gob.pe/plan-integral-de-reconstruccion-con-cambios/>>
- Porter, M. (1987). *Ventaja competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. México D.F.: Continental.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (2018). *Tipo de Cambio Contable al 31 de diciembre de 2017*. Fecha de consulta: 18/11/2018. <http://www.sbs.gob.pe/app/pp/SISTIP_PORTAL/Paginas/Publicacion/TipoCambioContable.aspx>.

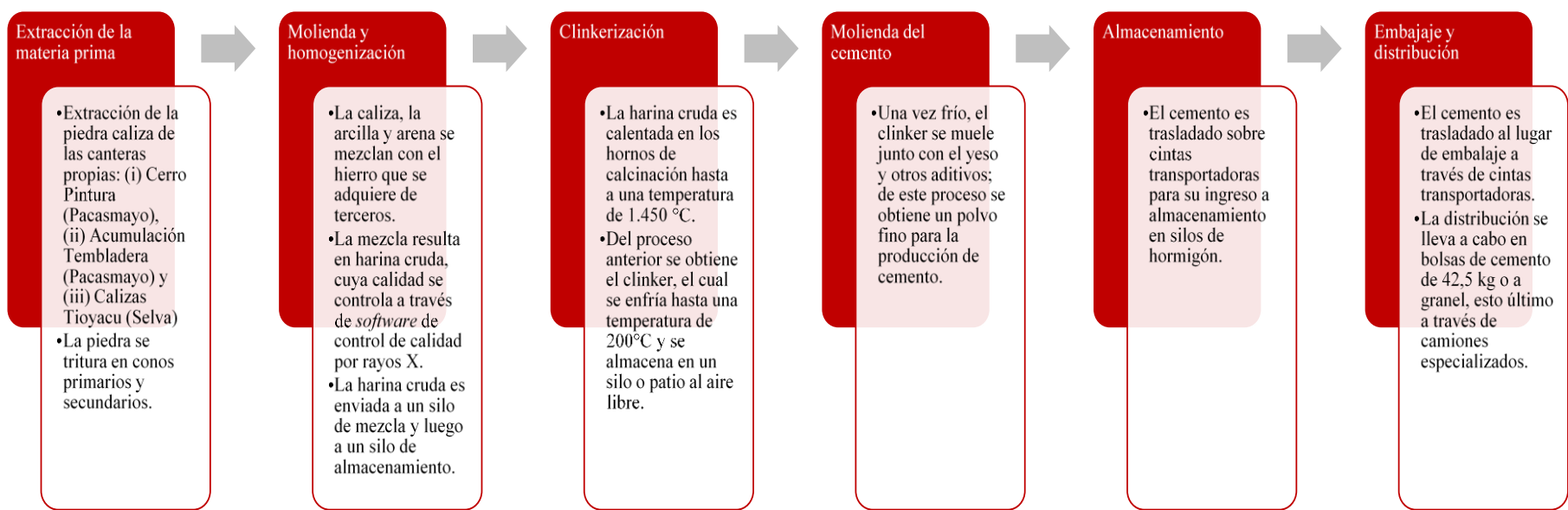
Anexos

Anexo 1. Líneas de negocio

Producto	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)
Cemento, concreto y bloques	88,7%	89,0%	87,8%
Suministros para la construcción	6,2%	4,8%	5,4%
Cal	5,0%	6,1%	6,6%
Otros	0,2%	0,1%	0,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. (2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 2. Proceso productivo del cemento



Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 3. Capacidad de producción de la planta

Planta	Capacidad Instalada (TM Miles)	Cemento		Capacidad Utilizada 2017	
		Capacidad Utilizada 2016 (TM Miles)	(%)	(TM Miles)	(%)
Pacasmayo	2.900	1.177	40,6%	1.141	39,4%
Rioja	440	282	64,0%	287	65,2%
Piura	1.600	817	51,1%	858	53,6%
Total	4.940	2.276	46,1%	2.286	46,3%

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. Memoria Anual 2017, 2016. Elaboración propia 2018.

Planta	Capacidad Instalada (TM Miles)	Clinker		Capacidad Utilizada 2017	
		Capacidad Utilizada 2016 (TM Miles)	(%)	(TM Miles)	(%)
Pacasmayo	1.500	887	59,1%	828	55,2%
Rioja	280	215	76,7%	211	75,4%
Piura	1.000	629	62,9%	608	60,8%
Total	2.780	1.731	62,3%	1.647	59,2%

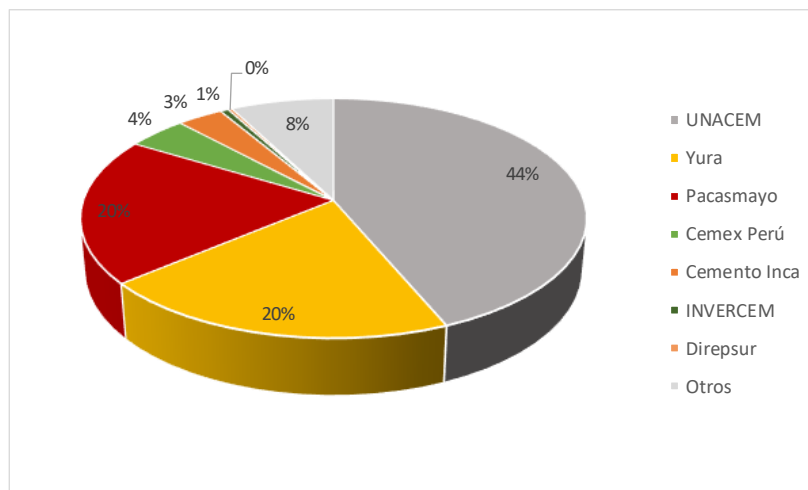
Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. Memoria Anual 2017, 2016. Elaboración propia 2018.

Anexo 4. Despachos de cemento del mercado peruano

Área Geográfica	2015 (TM Miles)	2016 (TM Miles)	2017 (TM Miles)
Norte	2.322	2.285	2.305
Centro	6.410	5.947	5.693
Sur	2.480	2.645	2.618
Total	11.212	10.877	10.616

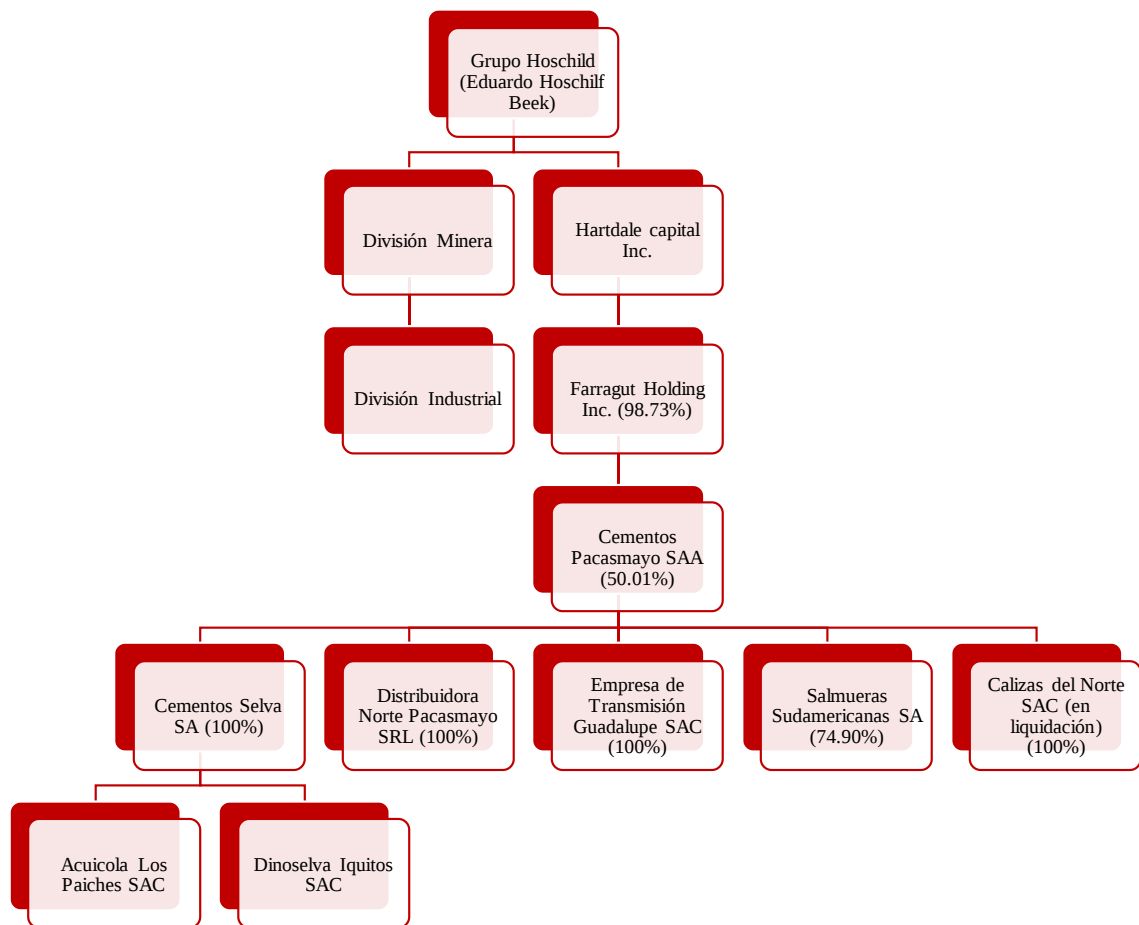
Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018

Anexo 5. Participación del mercado de cemento



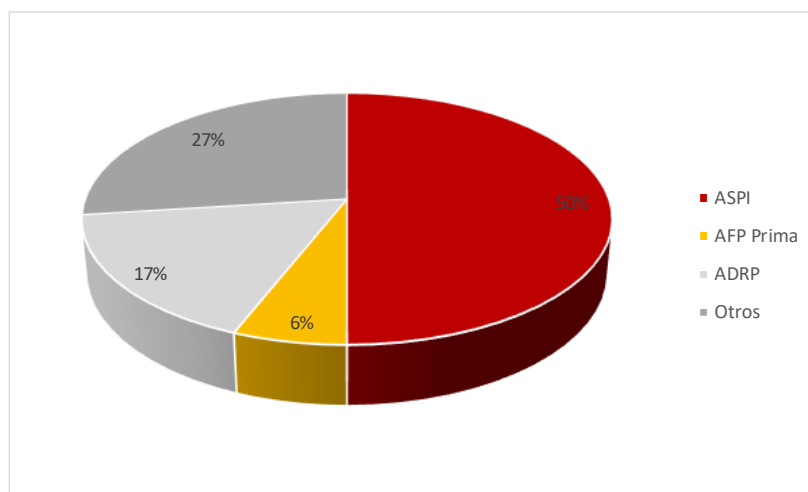
Fuente: INEI (2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 6. Grupo Hochtief



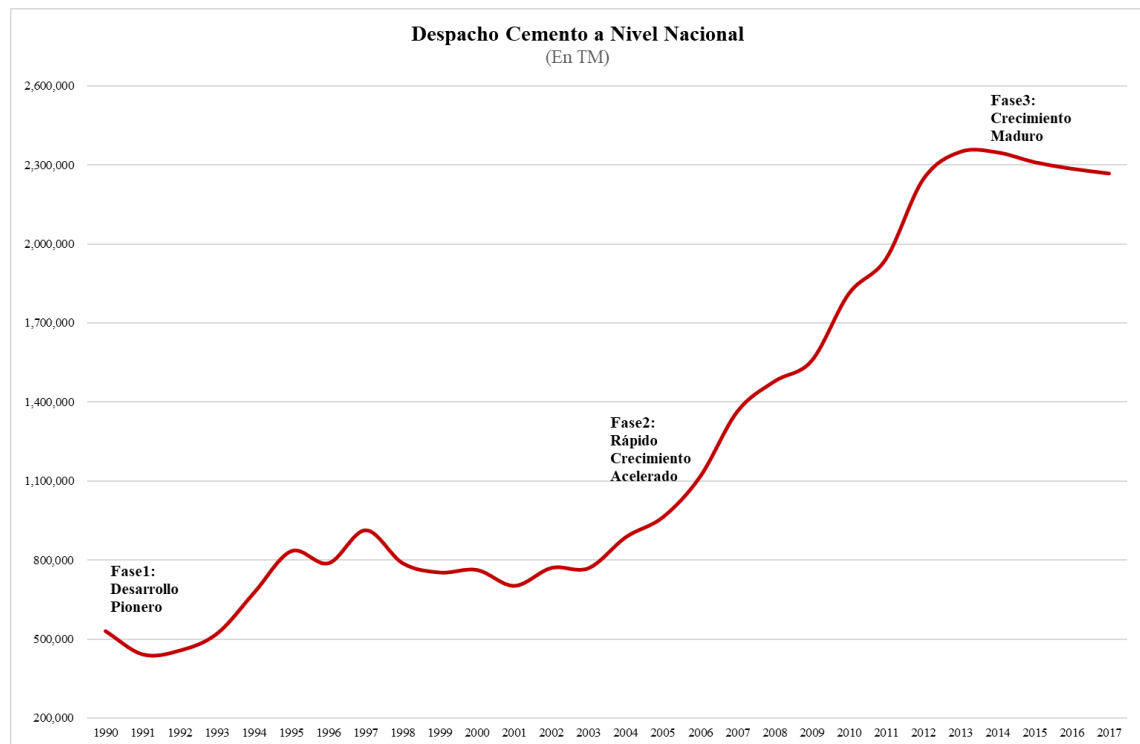
Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018

Anexo 7. Composición accionarial



Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 8. Ciclo de vida de Cementos Pacasmayo S.A.A.



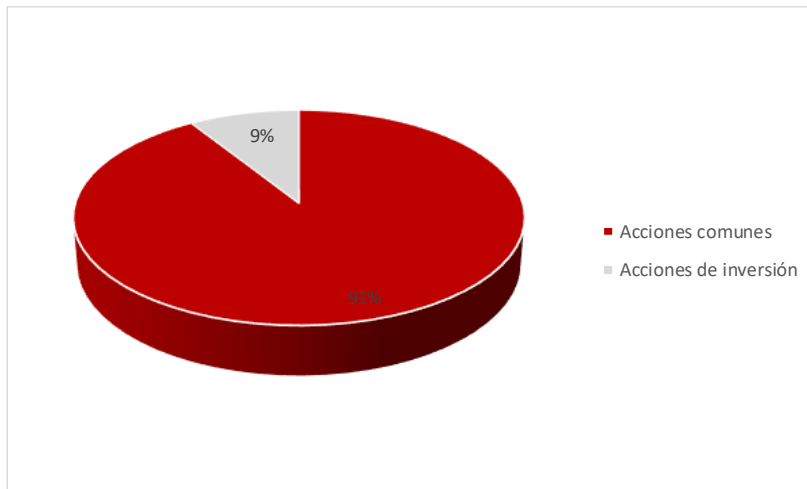
Fuente: INEI (2017). Elaboración propia 2018

Anexo 9. Ratio de dividendos repartidos 2012-2017

Concepto (S/ Miles)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Disponible para Dividendos (Ganancia del Ejercicio + Resultados Acumulados)	726.478	805.987	885.525	939.432	789.980	692.283
Dividendos Repartidos	52.000	58.196	116.393	162.950	155.236	149.837
Ratio (%)	7,16%	7,22%	13,14%	17,35%	19,65%	21,64%

Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 10. Distribución del accionariado por tipo de acciones



Fuente: FORM 20-F 2017 (2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 11. Análisis PESTEL

Político	Económico	Social	Tecnológico	Ecológico	Legal
•Caso Odebrecht ha generado desconfianza y paralización en el sector construcción. •El Plan de Reconstrucción con Cambios aprobado en el 2017 aún se encuentra en ejecución con algunos retrasos. •El Fondo Mi Vivienda se muestra activo en el otorgamiento de créditos. •La crisis en el Sistema Judicial ha llamado a que la población manifieste su aprobación para que el Gobierno proceda a modificar la Constitución. •Mandato de prisión preventiva para la lideresa de Fuerza Popular ha creado controversia, sin embargo, no ha causado mayores estragos en el entorno político.	•El crecimiento del PBI cayó en el 2017 con respecto al 2016. Sin embargo, las expectativas son positivas y se espera un crecimiento del 3,7 para el 2018. •El tipo de cambio se mantuvo estable entre el 2017 y el primer trimestre del 2018. Sin embargo, durante el segundo trimestre ha mostrado un alza del 3,37% (de 3,26 a 3,37). •La inflación se mantiene dentro del rango meta establecido por el BCRP (entre el 1% y 3%) •Las tasas de interés han demostrado un alza significativa en los últimos meses.	•Crecimiento de la población mundial y en consecuencia de la población peruana. •Crecimiento de la población del norte del Perú, en los últimos 10 años, que se estima ha llegado a niveles de 12% en algunas regiones. •Preocupación de las empresas por los grupos de interés, lo que es expresado en sus políticas de responsabilidad social.	•La innovación como punto de partida para crear ventajas competitivas dentro del sector empresarial. •Las alianzas entre el sector empresarial y educación generan sinergias en ambos lados.	•Preocupación del Estado por la conservación del medio ambiente, expresado en la creación del Ministerio del Ambiente. •Preocupación del sector financiero por las políticas de medio ambiente, alineada con el interés del Estado y para prever contingencias.	•Institución del Reglamento Nacional de Edificaciones, promulgado por el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (Órgano regulador) y sus últimas modificaciones sobre construcciones antisísmicas. •Nuevos requerimientos de SUNAT con relación a la emisión de comprobantes electrónicos.

Fuente: Elaboración propia 2018.

1. Político

El efecto del caso Odebrecht ha destapado de manera fehaciente el tema de la corrupción dentro del gobierno y el sector empresarial. Específicamente ha generado las siguientes consecuencias:

- Desconfianza en el sector construcción.
- Paralización de proyectos de inversión privados y públicos.
- Enfrentamientos directos entre los representantes de la clase política.
- Necesidad de contar con una nueva legislación que ataque los problemas de corrupción.

El mandato de prisión preventiva a la lideresa del partido Fuerza Popular, Keiko Fujimori, ha generado polémica dentro de la población y la clase política. Sin embargo, se debe resaltar que el Ejecutivo se ha mantenido al margen de esta situación, lo cual ha ayudado a no crear inestabilidad política generalizada.

La crisis por la cual está atravesando el sistema judicial, ha confirmado los altos niveles de corrupción que existían en dicho sector. Si bien a la fecha no se ha ejecutado una acción política contundente para sanear el tema, el Ejecutivo ya ha tomado cartas en el asunto y ha convocado a un referéndum el 9 de diciembre en donde la población podrá decidir si se aprueba o no la ejecución de reformas constitucionales con relación a la Junta Nacional de Justicia.

El Fondo MiVivienda representa un eje fundamental dentro del sector construcción. Entre enero y septiembre de 2018 se ha reportado un crecimiento del 25% del número de créditos otorgados. Igualmente, se espera que este crecimiento sea sostenible pues el Ministerio de Vivienda está licitando suelo de libre disponibilidad para proyectos inmobiliarios.²

El Plan de Reconstrucción con cambios, propuesto por la Presidencia del Consejo de Ministros, cuenta con 534 obras de prevención y reconstrucción³, de las cuales 200 se encuentran en ejecución. Sin embargo, el Contralor de la República ha manifestado que 20 de dichas obras se encuentran paralizadas y 5 abandonadas.⁴

2. Económico

El crecimiento del PBI ha mostrado una caída consistente entre el 2016 y 2017 (4,0% y 2,5% respectivamente), esto específicamente debido a la reducción de las exportaciones y de la inversión privada. Sin embargo, para el 2018 las expectativas macroeconómicas son más positivas. Los analistas económicos, el sistema financiero y el sector no financiero, estiman un crecimiento promedio de 3,7% para el cierre del 2018, 3,9% para el 2019 y 4,0% para el 2020.⁵

El tipo de cambio PEN/USD ha mostrado un alza importante respecto a años anteriores. El promedio del tipo de cambio para el 2017 fue de 3,26, manteniéndose en iguales condiciones para el primer semestre del 2018. Sin embargo, para el tercer trimestre del 2018 se disparó llegando a niveles de 3,37. Este incremento se generó debido a dos razones:

- La devaluación del peso argentino, lo cual ocasionó una mayor demanda de dólares en vista de que los inversionistas se mostraron nerviosos frente a mercados emergentes.
- El recupero de EE. UU. y los buenos datos de empleo han motivado a los inversionistas a volver a confiar en el mercado norteamericano.

Finalmente, las expectativas macroeconómicas sitúan el tipo de cambio en 3,33 para fines del 2018, 3,37 para el 2019 y 3,40 para el 2018.

El rango meta de inflación fijado por el BCR es entre el 1% y 3%. Para el 2017 la inflación se situó dentro del rango (1,4%), esta tendencia se mantuvo para el 2018, situándose en 1,84% a octubre de 2018. Esto muestra una estabilidad con relación a los precios de mercado, la cual se ve igualmente expresada en las expectativas macroeconómicas que sitúan la inflación dentro del rango meta para el cierre de 2018, 2019 y 2020.

² <https://www.mivivienda.com.pe/PortalWEB/fondo-MIVIVIENDA/notas-de-prensa-detalle.aspx?id=1342>
³ <http://www.rcc.gob.pe/>
⁴ <https://elcomercio.pe/peru/detectan-20-obras-paralizadas-5-abandonadas-plan-reconstruccion-nino-noticia-521705>
⁵ Según encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP 2018.

Las tasas de interés tanto en soles como en dólares han registrado un alza en los últimos meses. Esto se debe tres principales factores:

- Recupero de EE. UU. luego de la crisis del 2008.
- Expectativa de alza de las tasas de la FED.
- Por economía de mercado, frente al alza de la tasa en dólares se asume un incremento en la de soles⁶.
- Ligero incremento en las tasas interbancarias en soles y dólares.

Tasas de interés interbancarias y corporativas

Tasas de interés	Interbancarias		Corporativas	
	Soles	Dólares	Soles	Dólares
Sep-18	2,75%	2,00%	3,99%	3,15%
Oct-18	2,75%	2,25%	4,00%	3,22%
Nov-18	2,77%	2,25%	4,11%	3,32%

Fuente: BCRP (2018). Elaboración propia 2018.

3. Social

Según las Naciones Unidas, actualmente se estima que la población mundial está alrededor de 7.600 millones de personas. Se esperaría aumentar a 8.600 millones para el 2030, y 9.800 millones para 2050. Este crecimiento estaría explicado por el aumento de las tasas de fertilidad y de la longevidad.⁷

Según IPSOS al 2018⁸, en el Perú se estima que la población esté alrededor de 32 millones de personas, mostrando una tasa de crecimiento anual de 1,01%. Lima metropolitana sería la ciudad con mayor concentración de personas (41,2%).

El norte del país no es ajeno a este crecimiento. Según el diario Correo⁹, en los últimos 10 años la población de la región Tumbes creció en 12,3%, Piura en 10,76%, Lambayeque en 7,58% y La Libertad en 10%. Esta expansión se traduce en una mayor demanda de viviendas construidas y de materiales para la autoconstrucción.

La preocupación de las compañías por sus grupos de interés se ha intensificado en los últimos años. Esta tendencia se ve reflejada en las memorias anuales de Cementos Pacasmayo, donde explica sus programas de responsabilidad social, específicamente en el 2017 a raíz del Fenómeno El Niño Costero que afectó al norte del país.

4. Tecnológico

La innovación se ha vuelto fundamental para que las empresas puedan desarrollar ventajas competitivas irremplazables. Mejorar los estándares empresariales es lo que permite a las compañías poder encontrar nuevas oportunidades. En el caso de Cementos Pacasmayo, el tema de investigación y desarrollo ha generado 4 nuevos tipos de cemento (Cemento Minero, Cemento Tipo I Plus, Cemento Petrolero y Suelo Cemento) que han de ser comercializados en el 2018.

Las asociaciones entre el sector empresarial y el de educación, son cada vez más ventajosas pues permiten a las compañías mantenerse al tanto de las nuevas tecnologías disponibles. Ese es el caso del convenio firmado entre la Universidad de Ingeniería y Tecnología (UTEC) y Cementos Pacasmayo.

5. Ecológico

Durante los últimos años la población ha demostrado una mayor preocupación por el cuidado del medio ambiente. Específicamente en el Perú, esto se ha visto demostrado en la creación del Ministerio del Ambiente y la institución de nuevas normativas que regulan las operaciones empresariales en relación con el medio ambiente.

El mercado financiero, también muestra un interés por el medio ambiente. De esta forma muchas entidades financieras solicitan a sus clientes información sobre sus sistemas de gestión ambiental durante los procesos de evaluación crediticia. Esta es una forma de concientizar a las compañías y al mismo tiempo evitar futuras contingencias medioambientales.

6. Legal

Las normas dentro del sector construcción están dadas por el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento. En el 2006 se promulgó el Reglamento Nacional de Construcciones (RNE). La última modificación se realizó en octubre de 2018, cuyo objetivo es establecer las normas mínimas para el diseño sismorresistente de las edificaciones.

Las normas tributarias están en constante cambio. Sin embargo, los tributos principales como el Impuesto a la Renta y el IGV, se mantienen estables. Por otro lado, resaltan los cambios en temas formales como el de la facturación electrónica, ya que cada vez es mayor el rango de emisores obligados a trabajar mediante comprobantes de pago electrónicos. Para el caso de Cementos Pacasmayo, la obligatoriedad de emitir comprobantes electrónicos inició en el 2017, norma con la cual vienen cumpliendo a la fecha.

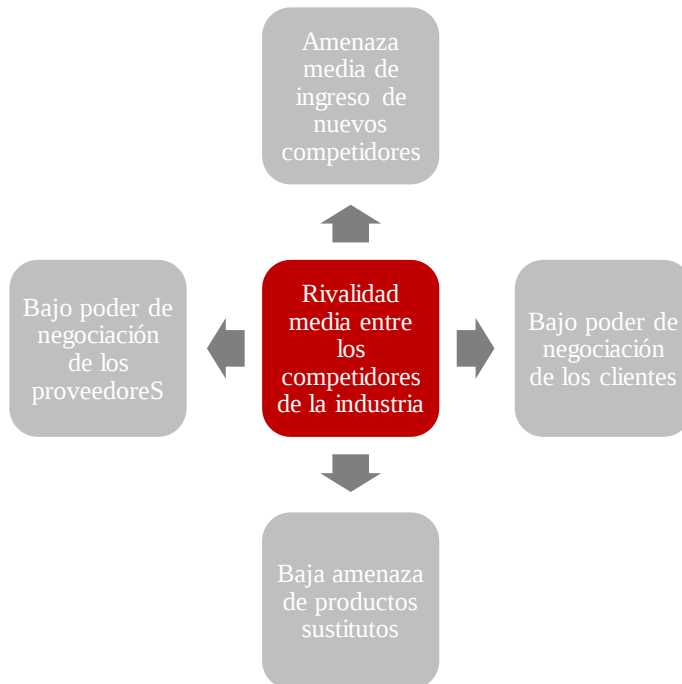
⁶ <https://gestion.pe/economia/bcp-preve-alza-tasas-interes-soles-dolares-234736>

⁷ <https://www.un.org/development/desa/es/news/population/world-population-prospects-2017.html>

⁸ <https://www.ipsos.com/es-pe/estadistica-poblacional-el-peru-en-el-2018>

⁹ <https://diariocorreo.pe/edicion/tumbes/el-crecimiento-poblacional-en-el-norte-lo-largo-de-los-ultimos-10-anos-831705/>

Anexo 12. Análisis de las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Porter (1987). Elaboración propia 2018.

1. Poder de negociación de los proveedores: Bajo

Para la provisión de materia prima, la empresa cuenta con concesiones sobre tres canteras de piedra caliza, las de Cerro Pintura y Acumulación Tembladera en Pacasmayo y; la de Calizas Tioyacu en la selva. Asimismo, para la provisión de energía eléctrica, la compañía cuenta con el suministro de Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C., la forma parte del mismo grupo económico.

2. Poder de negociación de los clientes: Bajo

El 92,3% de las ventas se concentran en el canal masivo, el cual está conformado por una cartera atomizada de clientes y se gestiona principalmente a través de la subsidiaria Distribuidora del Norte Pacasmayo SRL (DINO), cuya red de distribución se soporta en un modelo de subdistribución a través de ferreterías asociadas bajo la marca DINO, integración que permite ampliar la red comercial y cobertura geográfica de la compañía.

3. Rivalidad entre competidores: Media

Si bien las principales empresas del sector, Cementos Pacasmayo S.A.A., Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) y Yura S.A., están segmentadas geográficamente debido a los elevados costos de flete en los que tendrían que incurrir para competir entre ellas, comparten cuota de mercado con otras productoras locales y compañías importadoras. En la región norte del país, Inversiones en Cemento S.A. (INVERCEM) compite con Cementos Pacasmayo S.A.A. principalmente en el canal industrial, el cual representa el 7,7% de las ventas de esta última.

4. Amenaza de entrada de nuevos competidores: Bajo

Los altos niveles de inversión que requiere la industria del cemento; así como, el acceso a materia

prima, limitan la entrada de nuevos competidores; por un lado, la construcción de plantas productoras demanda de un significativo nivel de inversión y; por otro lado, las principales y más grandes canteras ya están en concesión. Pese a lo anterior, las importaciones de cemento constituyen una competencia alternativa que ha cobrado relevancia dada la ausencia de aranceles y; por ende, precios más bajos. En la zona norte del país, Inversiones en Cemento S.A. (IVERCEM) compite con Cementos Pacasmayo S.A.A. bajo esta modalidad.

5. Amenaza de productos sustitutos: Bajo

Si bien el mercado no dispone de sustitutos cercanos al cemento, ofrece productos alternativos como el *drywall*, maderas y prefabricados a base de concreto; pese a ello, dado que estos tienen menor durabilidad y precios similares al cemento, no representan una amenaza para el sector.

Anexo 13. Desarrollo de la cadena de valor

Análisis de la cadena de valor

Infraestructura de la empresa	Infraestructura de la empresa asegurada por activos propios y las políticas internas.				
Calidad	Control de Calidad asegurado mediante el cumplimiento de estándares internacionales.				
Recursos humanos	Administración del Recurso Humano mediante objetivos, certificaciones y programas de rotación				
I+D	Investigación y Desarrollo constante por medio de la Gerencia de Innovación.				
Compras	Suministro de energía estable mediante contratos PPA.			Proceso de compras integrado.	
	Logística de Entrada	Operaciones	Logística de Salida	Ventas	Servicios
	Extracción de materia prima de sus 6 canteras propias que proveen a la compañía de los principales insumos.	Producción de cemento en 3 modernas plantas propias, así como de cemento premezclado en 19 plantas.	Distribución de sus productos por medio de sus subsidiarias Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. y Dinonselva Iquitos S.A.C. Adicionalmente se tienen convenios directos con más de 394 ferreterías.	Desarrollo de lealtad a la marca por parte de sus compradores.	Desarrollo de soluciones integrales y específicas según la necesidad del cliente

Fuente: FORM 20-F 2017 (2017), Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017). Elaboración propia 2018.

1. Extracción de la materia prima

Cementos Pacasmayo posee canteras de cal, conchuela, arcilla y arena que le permiten tener flexibilidad en la disposición de las principales materias primas para la producción de cemento. Estas canteras las tiene a modo de concesión y se redistribuye en las 3 plantas de la compañía:

Producto Explotado	Canteras		
	Planta Pacasmayo	Planta Piura	Planta Rioja
Cal	Acumulación Tembladera	Bayobar 4 y Virrilá	Calizas Tioyacu
Conchuelas	No Aplica	Bayobar 4 y Virrilá	No Aplica
Arcilla	Señor de los Milagros Pacasmayo	No Aplica	Pajonal 2
Arena	Señor de los Milagros Pacasmayo	No Aplica	No Aplica

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017). Elaboración propia 2018.

Las reservas remanentes para las concesiones de Acumulación Tembladera, Bayovar 4 y Virrilá es de 108 años, mientras que para la concesión de Calizas Tioyacu quedan 25 años. Por el lado de las reservas de arcilla y arena no se ha calculado el total de reservas en vista de que la empresa estima que hay abundancia de dicho producto en la zona norte.

2. Producción de cemento y concreto premezclado

Cementos Pacasmayo cuenta con diversas plantas que le aseguran la producción de su principal producto, el cemento, y de los demás productos ofrecidos.

3. Distribución

Cementos Pacasmayo, mediante sus distribuidoras Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. y Dinonselva Iquitos abarcan de norte a sur, desde la frontera con Ecuador hasta la ciudad de Barranca, al norte de Lima; y de este a oeste, desde Loreto hasta el Océano Pacífico.

Igualmente, se tiene muy en cuenta la relación con *retailers* minoristas. Estos se dividen en dos grupos, los *retailers* con los que se ha logrado trabajar la distribución exclusiva de sus productos mediante contratos y los que son independientes.

Con ambos canales de distribución la compañía ha logrado mantener su liderazgo en la zona norte, lo que le permite introducir sus otros productos (como el concreto premezclado) y afianzar el crecimiento en ventas de los mismos.

4. Ventas

Cementos Pacasmayo a través de su red de distribución y asociación con locales minoristas de la zona norte, ha logrado construir una marca fuerte y con un alto ratio de recordación.

El objetivo de la compañía es crear lealtad por parte de los maestros de obra, que son quienes principalmente consumen el producto. Esto lo logra teniendo una campaña de *marketing* agresiva (1,6% de sus ventas es destinado a este rubro), así como programas que le permiten al consumidor canjear premios que contribuyan a su negocio y/o acceso a pequeños financiamientos.

5. Servicios

Si bien Cementos Pacasmayo está considerado como una empresa industrial ya que su principal producto es la venta de cemento, también tiene la capacidad de ofrecer servicios adicionales relacionados al tema de construcción.

Es por eso que su rubro “*Pacasmayo Profesional*” le brinda al cliente una solución integral y a medida de su proyecto. Se especializan en trabajar edificaciones, infraestructuras viales e infraestructuras generales para la industria, minería y demás.

6. Suministro de electricidad

Adicionalmente a la materia prima que Cementos Pacasmayo ya la tiene cubierta por tener canteras propias, otro insumo importante es el suministro de electricidad. Cementos Pacasmayo tiene contratos hasta el 2025 a precios fijos con indexaciones de PPI (*Purchase Price Index*) con Electroperú para suministrar sus plantas de Pacasmayo y Piura; y hasta el 2022 con Electro Oriente para suministrar su planta de Rioja.

7. Innovación

Al 2017 el área de innovación desarrolló su plan estratégico en el cual incluyó los siguientes pilares:

- Programas de innovación que llevan a cabo las ideas de los colaboradores.
- Proyectos de innovación enfocados en darle soluciones más eficientes a los clientes.
- Innovación abierta, que promueve una cultura de mejora continua.
- Investigación y desarrollo como parte de la estrategia.
- Recursos humanos.

Cementos Pacasmayo tiene presente que el recurso humano es uno de los factores más importantes para el buen desarrollo de las operaciones, por eso ha implementado las siguientes acciones:

- Objetivos SMART (específicos, medibles, alcanzables, realistas, a tiempo) para todos los colaboradores.
- Programa de certificación para los operarios que ayudarán a mejorar y estandarizar las capacidades de todos los operarios.
- Programa de rol multifuncional, que ayudará a que los operarios puedan conocer los diversos sistemas de operación de nuevos equipos.

8. Control de calidad

En el mercado peruano, el cemento está regulado por el INDECOPI, es por eso que Cementos Pacasmayo está sujeto a su estandarización. Es por eso que la compañía ha conseguido certificar su operación con el ISO Standard 9001-2008.

9. Infraestructura de la empresa

Plantas, canteras, cadena de distribución y ejecutivos de alto nivel alineados a principios de buen gobierno corporativo logran que Cementos Pacasmayo no solo sea una empresa fuerte en activos, sino también en políticas y cultura. Adicionalmente, al cotizar sus acciones en el mercado internacional, los estándares de transparencia de la información son más estrictos y se obliga a la compañía a ser más prolijos en todos los ámbitos.

Anexo 14. Visión, misión y valores

Visión

Ser una empresa líder en la provisión de soluciones constructivas que se anticipe a las necesidades de nuestros clientes y que contribuya con el progreso de nuestro país.

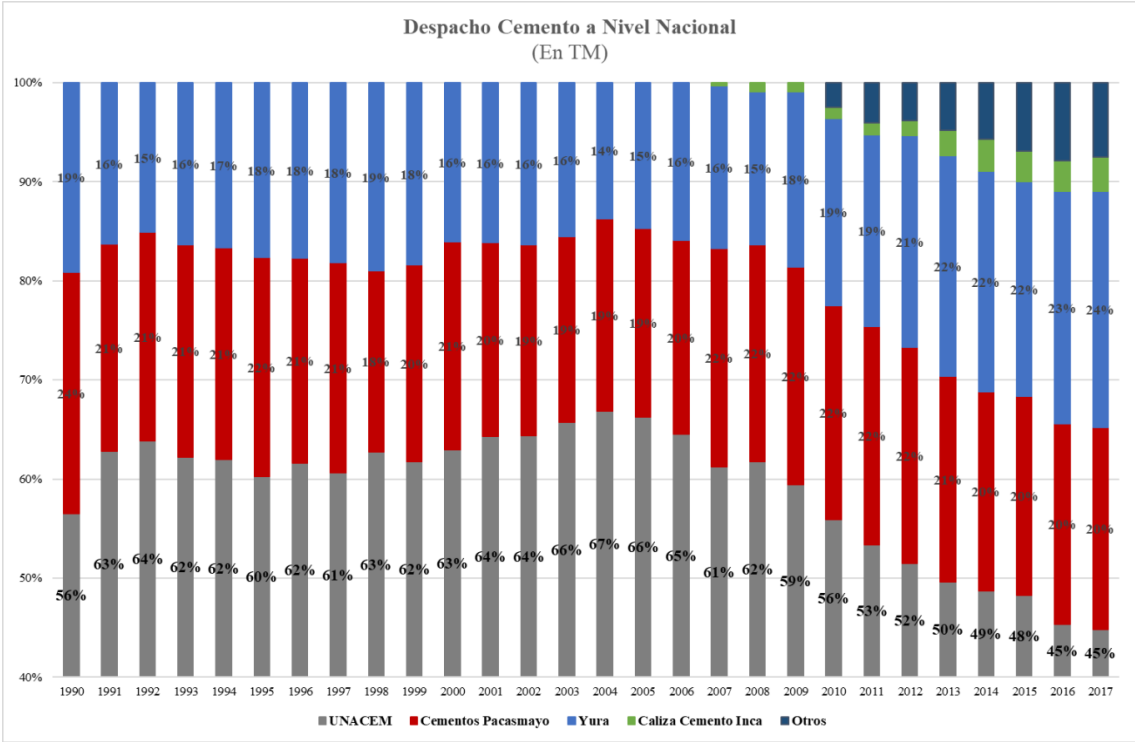
Misión

Crear valor a nuestros inversionistas, a través de un crecimiento sostenible, para beneficio de nuestros clientes, colaboradores, comunidades y el país.

Valores

- Responsabilidad social
- Trabajo en equipo
- Innovación
- Excelencia y eficiencia
- Seguridad
- Alegría y entusiasmo
- Orientación al cliente
- Integridad

Anexo 15. Evolución de la participación de mercado



Fuente: INEI (1990-2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 16. Análisis de riesgos

1. Riesgo de mercado

Es el riesgo de que el valor de mercado o los flujos futuros de un instrumento financiero, fluctúen con relación a los precios de mercado. Dentro de este riesgo se tienen los siguientes tipos de riesgo:

- **Riesgo de tasa de interés**

Este riesgo está asociado al cambio en el valor de los instrumentos financieros mantenidos por el grupo con relación a las tasas de interés del mercado. Para el caso de Cementos Pacasmayo, las tasas de interés que manejan son fijas (4,50% nominal anual); por lo tanto, este riesgo no se considera relevante.

- **Riesgo de tipo de cambio**

Es el riesgo que deviene de las fluctuaciones en el tipo de cambio de mercado y cómo esto cambia el valor de los instrumentos financieros mantenidos por la compañía. Cementos Pacasmayo presenta un descalce en dólares, debido a que el 100% de sus ingresos son en soles y su deuda financiera se encuentra en dólares. Sin embargo, desde noviembre de 2014, la compañía decidió mitigar este riesgo tomando una cobertura mediante el uso de contratos de cobertura de flujos de efectivo (*Cross Currency Swaps*) el cual presentó un costo de S/ 26 millones a diciembre 2017.

- **Riesgo del precio de materias primas**

Este riesgo está asociado a las fluctuaciones en los precios de las materias primas. Para el caso de Cementos Pacasmayo, el riesgo solamente lo afecta por el lado de la compra de carbón, que representa el 7% del inventario, para el suministro de energía. La compañía ha decidido no tomar ninguna cobertura y aceptar este riesgo.

- **Riesgo de liquidez**

Es el riesgo de que la compañía no cuente con los recursos suficientes para poder afrontar sus obligaciones. Cementos Pacasmayo mantiene herramientas de planificación de liquidez que le permite mantener un equilibrio entre la continuidad de los fondos y la utilización de estos. Igualmente posee líneas de crédito con disponible con entidades financieras; e inversiones en depósitos a plazo en entidades de primera categoría que están a disposición de la compañía de forma muy líquida.

2. Riesgo comercial

El principal riesgo comercial al que se enfrenta Cementos Pacasmayo hoy es el de la aparición de nuevos competidores, como Inversiones en Cemento S.A. (IVERCEM), que importan cemento y les permite ofrecer un precio más bajo. Sin embargo, la compañía ha logrado mantener su *market share* gracias a que enfocó su estrategia de ventas en la atención a medianas y pequeñas empresas en toda su zona de influencia.

Otro riesgo comercial, es el que una contraparte no cumpla con el compromiso del pago de sus obligaciones con la compañía. Según lo indicado en el Capítulo III, punto 2; la compañía hace una revisión preliminar de sus potenciales clientes con el fin de conocer su capacidad de pago y otorgarles una línea de crédito adecuada. Igualmente, mantiene una gestión de cobranza

permanente. Ambos puntos le han permitido tener una cartera de clientes sana, por lo cual la compañía ha decidido no tomar ningún seguro de crédito.

Finalmente, entre otros riesgos comerciales menores, está la posibilidad de que sus productos no sean distribuidos de forma exclusiva por sus canales de venta minoristas (ferreterías). Esto está mitigado con contratos firmados entre la compañía y las ferreterías, así como, la fidelización de su canal masivo.

3. Riesgo operacional

El riesgo de que el proceso productivo pueda tener alguna falla. Si bien Cementos Pacasmayo se encuentra altamente expuesto a este riesgo, es uno de los principales focos de atención de la compañía, es por eso que en 2017 se implementó el Sistema de Gestión de la Seguridad que está basado en los 14 elementos o buenas prácticas en Seguridad de Dupont. Esto logró tener una mejora importante en los indicadores de accidentabilidad de las tres plantas cementeras.

Adicionalmente a fines del 2015 entró en operación una nueva planta de Piura, la cual incrementó la capacidad de producción de la empresa en 48%. Esta planta es la más moderna de Latinoamérica, presentando una infraestructura novedosa y automatizada que permite a la compañía mitigar el riesgo operacional.

4. Riesgo reputacional

Es el riesgo de que la empresa adquiera una imagen negativa a causa de sus acciones en la sociedad.

Cementos Pacasmayo es una de las empresas una presencia predominante en el norte. Además, sus marcas están bastante inmersas en el día a día de las personas, es por eso que cualquier acción en la sociedad tendrá efectos directos en su reputación.

Sabiendo esto, la compañía mitiga este riesgo cumpliendo con principios de buen gobierno corporativo, manteniendo programas de responsabilidad social y cumpliendo firmemente con las normativas de sus reguladores.

5. Riesgo político-económico

Es el riesgo de que las decisiones y/o eventos políticos y económicos nacionales afecten de forma directa al negocio. Según lo evidenciado en el análisis PESTEL, Cementos Pacasmayo está altamente correlacionado con el sector construcción, el cual en los últimos años ha mostrado un decrecimiento y paralización debido a los siguientes factores:

- Sobreoferta de viviendas.
- Paralización de proyecto de inversión debido al caso Odebrecht.
- Lentitud en la ejecución de los planes de la reconstrucción del norte.

En consecuencia, la empresa está expuesta a este riesgo, sin embargo, gracias a sus fortalezas ha logrado mantener estable sus ingresos.

Anexo 17. Adiciones en activo fijo

Adiciones en activo fijo	S/ Miles
Costos de desarrollo de mina	5.000
Edificios y otras construcciones	30.000
Maquinaria, equipos y respuestos relacionados	15.000
Muebles y accesorios	1.000
Unidades de transporte	10.000
Equipos de cómputo y herramientas	2.500
Total	63.500

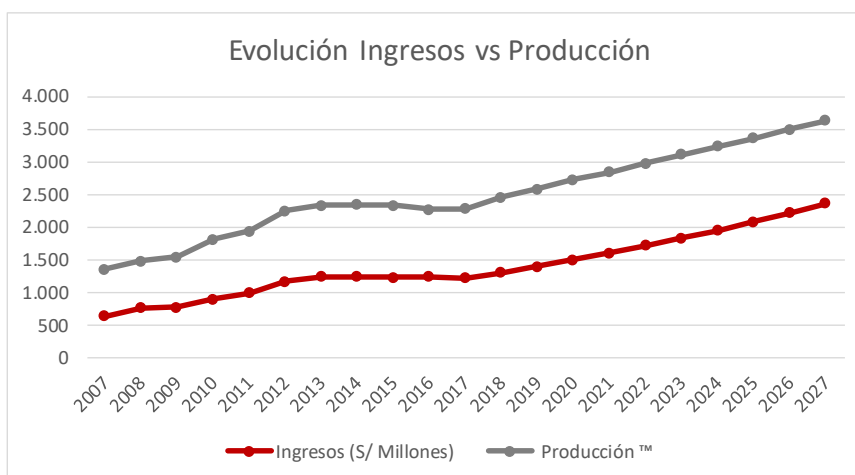
Fuente: Elaboración propia 2018.

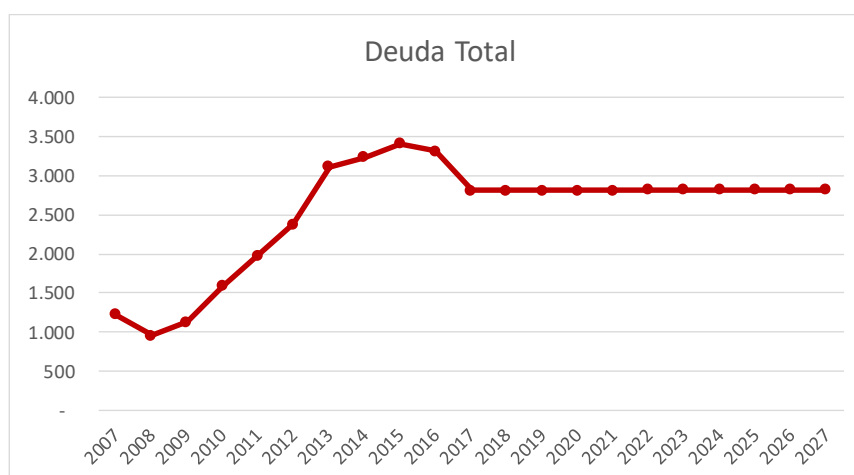
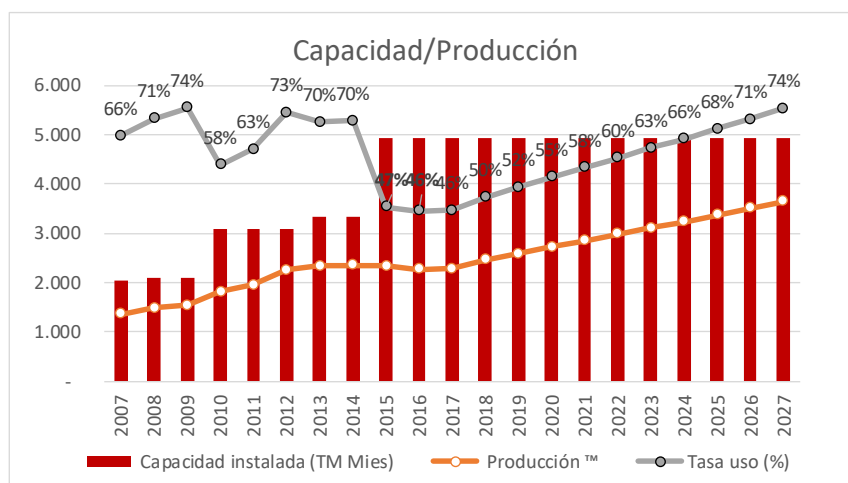
Anexo 18. Tabla de depreciación

Activo Fijo	Depreciación Promedio (%)	Vida Útil Promedio (años)
Edificios y otras construcciones	2%	40
Maquinarias, equipos y repuestos realacionados	5%	19
Muebles y Accesorios	2%	44
Unidades de Transporte	7%	15
Equipos de cómputo y herramientas	6%	18
Capitalización de intereses	2%	43

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A. (2013, 2014, 2015, 2016, 2017). Elaboración propia 2018.

Anexo 19. Análisis de consistencia entre capacidad de planta, producción, ventas y endeudamiento





Anexo 20. Regresión lineal de los despachos de cemento

Dependent Variable: DTC
Method: Least Squares
Date: 11/21/18 Time: 22:24
Sample (adjusted): 2007M02 2017M12
Included observations: 131 after adjustments

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTC(-1)	0.719725	0.053436	13.46901	0.0000
PBIG	1.804452	0.359344	5.021523	0.0000
CI	-0.054069	0.021846	-2.475035	0.0146
R-squared	0.901896	Mean dependent var	166810.9	
Adjusted R-squared	0.900363	S.D. dependent var	33535.28	
S.E. of regression	10585.52	Akaike info criterion	21.39500	
Sum squared resid	1.43E+10	Schwarz criterion	21.46084	
Log likelihood	-1398.372	Hannan-Quinn criter.	21.42175	
Durbin-Watson stat	2.208788			

Fuente: Elaboración propia 2018.

Anexo 21. Test estadísticos: correlograma de residuos

Date: 11/21/18 Time: 22:29

Sample: 2007M01 2017M12

Included observations: 131

Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Sta...	Prob...
		1 -0.11...	-0.11...	1.6092	0.205
		2 0.004 -0.00...	-0.00...	1.6118	0.447
		3 0.221 0.223	0.223	8.2454	0.041
		4 -0.22... -0.19...	-0.19...	15.383	0.004
		5 -0.09... -0.15...	-0.15...	16.675	0.005
		6 0.055 -0.00...	-0.00...	17.091	0.009
		7 -0.14... -0.04...	-0.04...	19.931	0.006
		8 -0.15... -0.18...	-0.18...	23.255	0.003
		9 0.100 0.015	0.015	24.695	0.003
		1... 0.004 0.074	0.074	24.698	0.006
		1... 0.017 0.053	0.053	24.738	0.010
		1... 0.420 0.360	0.360	50.586	0.000
		1... -0.01... 0.064	0.064	50.617	0.000
		1... 0.028 0.027	0.027	50.736	0.000
		1... -0.03... -0.23...	-0.23...	50.873	0.000
		1... -0.15... -0.09...	-0.09...	54.605	0.000
		1... -0.07... -0.03...	-0.03...	55.519	0.000
		1... -0.12... -0.11...	-0.11...	57.980	0.000
		1... -0.07... -0.02...	-0.02...	58.772	0.000
		2... -0.03... 0.067	0.067	58.961	0.000
		2... -0.06... -0.05...	-0.05...	59.595	0.000
		2... 0.038 -0.05...	-0.05...	59.825	0.000
		2... 0.119 0.033	0.033	62.097	0.000
		2... 0.254 0.187	0.187	72.583	0.000
		2... 0.039 0.041	0.041	72.834	0.000
		2... 0.172 0.154	0.154	77.750	0.000
		2... -0.08... 0.010	0.010	79.039	0.000
		2... -0.05... 0.098	0.098	79.494	0.000
		2... -0.03... -0.05...	-0.05...	79.756	0.000
		3... -0.13... -0.00...	-0.00...	82.708	0.000
		3... 0.028 0.082	0.082	82.844	0.000
		3... -0.05... -0.03...	-0.03...	83.457	0.000
		3... -0.10... -0.13...	-0.13...	85.537	0.000
		3... 0.087 -0.01...	-0.01...	86.882	0.000
		3... 0.029 -0.06...	-0.06...	87.032	0.000
		3... 0.200 0.044	0.044	94.344	0.000

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Fuente: Elaboración propia 2018.

Anexo 22. Test estadísticos: autocorrelación

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.158858	Prob. F(2,126)	0.3172
Obs*R-squared	2.342113	Prob. Chi-Square(2)	0.3100

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 11/21/18 Time: 22:31

Sample: 2007M02 2017M12

Included observations: 131

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTC(-1)	0.058786	0.067215	0.874607	0.3835
PBIG	-0.313180	0.417286	-0.750517	0.4543
CI	0.004333	0.022021	0.196748	0.8443
RESID(-1)	-0.166493	0.109425	-1.521525	0.1306
RESID(-2)	-0.036690	0.095211	-0.385356	0.7006

R-squared	0.017879	Mean dependent var	-143.0662
Adjusted R-squared	-0.013300	S.D. dependent var	10502.79
S.E. of regression	10572.40	Akaike info criterion	21.40730
Sum squared resid	1.41E+10	Schwarz criterion	21.51704
Log likelihood	-1397.178	Hannan-Quinn criter.	21.45189
Durbin-Watson stat	1.962354		

Fuente: Elaboración propia 2018.

Anexo 23. Test estadísticos: heterocedasticidad

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.611390	Prob. F(3,127)	0.1900
Obs*R-squared	4.803581	Prob. Chi-Square(3)	0.1868
Scaled explained SS	4.891400	Prob. Chi-Square(3)	0.1799

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 11/21/18 Time: 22:31

Sample: 2007M02 2017M12

Included observations: 131

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7416789...	91530363	-0.810309	0.4193
DTC(-1)	-905.3130	813.7897	-1.112465	0.2680
PBIG	10106.78	6365.597	1.587719	0.1148
CI	-78.68579	330.3325	-0.238202	0.8121

R-squared	0.036669	Mean dependent var	1.09E+08
Adjusted R-squared	0.013913	S.D. dependent var	1.61E+08
S.E. of regression	1.59E+08	Akaike info criterion	40.64182
Sum squared resid	3.23E+18	Schwarz criterion	40.72961
Log likelihood	-2658.039	Hannan-Quinn criter.	40.67749
F-statistic	1.611390	Durbin-Watson stat	1.796683
Prob(F-statistic)	0.189998		

Fuente: Elaboración propia 2018.

Anexo 24. Tasa de crecimiento “g”

Según el modelo de Gordon, la tasa de crecimiento “g” estimada inicialmente, tomando como *input* el *payout* promedio de los últimos 6 años (2012 – 2017), es de 0,83%. Sin embargo, esta tasa se desvirtúa en vista de que el *payout ratio* no ha sido estable durante los últimos 5 años y ha presentado *outlayers* en el año 2016 y 2017. Por lo que, se decide eliminar de la muestra dichos años, quedando una tasa de crecimiento “g” de 4.22%.

Asimismo, se consideró evaluar la consistencia de dicho cálculo tomando en cuenta otras perspectivas. Es así como, teniendo en cuenta que el comportamiento del sector construcción en nuestro país está altamente correlacionado con el crecimiento del PBI, se tomó la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del PBI (BCRP 2018), en donde en promedio se tiene una expectativa de crecimiento real del PBI para el 2019 de 3,89%. Esto implicaría que la tasa de crecimiento nominal esperada para el 2019 sea de 6,56%, la cual tiende a asemejarse a la tasa de rendimiento del Bono Soberano a 30 años (6,3%). Sin embargo, se considera que el cálculo anterior es muy elevado para representar una tasa de crecimiento a largo plazo. Es por eso que se decide evaluar el “g” con lineamientos adicionales: “En 30 años, ¿Qué tipo de economía será el Perú?”.

Si bien se estima que en dicho rango de tiempo el Perú no llegue a ser una economía de primer mundo como Estados Unidos, sí se considera que será una economía emergente mejorada con tasas de crecimiento menores pero estables. El *benchmark* más cercano sería la economía chilena, representado por el rendimiento del Bono Global a 30 años de 4.44%¹⁰. Luego del análisis realizado, se considera que el “g” podría tomar valores entre el 2,98%¹¹, que sería una tasa de crecimiento de largo plazo de una economía desarrollada; y el 6,56% calculado con relación a las expectativas de crecimiento del PBI según el BCRP. De esta forma, se corrobora el cálculo de la tasa de crecimiento “g” según el modelo de Gordon excluyendo *outlayers*; y a su vez, se valida con el análisis del Múltiplo Implícito.

¹⁰ La tasa de 4.44% está expresada en soles y se ha calculado con base en el rendimiento del Bono Global chileno a 30 años.

¹¹ La tasa de 2,98% esta expresada en soles y se ha calculado con base en el rendimiento del T.Bill a 10 años utilizado para el cálculo de la tasa de descuento.

Anexo 25. Cálculo del costo de patrimonio (Ke) y del costo promedio ponderado de capital (WACC)

El costo de patrimonio, se calculo tomando los siguientes datos:

- Rendimiento Libre de Riesgo (Rf): Se utilizó el US Treasury Bond a 10 años (*Ticker*: USGG10yr Index) al 31/12/17 en dólares.
- Beta (B): Se calculó el Beta según las comparables. Se discriminó por tipo de empresa, tamaño, geografía y comparación de su índice con su mercado (bolsa diversificada).
- Prima de Mercado (Rm): Se utilizó el promedio aritmético de los rendimientos anuales de S&P vs. el Bono a US10yr. Se usa la media aritmética porque es un valor esperado, y el estadístico asociado al valor esperado es la media.

El costo promedio ponderado del capital se calculó a diciembre de 2017, con base en la metodología CAPM, según se detalla:

- Costo de Mercado de la Deuda (Kd): YTM del bono emitido por Cementos Pacasmayo al 31/12/17. Esta es el costo de deuda de mercado está en PEN.
- Monto de la Deuda (D): Producto del *outstanding* de la deuda y precio de la deuda al 31/12/17.
- Monto del Capital (E): Cociente del *Market Cap* de la compañía y el tipo de cambio de cierre al 31/12/17.

Anexo 26. Selección de empresas comparables

Dentro del proceso de discriminación de las empresas comparables, adicional a Cementos Argos S.A. (Colombia) y Cemex Latam Holdings S.A. (México), se identificaron también las compañías Cementos Bio Bio S.A. (Chile), Melón SA (Chile) y UNACEM (Perú); sin embargo, éstas fueron descartadas debido a que tanto la bolsa chilena como la peruana tienen alta concentración en el sector minero; por ende, los betas observados en Bloomberg no son representativos para el análisis de la industria cementera; en este sentido, ambas bolsas no son diversificadas.

Empresas	Ticker	País	Beta Bruta Apalancado	Comparable
Cementos Bio Bio SA	CEMENT CI Equity	Chile	0,187	No
Melón SA	MELON CI Equity	Chile	-0,358	No
UNACEM	UNACEMC1 PE Equity	Perú	0,526	No
Cementos Argos SA	CEMARGOS CB Equity	Colombia	1,196	Si
Cemex Latam Holdings SA	CLH CB Equity	México	0,867	Si

Fuente: Bloomberg (2018). Elaboración propia 2018.

Anexo 27. Valorización por múltiplos

Cementos Pacasmayo SAA	2017
En S/ Millones	
EV/EBITDA (x Veces)	12,48
EBITDA	323
Valor de Empresa	4.027
+ Saldo Final de Caja 2017	49
- Deuda a Valor de Mercado 2017	-310
+ Activos disponibles para la venta (Fossal S.A.A.)	21
Valor del Patrimonio	3.788
Nro. Acciones Comunes (Millones)	424
Nro. Acciones de Inversión (Millones)	40
Valor por Acción Común a Dic-17 (S/)	8,31
Valor por Acción de Inversión a Dic-17 (S/)	6,64
Precio Actual Dic-17 (S/)	8,15

Fuente: Elaboración propia 2018.

Cementos Pacasmayo SAA	2017
En S/ Millones	
EV/Ventas	2,16
Ventas	1.226
Valor de Empresa	2.649
+ Saldo Final de Caja 2017	49
- Deuda a Valor de Mercado 2017	- 310
+ Activos disponibles para la venta (Fossal S.A.A.)	21
Valor del Patrimonio	2.410
Nro. Acciones Comunes (Millones)	424
Nro. Acciones de Inversión (Millones)	40
Valor por Acción Común a Dic-17 (S/)	5,28
Valor por Acción de Inversión a Dic-17 (S/)	4,23
Precio Actual Dic-17 (S/)	8,15

Fuente: Elaboración propia 2018.

Notas biográficas

Gabriela Patricia Alva Pérez

Contadora Pública Colegiada de la Universidad del Pacífico. Cuenta con un Diplomado en Preparación y Evaluación de Proyectos por la Universidad ESAN, y un diplomado en Gestión de Tesorería por la Universidad del Pacífico. Posee siete de años de experiencia en temas contables, financieros y de tesorería dentro de empresas de energía. Actualmente, se desempeña como Jefe de Tesorería del Grupo GCZ, grupo empresarial de capitales peruanos dentro del rubro de energía y construcción.

Jazmín Vivian Mendoza Charqui

Economista por la Universidad del Pacífico con mención en Economía y Finanzas Empresariales. Cuenta con un Diplomado en Finanzas Corporativas de la Universidad del Pacífico y una Especialización en Logística de la Universidad del Pacífico y Ransa Comercial S.A. Tiene ocho años de experiencia profesional en el área de finanzas corporativas, planeamiento financiero, evaluación de proyectos e inversiones en empresas de servicios logísticos e industriales. Actualmente, se desempeña como Gerente de Administración y Finanzas del Grupo Forte.

Nadia Verónica Pérez Flores

Ingeniera Economista por la Universidad Nacional de Ingeniería. Cuenta con un Diplomado en Gestión de Finanzas Corporativas de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, una Certificación Básica en Riesgos de la Universidad del Pacífico y el Banco de Crédito del Perú y una Certificación Avanzada en Riesgos de Genesis International y el Banco de Crédito del Perú. Tiene nueve años de experiencia profesional en el sistema financiero, seis de ellos en riesgo de crédito. Actualmente, se desempeña como Sub Gerente de Créditos del Área de Riesgos Empresas, Bancos y Corporativos del Exterior en el Banco de Crédito del Perú.