



“VALORIZACIÓN DE CEMENTOS PACASMAYO”

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

Presentado por

Sr. Ricardo Alberto Peñaranda Huerta

Sr. Gerardo Jesús Salinas Lau

Sr. Gerald Alvaro Vega Gamonal

2017

Agradecemos a nuestros padres por estar con nosotros, por siempre creer en sus hijos; fueron y serán siempre nuestro apoyo, fuerza y guía. Gracias por ser los cimientos que nos permitieron llegar a donde estamos hoy.

El presente trabajo está dedicado a nuestras familias, parejas y seres queridos que han sido apoyo importante en esta tesis, así como a nuestros profesores que pusieron toda su fe en nuestro desarrollo. Aprendimos de todos ustedes que nos dieron lo mejor de todo, su amor y tiempo, y que nos enseñaron la sabiduría para superar los retos que la vida nos presentó.

Que el Universo los bendiga a todos vosotros.

Resumen ejecutivo

Cementos Pacasmayo S.A.A. y sus subsidiarias son los productores, distribuidores y comercializadores de cemento más importante en el norte del Perú, cuenta con 3 plantas de producción en Pacasmayo, Rioja y Piura, con una capacidad de producción total anual de 4,9 millones de TM. Su participación de mercado es aproximadamente el 95% y tienen más de 200 puntos de venta.

La valorización por el método de flujos de caja descontados (DCF) tiene como fecha base el 30 de diciembre del 2016. Entre los principales supuestos empleados se encuentra un periodo de proyección de 10 años, un crecimiento promedio de los ingresos de 4,20% en dicho periodo y una inversión en el aumento de la capacidad de planta por S/ 1.057 millones que se realizaría posterior al 2023. Además de los supuestos señalados se trabajó con un WACC en soles equivalente a 8,04% y con un crecimiento de los flujos de la perpetuidad (g) de 3,12%¹.

El valor obtenido de la firma fue de S/ 3.592 millones, obteniéndose un valor fundamental de la acción común a diciembre 2016 era de S/ 6,65, que estaba 5,50% por encima del precio de mercado al cierre del 31 de diciembre de 2016 (acción común a S/ 6,30).

Con el segundo método se valoriza sobre la base de la comparación con múltiplos de compañías similares a Cementos Pacasmayo. Se tomaron en cuenta los ratios P/E y EV/EBITDA, y se obtuvo como resultado los valores de S/ 6,63 y S/ 6,68, respectivamente. Estos valores se encuentran cerca del valor de S/ 6,65 obtenido a través del método de valorización de flujos.

De acuerdo a los resultados obtenidos y al precio actual de la acción de Cementos Pacasmayo y subsidiarias, nuestra recomendación es mantener/comprar.

¹ Pacasmayo tiene el 100% de sus operaciones en Perú, y su desempeño está ligado a las perspectivas económicas del país y el sector. Se estima una recuperación en la inversión total, destrabe de proyectos en el primer semestre de 2017, así como una reducción del déficit de viviendas en el norte por los programas que pretende realizar el gobierno hasta el 2021.

Índice de contenidos

Índice de tablas	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Análisis de la empresa	2
1. Descripción de la empresa y el Grupo Hochschild	2
2. Capital social.....	2
3. Descripción de la acción y su evolución	2
4. Gestión operativa y comercial.....	3
4.1. Reservas	3
4.2. Plantas de producción	3
4.3. Proceso de producción y distribución de cemento	4
4.4. Mercado y clientes	5
5. Política de dividendos	5
6. Financiamiento.....	5
7. Gobierno corporativo	6
8. Responsabilidad social.....	6
9. Proyectos Fosfatos del Pacífico y Salmueras Sudamericanas.....	6
Capítulo III. Situación y perspectivas nacionales y del mercado cementero	7
1. El mercado de cemento peruano	7
2. Mercado cementero peruano y región norte.....	7
3. El cemento, otros productos y servicios.....	8
4. Entorno económico	8
4.1. Factores de influencia en Perú	8
4.2. Producto Bruto Interno.....	9

4.3. Perspectivas del sector construcción para el 2017	9
4.4. Impuesto a la renta y participación de utilidades	10
5. Análisis de Porter	10
6. Análisis FODA.....	11
7. Análisis de estrategias	12
Capítulo IV. Análisis financiero.....	14
1. Ingresos	14
2. Margen bruto.....	15
3. Principales ratios financieros	16
3.1. Ratios de liquidez.....	16
3.2. Ratios de rentabilidad.....	16
3.3. Ratios de solvencia.....	17
Capítulo V. Valorización de Cementos Pacasmayo	19
1. Métodos de valorización	19
2. Valor contable de la empresa	19
3. Método del flujo de caja descontado.....	19
3.1. Costo promedio ponderado de capital (WACC)	19
3.1.1. Componentes del CAPM.....	20
3.2. Principales supuestos	20
3.3. Resultados	21
4. Valorización a través de múltiplos de empresas comparables	22
5. Valorizaciones del mercado	23
6. Análisis de sensibilidad.....	24
6.1. Escenario de cero crecimiento ($g = 0$).....	25
7. Gestión de riesgos	25
7.1. Matriz de riesgos	25
8. Comparación de resultados	26

Conclusiones y recomendaciones	27
1. Conclusiones	27
2. Recomendaciones.....	27
Bibliografía	28
Anexos	31
Notas biográficas	63

Índice de tablas

Tabla 1.	Matriz FODA de Cementos Pacasmayo	11
Tabla 2.	F-O.....	12
Tabla 3.	D-O.....	12
Tabla 4.	F-A.....	12
Tabla 5.	D-A.....	12
Tabla 6.	Ingresos por segmento.....	14
Tabla 7.	Margen bruto	15
Tabla 8.	Ratios de liquidez	16
Tabla 9.	Ratios de retorno.....	17
Tabla 10.	Márgenes	17
Tabla 11.	Supuestos.....	21
Tabla 12.	Flujo de caja proyectado para valorización	22
Tabla 13.	Valor patrimonial de Pacasmayo y subsidiarias	22
Tabla 14.	P/E Ratio Cementos Pacasmayo.....	23
Tabla 15.	EV/EBITDA Cementos Pacasmayo	23
Tabla 16.	Comparación resultado de ratios	23
Tabla 17.	Valorización de mercado.....	24
Tabla 18.	Sensibilidad del VF al PBI nacional futuro y al WACC	24
Tabla 19.	Sensibilidad del VF al Beta y al riesgo país	24
Tabla 20.	Sensibilidad del VF al WACC y al crecimiento de largo plazo (g).....	25
Tabla 21.	Resultados con crecimiento cero (g=0)	25

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Estructura del Grupo Hochschild y composición del Grupo Pacasmayo	2
Gráfico 2.	Composición accionaria	3
Gráfico 3.	Capacidad instalada y producción de cemento por año.....	4
Gráfico 4.	Etapas del proceso de producción del cemento	4
Gráfico 5.	Dividendos pagados 2010-2016 (en millones de soles)	5
Gráfico 6.	Mercado cementero Perú y región norte.....	7
Gráfico 7.	Competidores cementeros	8
Gráfico 8.	Factores de influencia.....	8
Gráfico 9.	Evolución del PBI global, PBI construcción y despacho total de cemento.....	10
Gráfico 10.	Análisis de Porter	11
Gráfico 11.	Evolución de cantidad (miles TM) y precio (soles por TM)	15
Gráfico 12.	Evolución del margen bruto (miles de soles)	16
Gráfico 13.	Evolución de márgenes.....	17
Gráfico 14.	Ratios de solvencia	18
Gráfico 15.	Descomposición del WACC.....	19
Gráfico 16.	Comparación de betas.....	20
Gráfico 17.	Matriz de riesgos	26
Gráfico 18.	Comparación de valorizaciones.....	26

Índice de anexos

Anexo 1.	<i>Timeline</i> Cementos Pacasmayo	32
Anexo 2.	Acerca del Grupo Pacasmayo	33
Anexo 3.	Estructura accionaria y evolución.....	34
Anexo 4.	Plantas de producción Cementos Pacasmayo	35
Anexo 5.	Proceso de producción y distribución.....	36
Anexo 6.	Descripción de segmento de clientes.....	38
Anexo 7.	Comités de Gobierno Corporativo Cementos Pacasmayo.....	39
Anexo 8.	Responsabilidad social	40
Anexo 9.	Producción, despacho total y nacional, y consumo	41
Anexo 10.	Productores e importadores de cemento en el Perú	42
Anexo 11.	Características del cemento	43
Anexo 12.	Análisis de Porter	44
Anexo 13.	Análisis financiero por concepto y detalle.....	45
Anexo 14.	Cálculo del WACC.....	48
Anexo 15.	Regresiones.....	51
Anexo 16.	Principales supuestos.....	52
Anexo 17.	Resultados.....	54
Anexo 18.	Valorización por múltiplos comparables.....	55
Anexo 19.	Análisis de sensibilidad	56
Anexo 20.	Riesgos identificados.....	57

Capítulo I. Introducción

Cementos Pacasmayo S.A.A., la principal empresa de la división industrial del Grupo Hochschild, es una de las compañías líderes del sector cementero del Perú, con casi sesenta años de historia. Con los años ha obtenido el éxito adaptándose a los cambios que el mercado exige, consolidándose como una empresa emblema en la región norte del país.

La empresa es dueña de toda la cadena de valor, desde la extracción y producción hasta la comercialización y distribución de sus productos. Por ello, surgió el interés en realizar esta valorización, ya que así se conocerá cuál es la capacidad de la empresa para generar valor en cada una de dichas etapas.

La facturación del 2016 es S/ 1.242 millones, con una utilidad neta de S/ 116 millones y un EBITDA de S/ 377 millones que representa el 30,4% del total de ventas, siendo S/ 12 millones menos (-1,33%) comparando con el EBITDA del periodo anterior (2015).

El PBI Perú creció en 3,3% y 3,9% para el 2015 y 2016, respectivamente; el PBI construcción cerró en -5,8% y -3,15% en estos mismos años; para el 2017 se espera un crecimiento poco menor al 4,0% en el sector construcción. El gobierno sustenta el crecimiento en cuatro puntos: (i) El destrabe de megaproyectos promovidos por las APPs, que hasta el 2021 sumarán cerca de S/ 110 mil millones; (ii) el incremento en la inversión pública que llegará al 5% y 6% en los años 2017 y 2018, (iii) la finalización de proyectos mineros con una inversión de S/ 35 mil millones y (iv) la construcción de medio millón de viviendas formales hasta el 2021, lo que implica una inversión de casi S/ 18 mil millones.

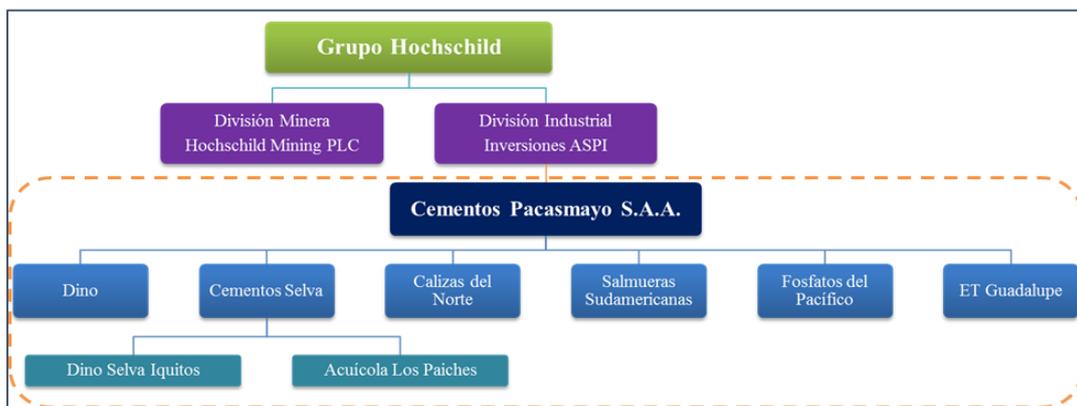
Tenemos que considerar los riesgos asociados a la deuda que la empresa mantiene por bonos emitidos en la bolsa americana en el 2013 por un valor de US\$ 300 millones. Para esta valorización no se considerarán los proyectos Fosfatos y Salmueras, debido a que en el caso de Fosfatos, los precios de este mineral se han reducido y la compañía está buscando nuevos inversionistas; en el caso del proyecto Salmueras, este aún está en fase de exploración y se necesita obtener mayor información de la que se dispone públicamente.

Capítulo II. Análisis de la empresa

1. Descripción de la empresa y el Grupo Hochschild

Empresa líder en el norte del Perú, produce y comercializa cemento, sus derivados y cal. Actualmente, se encuentra en etapa de madurez (ver anexo 1). Cuenta con 3 plantas cementeras con capacidad total de producción de 4,9 millones de TM al año y una amplia red de distribución. La empresa Cementos Pacasmayo S.A.A. y sus subsidiarias pertenecen al grupo Hochschild, como se puede apreciar en el siguiente gráfico (ver anexo 2):

Gráfico 1. Estructura del Grupo Hochschild y composición del Grupo Pacasmayo



Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

2. Capital social

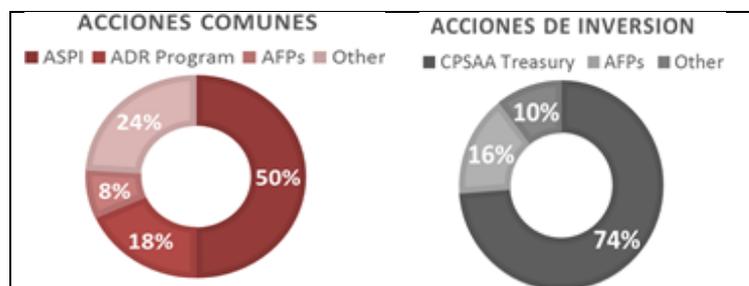
Representado por 531.461.479 de acciones comunes y 13.533.124 de inversión en circulación (S/ 1 valor nominal). Según los estados financieros consolidados (2015), los accionistas son: Inversiones ASPI, JP Morgan Chase Bank Holders of ADR's, AFP, directores, empleados y otros (ver anexo 3).

3. Descripción de la acción y su evolución

Cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) con el ticker CPACASC1 (acciones comunes que son más líquidas y dan derecho a voto) y CPACASII (acciones de inversión sin derecho a voto). Cotiza en la NYSE con ADRs (instrumentos empaquetados emitidos en 2012 fuera de Estados Unidos) con el ticker CPAC. Cada ADR equivale a 5 acciones comunes de la BVL. Al 30 de

diciembre del 2016, su valor de mercado es de S/ 3,4 mil millones (ver anexo 3).

Gráfico 2. Composición accionaria



Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

4. Gestión operativa y comercial

4.1. Reservas

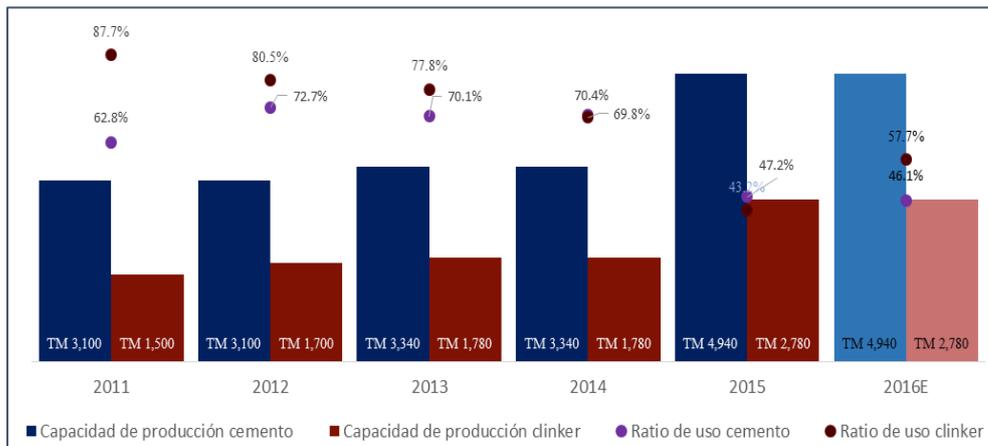
Tembladera: Concesión de 3.390 hectáreas desde 2002, reservas estimadas de materia prima para cemento y cal de 114 millones de TM con vida total estimada de 72 años.

Calizas Tioyacu: Concesión 400 hectáreas desde 1998, reservas estimadas de 9,1 millones de TM con vida total estimada de 23 años. Producción para planta Rioja.

4.2. Plantas de producción

Las operaciones de extracción, procesamiento y comercialización de cemento, clinker y cal se realizan desde las plantas de Pacasmayo, Rioja y Piura (ver anexo 4).

Gráfico 3. Capacidad instalada y producción de cemento por año

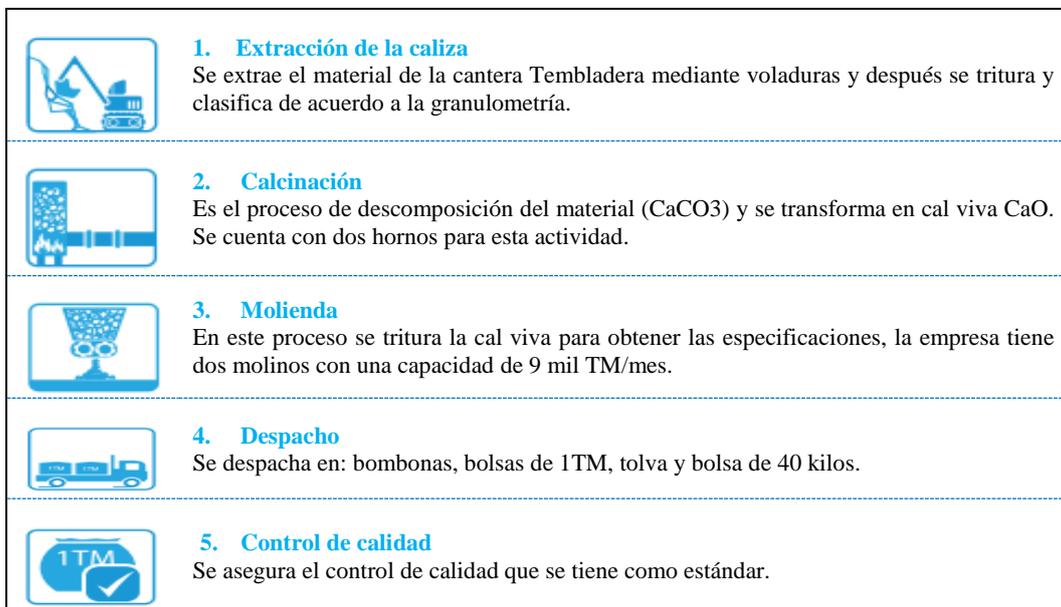


Fuente: Elaboración propia, 2017.

4.3. Proceso de producción y distribución de cemento

Las etapas del proceso de producción se pueden apreciar en el gráfico 5 (ver anexo 5).

Gráfico 4. Etapas del proceso de producción del cemento



Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

4.4. Mercado y clientes

Según el *Form 20-F* (2015), su negocio se concentra en la región norte, la cual, al 2015, corresponde el 23% de la población de Perú y el 14,2% del PBI nacional. El cemento es vendido principalmente al segmento autoconstrucción (55%), seguido por los proyectos de inversión privada (28%) y proyectos de inversión pública (17%) (ver anexo 6).

5. Política de dividendos

Según el *Form 20-F* (2015), la distribución de dividendos está sujeta a resultados anuales. Los accionistas autorizan a sus directores la distribución sobre las ganancias retenidas y los resultados operativos del año fiscal. No es posible identificar una política de dividendos estable; en algunos casos, el *payout* supera a la utilidad neta; en otros, un alto porcentaje de retención de utilidades, relacionado a la implementación de la planta Piura y otras inversiones. En esta perspectiva, el promedio del *payout ratio*, desde el 2010, es de 72%.

Gráfico 5. Dividendos pagados 2010-2016 (en millones de soles)



Fuente: Elaboración propia, 2016.

6. Financiamiento

En el 2013, la empresa inició la construcción y operación de la planta Piura, la cual fue financiada con la emisión de bonos *bullet* por US\$ 300 millones a tasa anual cupón de 4,5% y fecha de pago al 2023 (*Form 20-F*, 2015). Esta emisión sirvió también para financiar el pago anticipado de deudas al BBVA Banco Continental y se dio en un buen contexto para el Perú,

con muchos inversionistas interesados, tasas bajas y un tipo de cambio favorable. En el 2014 y 2015, cuando las condiciones del mercado cambiario empezaron a revertirse, la empresa generó acuerdos de *Cross Currency Swap* para cubrir el riesgo del tipo de cambio al vencimiento (2023) sobre toda la deuda en dólares, el costo es 2,7% del valor nominal de deuda, que cubre el monto principal de la deuda mas no los cupones semestrales.

7. Gobierno corporativo

Cuenta con cuatro comités: Ejecutivo, Auditoría, Buenas Prácticas en Libre Competencia y de Buen Gobierno Corporativo. La empresa pertenece al índice de mejores prácticas de gobierno corporativo de Bolsa de Lima - IGBC (ver anexo 7).

8. Responsabilidad social

Según la web oficial de Pacasmayo (2016), la relación con grupos de interés es con tres tipos de programas: responsabilidad social, seguridad y buenas prácticas competitivas (ver anexo 8).

9. Proyectos Fosfatos del Pacífico y Salmueras Sudamericanas

La caída de precios del fosfato genera incertidumbre sobre futuras decisiones como recibir a nuevos inversionistas para desarrollar este proyecto o vender toda la operación. Salmueras Sudamericanas aún se encuentra en fase de exploración, no hay información disponible sobre su situación financiera. Ambos proyectos no serán parte de esta valorización.

Capítulo III. Situación y perspectivas nacionales y del mercado cementero

1. El mercado de cemento peruano

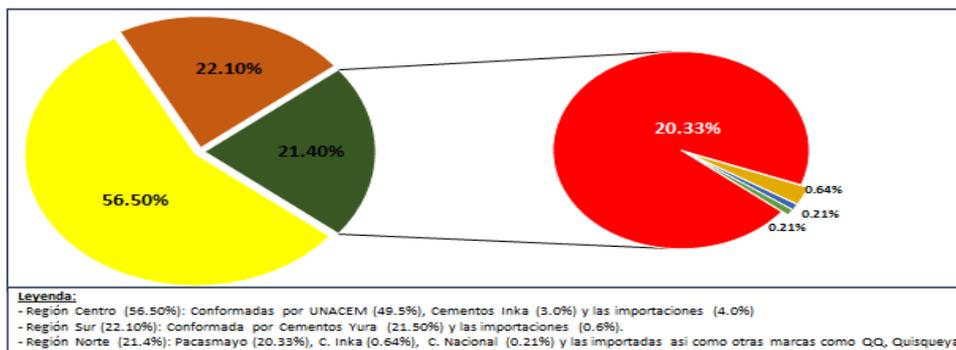
El cemento se vende en bolsas de 42,5 Kg y a granel. Los años 2015 y 2016 son de decrecimiento, según la Asociación de Empresas Cementeras (Asocem 2017), debido a una menor producción, despacho nacional y despacho total (incluye el despacho nacional más exportaciones) (ver anexo 9).

2. Mercado cementero peruano y región norte

El mercado cementero peruano está comprendido por tres regiones: norte, centro y sur. La región central tiene la mayor participación con un 56,50%, seguida por la región sur con 22,10% y la región norte con 21,40% del total.

En esta competencia, las tres empresas que tienen el 92% del mercado total son: Unacem, Pacasmayo y Yura. Otras compañías que figuran con una participación menor (aproximadamente 8% del mercado) son: Cementos Inka, Nacional, QQ, importadores e informales (ver anexo 10).

Gráfico 6. Mercado cementero Perú y región norte



Fuente: F-20, 2015. Elaboración propia.

Gráfico 7. Competidores cementeros

	Unacem	Tiene la mayor capacidad instalada y producción, con el 49,3% de participación de mercado en 2015. Cuenta con una red de distribuidores y tiendas Progre-Sol y Hantusol. Sus productos son: Cemento Andino, Sol, Apu y Duravia.
	Yura	Tiene una red de tiendas AConstruir. Tuvo un 22,1% de participación de mercado en 2015 (región sur). Sus productos son: Cementos Yura, salitre, cemento con Estucoflex.
	Cementos Inka	Cuya participación es del 3,2% a nivel nacional, de los cuales el 2,99% se encuentra en Lima y el 0,21% en la región norte.
	Otras empresas	Cemex Perú (Quisqueya) e importadoras representan casi el 4,7%, Cementos QQ, Cementos Nacional y otros negocios artesanales representan el 1% del total nacional.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

3. El cemento, otros productos y servicios

Se produce el cemento Portland (Tipo V, Tipo I, Extra durable, Extraforte y Anti Salitre MS). Otros materiales: concreto premezclado, mortero, cal viva, prefabricados de concreto, ladrillos de diatomita y agregados como piedra chancada (ver anexo 11). La cal se vende para construcción, pesca, minería y agricultura por sus diversas propiedades.

4. Entorno económico

4.1. Factores de influencia en Perú

Gráfico 8. Factores de influencia

	Inversiones públicas y privadas	Según la Asociación de Fomento para Infraestructura Nacional (AFIN, 2016), en el Norte, para los próximos 5 años, se tendrán cerca de US\$ 23.000 millones en inversiones, cerca del 40% deben ser destrabados para su ejecución.
	Inflación	El rango meta del BCRP es entre 1 a 3%, se estiman para el 2017 y 2018 la inflación se encuentre entre 2,5% a 3,0%.
	Entorno ambiental	La Ley General del Ambiente regula el cumplimiento de normas, se debe considerar el Plan de Estándares de Calidad Ambiental y límites máximos permisibles.

	Entorno climatológico	La presencia del fenómeno de El Niño con aumento de lluvias y huaicos ocasiona pérdidas en sectores de agricultura, ganadería, pesca y construcción.
	Corrupción	La incertidumbre en el sector construcción desalienta los proyectos ya aprobados. Esto arrastra funcionarios públicos y hace que la situación del sector sea complicada.
	Social	En caso de que los trabajadores no estén de acuerdo con la gerencia y exista el riesgo de huelgas, sería muy costoso volver a encender los hornos y activar la producción.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

4.2. Producto Bruto Interno

En 2016, el PBI Perú creció 3,9% por sectores primarios (+9,7%), minería (+23,5%) por la producción de cobre (Las Bambas y Cerro Verde), el sector no primario tuvo caídas: construcción por la reducción en inversión pública y privada, manufactura (-1,63%) y en pesca (-10,09%). Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (2016), el 2017 y 2018 se proyectan crecimientos de 4,2%. En el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2017-2019 del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), las proyecciones son de 4,3% para el 2017 y 4% en adelante. En esta valorización se toma el proyectado del Banco de Crédito del Perú de 3% en el 2017 y 4% en adelante.

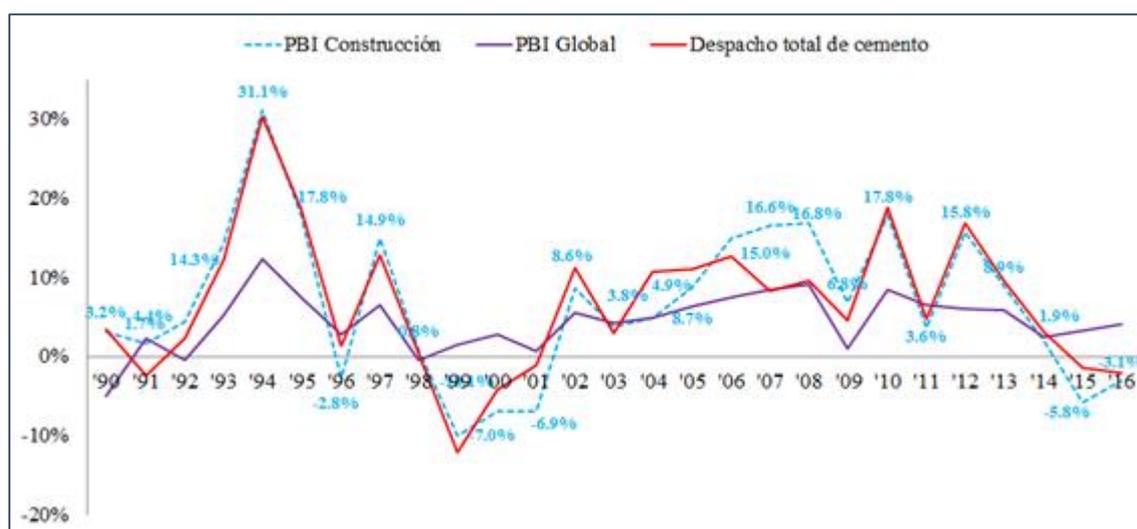
4.3. Perspectivas del sector construcción para el 2017

Según el BCRP, la construcción tuvo dos años de caídas: -3,15% en 2016 y -5,9% en 2015. En diciembre de 2016, las obras físicas registraron -3,7% y el consumo de cemento fue -4,8%, La estimación de crecimiento para el 2017 es cercana al 4%; llegar a este valor implica destrabar los grandes proyectos promovidos como APP en el norte. Según Pro-Inversión, existen proyectos en fase de inicio, ejecución y potenciales en sectores como minería, electricidad, transporte, agricultura, energía y telecomunicaciones hasta el 2021 por un total cercano a los US\$ 14.500 millones, también hay un grupo de los mismos por casi US\$ 9.000 paralizados que deben ser destrabados por parte de los gobiernos regionales y el Ejecutivo.

La demanda de cemento proviene de dos segmentos que son el sector autoconstrucción e inversiones públicas y privadas. El mercado se encuentra segmentado por la ubicación

geográfica, esta demanda varía para cada planta y se adecúa de acuerdo a las necesidades del sector *retail* (consumidor) y de obras de infraestructura (público y privado). Esta demanda también está relacionada con el crecimiento del PBI global y PBI construcción y de acuerdo al tipo de actividad que se realice en la zona. En cuanto al despacho de cemento, este ha ido de acuerdo al crecimiento del PBI construcción y los despachos de cemento.

Gráfico 9. Evolución del PBI global, PBI construcción y despacho total de cemento



Fuente: INEI, Elaboración propia, 2016.

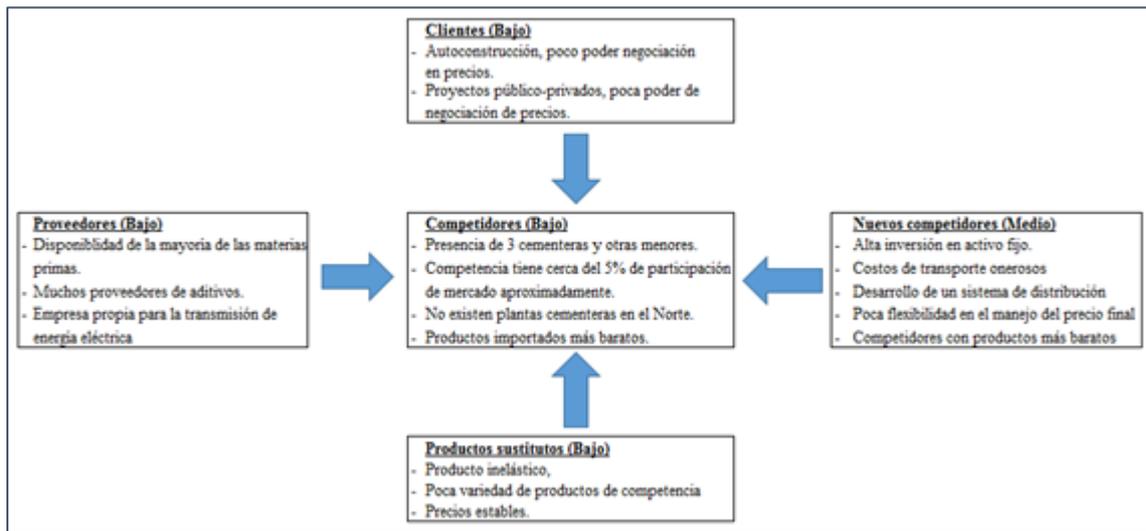
4.4. Impuesto a la renta y participación de utilidades

Por medio del Decreto Legislativo N° 1258, se modifica el impuesto a la renta de tercera categoría, desde 2017 a 29,5%. Además, la participación de utilidades obligatoria a trabajadores es de 10%.

5. Análisis de Porter

A continuación, se presenta el resumen del análisis de Porter (ver anexo 12).

Gráfico 10. Análisis de Porter



Fuente: Elaboración propia, 2017.

6. Análisis FODA

Tabla 1. Matriz FODA de Cementos Pacasmayo

<p>Fortalezas:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Liderazgo región norte (95%) ➤ Alta capacidad de producción ➤ Disponibilidad de insumos propios ➤ Personal altamente capacitado ➤ Altos estándares de gestión de calidad ➤ Buena cobertura en canales de distribución ➤ Consistente relación con <i>stakeholders</i> ➤ Listar en la NYSE genera alto prestigio ➤ Marca reconocida por el mercado 	<p>Oportunidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Potencial crecimiento por brechas de infraestructura ➤ Reactivación de proyectos públicos y privados (APP) ➤ Poca competencia en la región norte ➤ Dificultad para que competidores produzcan ➤ Proveedores y clientes con bajo poder de negociación ➤ Sector apoyado por las comunidades ➤ Posibilidad de acceder a nuevos mercados ➤ Pocos productos sustitutos
<p>Debilidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Alta rotación de operarios calificados ➤ Altos costos de mantenimiento ➤ Alta concentración en zona norte ➤ Altos costos administrativos ➤ Política de dividendos discrecional 	<p>Amenazas:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Alta relación con el desempeño del país ➤ Contexto externo influye en economía doméstica ➤ Corrupción desalienta la inversión en Perú ➤ Ingreso de competidores con productos importados ➤ Cambios impositivos y legales ➤ Cambios en los precios de materias prima

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Se realizó el análisis de las estrategias que permitieron determinar cómo es que Pacasmayo utiliza las fortalezas y minimiza las debilidades para aprovechar las oportunidades (F-O/D-O) y enfrentar las amenazas (F-A/D-A).

Tabla 2. F-O

Estrategia 1: Aprovecha la ventaja productiva para incentivar y promover trabajos en conjunto con los gobiernos regionales y sectores privados para reducir las brechas de infraestructura.
Estrategia 2: Explora nuevos mercados para colocar los productos de Pacasmayo como Ecuador y Colombia, aprovechando los tratados existentes donde los productos nacionales pueden ingresar libremente.
Estrategia 3: Aprovecha las brechas de infraestructura buscando acuerdos con el Gobierno central desarrollando programas como obras por impuestos, programas de vivienda, entre otros.
Estrategia 4: Desarrolla programas en la comunidad para especializar y generar convenios con los maestros constructores, enseñándoles las ventajas de utilizar cemento en lugar de los productos sustitutos.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 3. D-O

Estrategia 5: Busca nuevos mercados con características similares a las de Pacasmayo.
Estrategia 6: Aprovecha el poder de negociación que tiene con los proveedores para reducir costos de mantenimiento haciendo contratos o planes programados de servicio.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 4. F-A

Estrategia 7: Crea soluciones constructivas a los clientes, con productos y servicios que vayan alineados a satisfacer sus necesidades.
Estrategia 8: Innova con alternativas de recursos que generen valor agregado. Por ejemplo: El cambio en la utilización de caliza como insumo principal y reemplazarlo con las conchuelas.
Estrategia 9: Aprovecha su posición de liderazgo y control de la cadena de suministro de cemento para combatir contra empresas cementeras informales e importadoras.
Estrategia 10: Explora nuevos mercados, países, oportunidades de compra o adquisiciones respaldándose en su experiencia en el rubro para afrontar el contexto externo lo mejor posible.
Estrategia 11: Analiza y evalúa los antecedentes de sus clientes previniendo posibles casos de corrupción cuidando el riesgo reputacional que dañe la imagen de Pacasmayo.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 5. D-A

Estrategia 12: Retiene el mejor talento en la empresa y evita que vaya a la competencia, también se reduce el costo por capacitación a los nuevos empleados.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

7. Análisis de estrategias

A pesar de que el crecimiento de Pacasmayo ha estado ligado al desarrollo de la economía

peruana, el crecimiento promedio anual de la empresa en los últimos 6 años (2009-2015) ha sido cerca de 6,4%. Este alto porcentaje ha venido acompañado de un control estricto en los costos de producción, dando como resultado márgenes en la utilidad neto desde 6,6% hasta 17,2% entre los años 2011 y 2015. No se planea realizar fuertes inversiones en el mediano plazo porque cuenta con una capacidad instalada suficiente que le permitirá atender los siguientes 8 años.

La empresa está enfocada en su *core business*, que es vender cemento de forma directa o a través de soluciones constructivas. Se busca generar una relación más cercana con el consumidor final, prueba de ello son los aportes al desarrollo de programas que la empresa ejecuta en coordinación de colegios, hospitales, talleres, entre otros. Con respecto a la estrategia comercial, se desarrollan nuevas variedades en productos y servicios para mantener la participación de mercado en la zona norteña, esto ha servido para restar margen de acción a posibles nuevos competidores, por ejemplo, en el 2015 ingresó un competidor con un producto de menor calidad y precio, Pacasmayo perdió *market share* y desarrolló Cemento Mochica para competir en precio, como resultado recuperó el porcentaje perdido e incluso ganó territorio de la competencia, siempre manteniendo la calidad.

La fortaleza de contar con toda la cadena de producción genera una integración vertical, con diferentes niveles de jerarquía con funciones distintas que permiten economías de escala y sinergias entre las áreas involucradas, gracias a ello se ha logrado más eficiencia operativa y control de costos de producción.

La estrategia financiera se basa en tener saludables ratios financieros como liquidez (Ratio corriente, 3,1x), financiamiento (Deuda Neta/EBITDA, 2,6x), solvencia y adecuado control de riesgos financieros, estos hacen que se tengan incluso mejores valores que otras empresas del sector cementero.

Los *covenants* de los bonos exigen las siguientes condiciones:

- Coeficiente de cobertura a tasa fija de los últimos cuatro trimestres de 2.5 a 1.
- El ratio Deuda Consolidada/EBITDA no debe ser más de 3.5 a 1.

La compañía a la fecha no ha presentado problemas y los acuerdos se han venido cumpliendo.

Capítulo IV. Análisis financiero

1. Ingresos

La tasa anual de crecimiento de ventas de los últimos 5 años, alineada al crecimiento del sector y a la economía fue de 5% aproximadamente; sin embargo, en 2015 y 2016 hubo un menor crecimiento. Los ingresos de Cementos Pacasmayo se encuentran segmentados, como se muestra en la siguiente tabla.

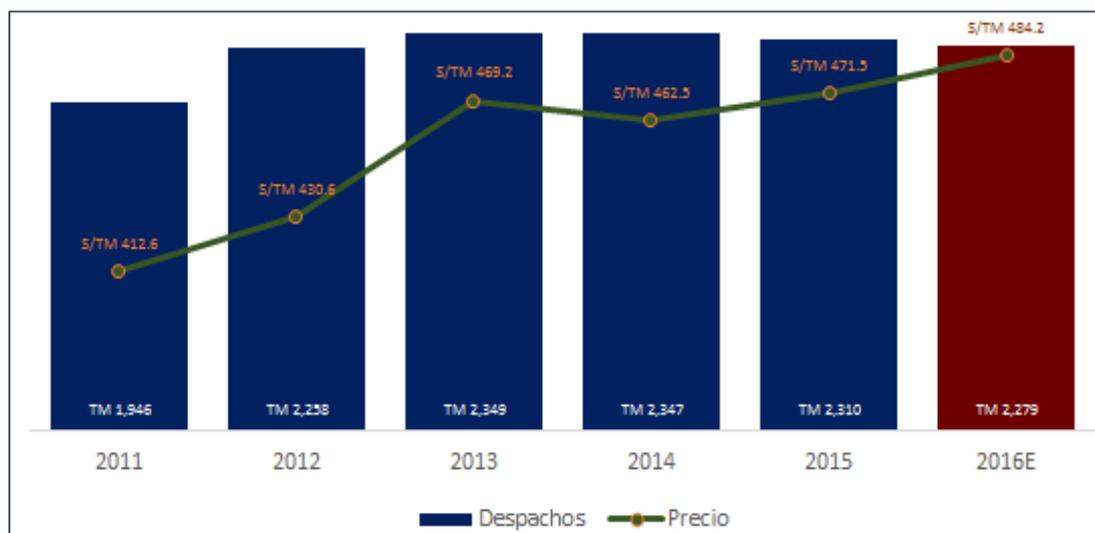
Tabla 6. Ingresos por segmento

(en miles de S/)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Cemento, bloque y concreto	803,000	972,241	1,102,079	1,085,400	1,089,200	1,103,405
Cal	45,900	52,738	31,851	61,000	64,100	75,064
Materiales de construcción	143,300	143,165	103,293	95,400	75,600	59,921
Otros	2,770	1,664	2,465	779	2,115	3,823
Total	994,970	1,169,808	1,239,688	1,242,579	1,231,015	1,242,213

Fuente: Elaboración propia, 2016.

La cantidad de cemento despachado del 2011 al 2016 muestra un crecimiento promedio de 3,4%. Sin embargo, en los 2 últimos años este se desaceleró siguiendo la tendencia del sector construcción. Por otro lado, el precio por TM de cemento en Pacasmayo mantuvo un ligero crecimiento promedio de 3,3%.

Gráfico 11. Evolución de cantidad (miles TM) y precio (soles por TM)



Fuente: Elaboración propia, 2017.

2. Margen bruto

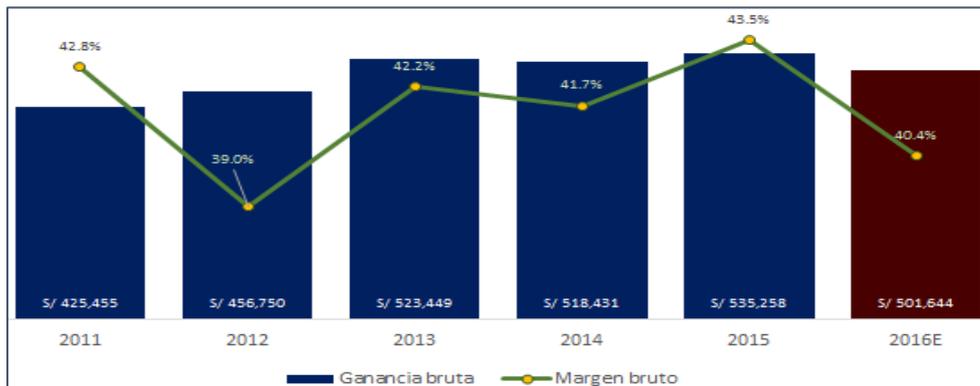
El costo de ventas se encuentra compuesto principalmente por clinker, arcilla, entre otros aditivos que determinan sus características especiales. El clinker se importaba en los últimos años, este costo se ha venido reduciendo en los últimos trimestres del 2016 debido a la puesta en marcha de su planta en Piura (ver anexo 13).

Tabla 7. Margen bruto

(en miles de soles)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Ingresos	994,970	1,169,808	1,239,688	1,242,579	1,231,015	1,242,213
Costo de ventas	-569,515	-713,058	-716,239	-724,148	-695,757	-740,569
Ganancia bruta	425,455	456,750	523,449	518,431	535,258	501,644

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Gráfico 12. Evolución del margen bruto (miles de soles)



Fuente: Bloomberg, 2017. Elaboración propia.

En todos los años, parte de la producción ha requerido del clinker importado. Sin embargo, en el primer trimestre del 2016 solo se usó clinker importado en toda la producción del periodo de prueba de la nueva planta Piura, con lo que se incrementaron los costos reduciendo el margen bruto.

3. Principales ratios financieros

3.1. Ratios de liquidez

La empresa ha mantenido ratios que confirmarían que tiene suficiente liquidez para afrontar su deuda corriente, lo cual le deja un margen suficiente para poder obtener nuevos compromisos.

Tabla 8. Ratios de liquidez

Ratio	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (E)
Ratio efectivo	1.2	2.6	6.2	2.9	0.8	0.5
Ratio corriente	2.1	4.7	9.0	5.2	3.1	3.2
Prueba ácida	1.3	2.9	6.6	3.2	1.2	1.0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

3.2. Ratios de rentabilidad

Año a año ha ido mejorando su rentabilidad sobre patrimonio. A través del análisis Dupont se confirma que ello se debe, principalmente, a que ha mejorado sustancialmente su eficiencia

operativa manteniendo los mismos activos y sin cambios significativos en el financiamiento.

Tabla 9. Ratios de retorno

Ratio	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (E)
Retorno sobre activos (ROA)	8.3%	6.5%	4.9%	5.8%	6.2%	3.5%
Retorno sobre patrimonio (ROE)	15.0%	8.2%	7.6%	9.1%	10.3%	5.8%
Eficiencia operativa (Utilidad/Ventas)	16.2%	13.3%	12.3%	15.2%	17.2%	9.3%
Eficiencia en activos (Ventas/Activos)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Apalancamiento financiero (Activo/Patrimonio)	1.8	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7

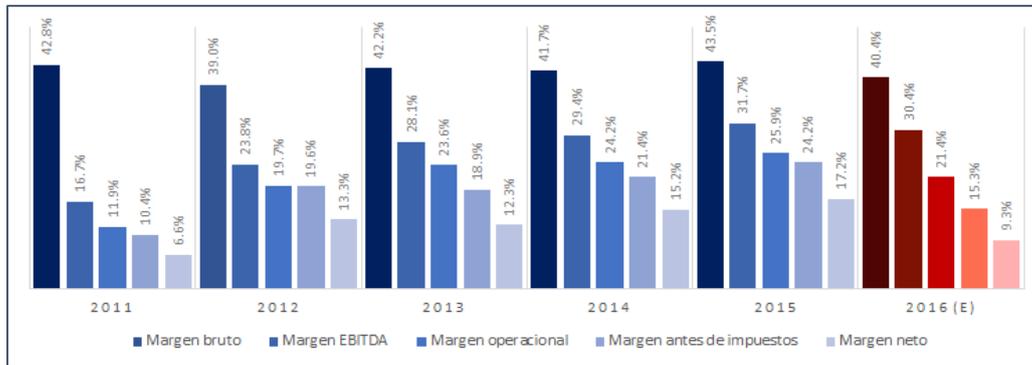
Fuente: Elaboración propia, 2017.

Tabla 10. Márgenes

Márgenes	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (E)
Margen bruto	42.8%	39.0%	42.2%	41.7%	43.5%	40.4%
Margen EBITDA	16.7%	23.8%	28.1%	29.4%	29.4%	30.4%
Margen operacional	11.9%	19.7%	23.6%	24.2%	25.9%	21.4%
Margen antes de impuestos	10.4%	19.6%	18.9%	21.4%	24.2%	15.3%
Margen neto	6.6%	13.3%	12.3%	15.2%	17.2%	9.3%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Gráfico 13. Evolución de márgenes



Fuente: Elaboración propia, 2017.

3.3. Ratios de solvencia

La empresa muestra signos estables de solvencia financiera, ya que en caso de que se liquidara, tendría la capacidad para afrontar sus obligaciones a corto y largo plazo.

Gráfico 14. Ratios de solvencia



Fuente: Elaboración propia, 2017.

En el 2012, se emitieron acciones que generaron un incremento en el patrimonio y con ello una mejora en el ratio de solvencia por su bajo endeudamiento. A partir del 2013, con la emisión de los bonos, se disminuyó este ratio llevándolo a valores estándares del mercado; en adelante no ha habido cambios importantes en este ratio.

Capítulo V. Valorización de Cementos Pacasmayo

1. Métodos de valorización

Los métodos de valorización utilizados fueron los siguientes: método del flujo de caja descontado a la firma (FCFF) y el método de múltiplos de empresas comparables.

2. Valor contable de la empresa

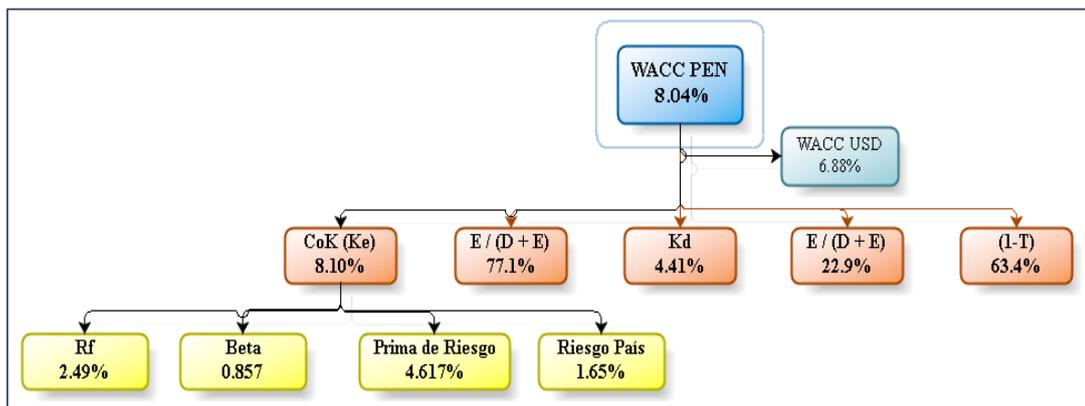
El valor nominal por acción es de S/ 1,00. El valor patrimonial contable estimado al cierre del 2016 es de S/ 1.984 millones. El patrimonio cuenta con resultados no distribuidos y otras reservas.

3. Método del flujo de caja descontado

3.1. Costo promedio ponderado de capital (WACC)

Indica el costo de oportunidad o rendimiento que se busca alcanzar por las inversiones hechas. El WACC en soles obtenido fue de 8,04% (ver detalles de componentes en el anexo 14).

Gráfico 15. Descomposición del WACC



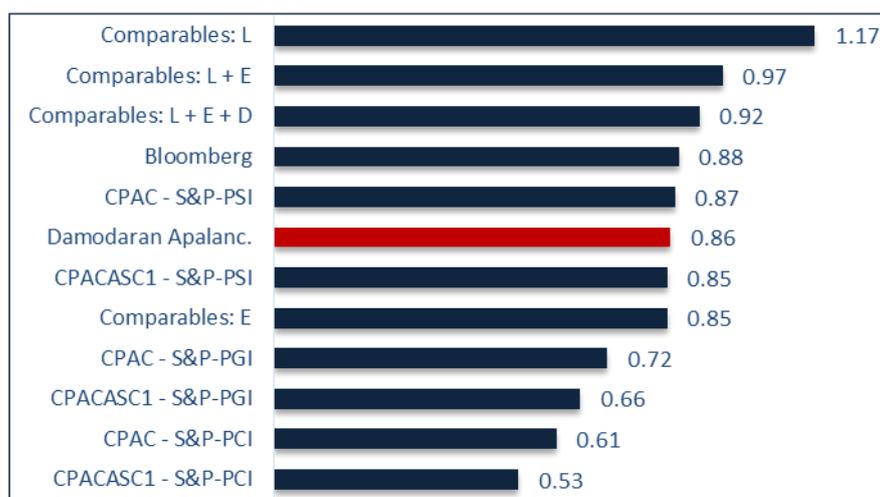
Fuente: Elaboración propia, 2017.

3.1.1. Componentes del CAPM

Para el cálculo del costo de oportunidad del accionista, se utilizó la metodología del CAPM. Se estima el beta apalancado considerando el D/E de Pacasmayo tomando como base el beta desapalancado de empresas comparables de regiones emergentes (Damodarán 2017).

Para comparar este resultado se realizaron distintos métodos de estimación de betas, usando índices calculados a partir de empresas con características, modelo de negocio y riesgo operativo muy similares a Pacasmayo en regiones emergentes (E), latinas (L), desarrolladas (D) o la combinación de ellas. También se estimaron betas comparando las cotizaciones de la empresa en la NYSE (CPAC) con los índices del S&P *Peru Construction Index* (PCI), *Peru General Index* (PGI) y *Peru Select Index* (PSI) y cotizaciones en la BVL (CPACASC1) con los mismos índices. Como se puede ver en el gráfico, el resultado obtenido con Damodarán se encuentra dentro del rango de todas las demás estimaciones (ver detalles en el anexo 14).

Gráfico 16. Comparación de betas



Fuente: Elaboración propia, 2017.

3.2. Principales supuestos

Los supuestos que se utilizaron para la valorización se muestran en la tabla 11.

Tabla 11. Supuestos

Periodo de Proyección	10 años en moneda nacional (soles)
Reservas	La compañía cuenta con reservas de calizas para la producción de cemento mayor a 100 años, por lo que se considera un crecimiento perpetuo, desde el 2026 en adelante.
Cantidad de despachos futuros	La cantidad de despachos de cemento esperados fue calculada así: (ver anexo 15): 1. Se determinó un coeficiente de regresión entre el PBI Nacional y el PBI construcción, tomando la ventana de tiempo desde 1998 al 2016. 2. Con el coeficiente de regresión calculado y la proyección del PBI nacional publicada por el BCRP, se determinó el crecimiento del PBI construcción esperado hasta el 2026. 3. Se determinó un coeficiente de regresión entre el PBI construcción y las cantidades despachadas esperadas de Cementos Pacasmayo. 4. Con este coeficiente de regresión y el crecimiento de PBI construcción determinado en el punto 2, se hallaron las ventas esperadas de Cemento Pacasmayo al 2026.
Ventas	La proyección en ventas fue calculada considerando el precio esperado del cemento por la cantidad despachada de cemento esperada hasta el año 2026.
Crecimiento (g)	Se considera que el crecimiento perpetuo del 2027 en adelante será de 3,12%, calculado como el ROE proyectado por el ratio de reinversión. El ratio de re-inversión fue calculado por 1 menos el <i>payout ratio</i> , de los últimos 7 años (ver anexo 16).
Precio futuro	El crecimiento en el precio de cemento futuro fue determinado en función al promedio del crecimiento de precios históricos mensuales del cemento a nivel nacional desde enero de 1999 a diciembre de 2013, publicado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).
Inversiones (CAPEX)	Hasta el 2023, se asume que no habrá mayores inversiones debido a que la capacidad instalada es mayor a la demanda esperada, luego del 2023 se asume mayor inversión. Por tanto, las inversiones se determinan tomando en cuenta dos momentos (ver anexo 16): 1. Del 2017 al 2023 (año en la que la demanda esperada alcanza la capacidad máxima actual), se determina en función al ratio inversiones sobre cantidad de cemento despachado de los últimos 8 años excluyendo la inversión de la nueva planta en Piura e inversiones en nuevos proyectos. 2. Del 2023 en adelante se determina en función al ratio inversiones sobre cantidad de cemento despachado de los últimos 8 años incluyendo inversiones en nueva planta y otros proyectos.
Gastos operativos	Los gastos operativos fueron proyectados con un incremento anual por la inflación esperada con excepción de la remuneración del directorio de US\$ 2 millones, la cual se mantuvo constante. Otros ingresos/gastos operativos son inusuales, se dan por venta de activos, inversiones, u otros, estos no se considerarán en la valorización.
Impuestos	Se considera el impuesto a la renta como una tasa de 29,5% de las utilidades antes de impuestos, se considera además una tasa de participación a los trabajadores de 10%. Con los datos mencionados se tiene una tasa efectiva de 36,55%.
Variación de capital de trabajo	Se determina el capital de trabajo en función al balance proyectado al 2016: - Las cuentas por cobrar futuras se determinan en función al promedio del ratio de las cuentas cobrar entre las ventas. - Las cuentas por pagar futuras se determinan en función al promedio del ratio de las cuentas por pagar entre los gastos operativos. - Los inventarios futuros se determinan en función al promedio del ratio de los inventarios entre el costo de ventas.
Endeudamiento	Consideramos que la empresa mantendrá su nivel de endeudamiento en el tiempo, si bien en el 2023 se tiene el vencimiento de sus bonos corporativos consideramos que la compañía se vuelve a endeudar con el sistema financiero por un monto similar al actual.
Re-inversión de utilidades	Consideramos que el ratio de reinversión se mantendrá estable en 27.50% calculado como el diferencial entre el 100% de utilidades menos el <i>payout</i> promedio de los últimos 7 años.

Fuente: Elaboración propia, 2017.

3.3.Resultados

El valor obtenido mediante el FCFF es de S/ 3.592.325.000. El valor fundamental de la acción presenta un *up-side* de 5,5%. Resultados por acción (ver anexo 17). El capital de trabajo en el 2017 se estima como valor positivo debido principalmente a la utilización de créditos tributarios (IGV) obtenidos hasta el 2016 por la construcción de la planta Piura.

Tabla 12. Flujo de caja proyectado para valorización

Flujo de Caja en miles de soles	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
(+) EBIT	259,677	312,800	348,495	389,606	428,694	469,416	510,524	556,844	605,484	656,691	
(+) Depreciación y amortización	120,000	123,854	127,874	132,064	136,434	140,989	145,736	157,007	168,753	180,993	
(-) CAPEX	-108,842	-115,630	-120,579	-125,726	-131,079	-136,646	-142,435	-338,110	-352,372	-367,205	
(-) Variación WC	107,837	-8,508	-7,028	-7,490	-7,636	-7,951	-8,222	-8,714	-9,090	-9,489	
(-) Taxes	-56,464	-72,687	-83,412	-95,747	-107,511	-119,782	-132,193	-146,168	-160,225	-175,064	
Flujo de caja a la firma	322,208	239,830	265,350	292,708	318,902	346,025	373,409	220,859	252,550	285,927	5,988,731
WACC	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%
Valor de la Perpetuidad (g)									g=		3.12%
Flujos descontados	298,235	205,470	210,420	214,845	216,655	217,592	217,342	118,986	125,936	131,972	2,558,483

Fuente: Elaboración propia, 2017

Tabla 13. Valor patrimonial de Pacasmayo y subsidiarias

Valor Patrimonial (miles de PEN)		
FCFF	4,515,936	100.0%
FCFF de valor perpetuo	2,558,483	56.7%
FCFF de periodo de proyección	1,957,452	43.3%
Deuda	-1,011,401	
Caja	87,790	
Valor de la empresa	3,592,325	

Fuente: Elaboración propia, 2017.

4. Valorización a través de múltiplos de empresas comparables

En base a la lista de empresas del sector de suministros para la construcción de Damodarán (Damodarán, 2017), seleccionamos a aquellas con similares actividades de negocio y riesgo operativo relacionado a procesos, productos, disponibilidad de recursos, clientes, proveedores, tecnología y sistemas (información expuesta por cada empresa) y con similares características en el ámbito de mercado y gobierno en el que se desempeñan. A ellas, se calculó la mediana de los múltiplos: P/E y EV/EBITDA (ver anexo 18). El promedio de ambos ratios da un resultado de S/ 6,66, que significa un *up-side* de 5,69%.

Tabla 14. P/E Ratio Cementos Pacasmayo

Ratio Múltiplo Comparable	Mediana (P/E)	UPA CPSAA	Precio de acción USD	TipoCambio (30Dic16)	Cotización al (30Dic16)	Valor Fundamental	Potencial de Apreciación
Price to Earnings (P/E)	17.46	0.11	1.98	3.36	6.30	6.63	5.29%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Tabla 15. EV/EBITDA Cementos Pacasmayo

Ratio Múltiplo Comparable	Mediana EV/EBITDA	EBITDA CPSAA (USD millions)	EV CPSAA (USD millions)	Deuda (USD millions)	Cash (USD millions)	Interes Minoritario	Market Cap (USD millions)	TipoCambio (30Dic16)	Market Cap EV/EBITDA (PEN millones)
Enterprise Value / EBITDA	11.48	118.14	1,356.24	298.04	51.50	33.23	1,076.47	3.36	3,612.62

Tipo de acción	Cotización (30Dic16)	Total Market Cap (30Dic16)	Market Cap EV/EBITDA (PEN millones)	Precio Unitario		
				Cotización al (30Dic16)	Valor Fundamental	Potencial de Apreciación
Común	6.30	3,348.21	3,552.28	6.30	6.68	6.10%
Inversión	4.30	56.87	60.34	4.30	4.56	6.10%
		3,405.08	3,612.62			

Fuente: Elaboración propia, 2017

Tabla 16. Comparación resultado de ratios

Comparación de Ratios	Precio acción	Potencial de Apreciación
Price to Earnings	6.63	5.29%
EV/EBITDA	6.68	6.10%
Promedio de ratios	6.66	5.69%

Fuente: Elaboración propia, 2017

5. Valorizaciones del mercado

Las evaluaciones de los analistas de mercado coinciden en la decisión de mantener/comprar la acción al 31 de diciembre de 2016. A continuación, el resultado de valorizaciones de analistas que siguen a Pacasmayo.

Tabla 17. Valorización de mercado

Empresa	Analista	Recomendación	Prec. Obj.	Fecha
Itau BBA Securities	Daniel Sasson	Comprar	5.95	14/03/2016
BBVA	Miguel Leiva	Mantener	6.08	04/11/2016
Inteligo SAB	Lizbeth Walqui Pantigoso	Mantener	6.45	26/10/2016
Larrain Vial Corredores de Bolsa	Luis Alfredo Ramos Osorio	Mantener	6.64	18/08/2016
Kallpa Securities SAB	Marco Contreras	Comprar	6.74	12/12/2016
Scotia Capital	Francisco Suarez Savin	Comprar	6.84	24/10/2016
Credicorp Capital	Jasmine Helme	Comprar	8.53	15/12/2016
Promedio de Analistas			6.75	

Fuente: Bloomberg, 2016. Elaboración propia.

6. Análisis de sensibilidad

El valor fundamental determinado según el método de flujos de caja descontado para la acción común es S/ 6,65, las variables relevantes para determinarlo son la tasa de descuento (WACC) y el crecimiento país con el PBI, el beta y la tasa de crecimiento perpetuo del 2023 hacia delante (3,12%), las cuales se sensibilizaron (ver otras sensibilidades en anexo 19).

Tabla 18. Sensibilidad del VF al PBI nacional futuro y al WACC

PBI/WACC	WACC					
	7.04%	7.54%	8.04%	8.54%	9.04%	
PBI	3.00%	6.01	5.65	5.34	5.04	4.78
	3.50%	6.74	6.33	5.96	5.63	5.32
	4.00%	7.54	7.07	6.65	6.26	5.92
	4.50%	8.43	7.88	7.40	6.96	6.56
	5.00%	9.41	8.78	8.22	7.72	7.27

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Tabla 19. Sensibilidad del VF al Beta y al riesgo país

Rp/Beta	Beta					
	0.66	0.72	0.86	0.92	0.97	
Riesgo País	1.55%	7.13	6.81	6.52	6.25	6.00
	1.60%	7.20	6.88	6.58	6.31	6.05
	1.65%	7.27	6.95	6.65	6.37	6.11
	1.60%	7.34	7.01	6.71	6.43	6.16
	1.55%	7.42	7.08	6.77	6.49	6.22

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Tabla 20. Sensibilidad del VF al WACC y al crecimiento de largo plazo (g)

WACC/g	Crecimiento perpetuo (g)					
	2.62%	2.87%	3.12%	3.37%	3.62%	
WACC	7.04%	7.89	8.25	8.66	9.13	9.66
	7.54%	6.95	7.23	7.54	7.89	8.28
	8.04%	6.19	6.41	6.65	6.91	7.21
	8.54%	5.55	5.73	5.92	6.12	6.35
	9.04%	5.02	5.16	5.31	5.48	5.66

Fuente: Elaboración propia, 2017.

6.1. Escenario de cero crecimiento (g = 0)

Debido a la alta sensibilidad del crecimiento perpetuo, se decidió elaborar un escenario en el cual la empresa, llegando a su capacidad máxima al 2023, decide no invertir en expansión e importar materias primas, sus flujos se estabilizarían sin crecimiento. Los resultados serían los siguientes:

Tabla 21. Resultados con crecimiento cero (g=0)

Tipo de acción	Cotización al 30.12.2016	Total Market Cap	Precio Unitario		Valorización	Potencial de Apreciación
			Market Cap	V. Fundamental		
Comunes	6.30	3,348,207	6.30	6.53	3,468,784.12	3.60%
Inversión	4.30	56,874	4.30	4.45	58,922.31	3.60%
		3,405,081			3,527,706	

Fuente: Elaboración propia, 2017.

El valor obtenido mediante este escenario es S/ 3.527.706.000. Y el valor fundamental de la acción sigue teniendo un *up-side* de 3,6%.

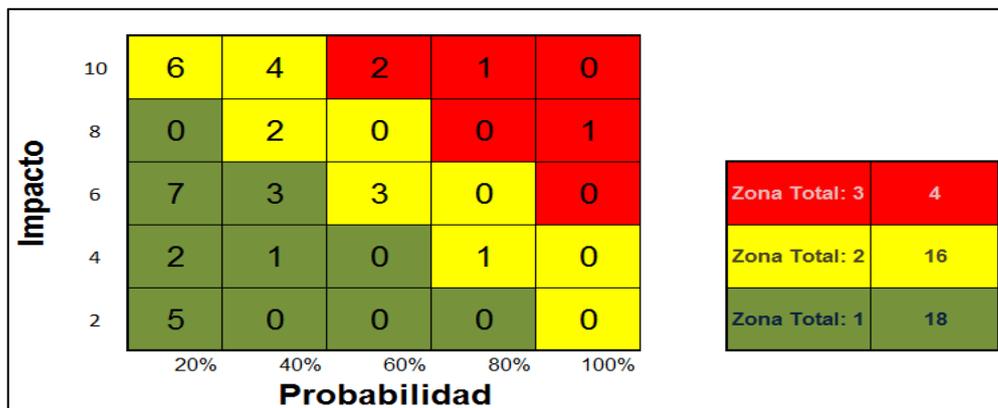
7. Gestión de riesgos

En 2013, se emitieron bonos internacionales para anticipar el pago de deudas y financiar la construcción de la nueva planta Piura. En 2014, ante la recuperación del dólar, la empresa decidió contratar *cross currency swaps* por el mismo valor de la deuda, el costo de esta cobertura es de 2,7% anual sobre los US\$ 300 millones y cubre solo el monto principal, no los cupones semestrales. Mayor detalle de los riesgos identificados en el anexo 20.

7.1. Matriz de riesgos

Se identificaron 38 riesgos a los que está expuesta la empresa, agrupados en 4 categorías (riesgo país, riesgo de negocio e industria, riesgos relacionados a proyectos no cementeros y riesgos de mercado y financieros). A estos riesgos se les asignó una probabilidad de ocurrencia (en escala de 0%-100%) y un impacto (en escala de 0 a 10) sobre la base de las lecturas de los estados financieros y publicaciones anteriores. A continuación se presentan los resultados del análisis:

Gráfico 17. Matriz de riesgos

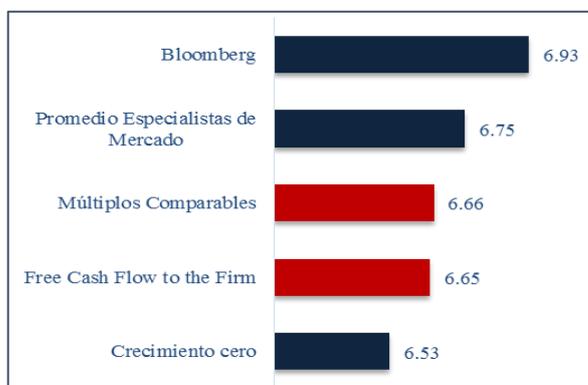


Fuente: F-20, 2015. Elaboración propia.

8. Comparación de resultados

Se realizó una comparación del precio de la acción obtenido mediante los métodos de flujos de caja descontado, múltiplos comparables, los valores de mercado y el escenario de crecimiento cero. Es posible apreciar que el valor de la acción es similar bajo todos los métodos.

Gráfico 18. Comparación de valorizaciones



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

- La empresa, líder en la región norte, muestra diversas fortalezas y la madurez necesaria para poder sustentar estabilidad en el crecimiento de sus ingresos.
- La empresa se encuentra en un mercado muy concentrado y su política de dividendos discrecional no permite predecir con facilidad el nivel de inversiones a futuro.
- El contexto nacional influye en los ingresos de la empresa.
- El sector presenta deterioro en los últimos años, pero muestra oportunidades de crecimiento por brechas de infraestructura y déficit de viviendas a nivel nacional.
- Mediante el FCFE, se obtuvo un valor patrimonial de S/ 3.592.325 (S/ 6,65 por acción común). WACC en soles de 8,04%. Esto significa un *up-side* de 5,5% de la acción.
- Mediante los múltiplos comparables, se obtuvo valor promedio entre los ratios P/E y EV/EBITDA de S/ 6,66 por acción. Esto significa un *up-side* de 5,7%.
- Las valorizaciones de analistas del mercado muestran resultados desde S/ 5,95 hasta S/ 8,53, con un promedio de S/ 6,75; es decir, un *up-side* de 7,14%.
- En un escenario de crecimiento cero ($g = 0$), el valor patrimonial sería de S/ 3.527.706 (S/ 6,53 por acción común). Esto significa un *up-side* de 3,6%.

2. Recomendaciones

- Mantener o comprar acciones de Pacasmayo.
- Invertir en nuevos mercados fuera del Perú para evitar la alta concentración en el norte.
- Establecer una política de dividendos menos discrecional, para generar mayor confianza.
- Para mantener su participación de mercado, la empresa debe ofrecer soluciones constructivas adelantándose a satisfacer la necesidad de la empresa.
- Se recomienda realizar una revisión de los gastos administrativos, ya que se encuentran por encima del mercado.

Bibliografía

Bolsa de Valores de Lima (2016). “Histórico de cotizaciones Cementos Pacasmayo S.A.A.”. Fecha de consulta: 07/08/2016. Disponible en: <http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones23950_Q1BBQ0FTQzE.html>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016a). “Plantas de Producción”. Disponible en: <<http://www.cementospacasmayo.com.pe/nosotros/plantas-de-produccion/>>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016b). “Proceso de Distribución”. Disponible en: <<http://www.cementospacasmayo.com.pe/esquema-de-distribucion/>>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016c). “Productos y Servicios”. Disponible en: <www.cementospacasmayo.com.pe/productos-y-servicios/cementos/>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016d). “Relación con grupos de interés (Programa de Responsabilidad Social, Seguridad y Salud Ocupacional y Buenas Prácticas Competitivas)”. Fecha de consulta: 15/03/2016. Disponible en: <<http://www.cementospacasmayo.com.pe/desarrollo-sostenible/relacion-con-grupos-de-interes/>>

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2016e). *Memoria anual 2015*. Lima: Superintendencia de Mercado y Valores. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780>.

Cementos Pacasmayo S.A.A. (2015). *Form 20-F*. Lima.

Cementos Pacasmayo S.A.A. y Ernst & Young (2016). *Estados Financieros y Dictamen (2011 al 2016)*. Lima: Superintendencia de Mercado y Valores. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C>

Cementos Yura S.A. (2016). *Memoria anual 2015*. Lima: Superintendencia de Mercado y Valores. Disponible en:

<http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780>.

Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S. y Troughton, George H. (2012). *Corporate finance: a practical approach*. Segunda edición. Hoboken, NJ: Wiley & Sons, CFA Institute.

Coloma, Evelyn (2015). “Después de Piura nuestro objetivo es modernizar más la planta de Pacasmayo”. Entrevista a Carlos Julio Pomarino. En: *Diario Gestión*. 19 de setiembre del 2015. <<http://gestion.pe/empresa/despues-piura-nuestro-objetivo-modernizar-mas-planta-pacasmayo-2143160>>.

Damodaran, Aswath (2016). *Damodaran online*. Disponible en: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Diario El Comercio (2016), Empresas con mejor gobierno corporativo. Fecha de consulta: 07/07/2016. Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/peru/estas-son-empresas-mejor-gobierno-corporativo-noticia-1915264/5>>.

J.P. Morgan (2012). Prospecto de oferta pública de ADSs de Cementos Pacasmayo S.A.A. Disponible en: <<http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=8007959>>.

Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (2016). “Construcción”. Información estadística del sector. Disponible en: <<http://www.vivienda.gob.pe/destacados/construccion.aspx>>.

Ochoa Fattorini, Vanessa (2015). “En julio arranca la planta de Piura y el reto a fin de año es operar al 70%”. Entrevista a Humberto Nadal. En: *Diario Gestión*. 4 de junio del 2015. <<http://gestion.pe/empresas/julio-arranca-planta-piura-y-reto-fin-ano-operar-al-70-2133850>>.

Pinto, Jerald, Henry, Elaine, Robinson, Thomas y Stowe, John (2010). *Equity Asset Valuation*. Segunda edición. Hoboken, NJ: Wiley & Sons, CFA Institute.

Sunat (2016). “Impuesto a la Renta”. Disponible en: <<http://www.sunat.gob.pe/legislacion/renta/>>.

S&P Down Jones Indices (2016a). “S&P/BVL Peru Select Index”. Fecha de consulta: 07/08/2016. Disponible en: <<http://www.espanol.spindices.com/indices/equity/sp-bvl-peru-select-index>>

S&P Down Jones Indices (2016b). “S&P/BVL Peru General Index (PEN)”. Fecha de consulta: 07/08/2016. Disponible en: <<http://www.espanol.spindices.com/indices/equity/sp-bvl-peru-general-index-pen>>.

Unión Andina de Cementos S.A.A. (2016). *Memoria anual 2015, proyección del consumo per cápita*. Lima: Superintendencia de Mercado y Valores. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias.aspx?data=A84BDAFE42EDA8080BA2A674CA2271896F175FB780>.

Anexos

Anexo 1. Timeline Cementos Pacasmayo

De acuerdo con el *Form 20-F* (2015) esta es la cronología de la empresa:

- Cementos Pacasmayo S.A.A. inició operaciones en 1949 por un grupo privado de inversionistas para cubrir las demandas de cemento en el norte del país.
- En 1957, comenzó operaciones con la instalación de la primera línea de clinker con capacidad de producción instalada de aproximadamente 110.000 TM por año.
- Entre los años 1966 y 1977, se aumentó una segunda y tercera línea de clinker respectivamente, el aumento de la capacidad instalada de producción de clinker llegando a ser de 830.000 toneladas métricas por año.
- En 1984, las operaciones mineras e industriales de Sudamérica del Grupo Hochschild se vendieron a la Anglo American Corporation de Sudáfrica, quien en el mismo mes vendió las operaciones peruanas al Grupo Hochschild, incluyendo Cementos Pacasmayo..
- En 1995, comienza el sistema de distribución para comercializar y distribuir sus productos en el norte. Ese mismo año se lista las acciones ordinarias en la Bolsa de Valores de Lima.
- En 1998, se adquiere a través del gobierno facilidades para la instalación de la planta en Rioja localizado al noreste del Perú. Esta empezaría a operar con una capacidad de clinker de 35,000 toneladas métricas anuales.
- En 2009, se creó la empresa Fosfatos del Pacífico para explotar los depósitos de roca fosfática de la concesión de Bayovar en el norte del Perú.
- En 2010, se llegó a una capacidad de 3,1 millones de TM de las plantas Pacasmayo y Rioja, se completó la construcción del horno Waelz para la producción de cal.
- En 2011, se creó Salmueras Sudamericanas junto a Quimpac (socio minoritario) con el objetivo de explotar las salmueras y producir componentes químicos para diferentes sectores económicos.
- En diciembre 2011 se vendió una participación minoritaria en Fosfatos del Pacífico, a una filial de Mitsubishi para desarrollar yacimiento de fosfatos en los campos de Bayovar.
- En 2013, se emitió bonos en el extranjero por US\$ 300 MM con una tasa de 4,5% con vencimiento al 2023. Una parte de estos ingresos se destinaron a la cancelación de los préstamos locales.
- En 2014, la compañía celebró contratos por US\$ 120 MM con coberturas de *swaps* y para enero del 2015 esta cantidad subió a US\$ 180 MM.
- En Setiembre del 2015, inicio operaciones la nueva planta Piura.

Anexo 2. Acerca del Grupo Pacasmayo

Según el portal web de Cementos Pacasmayo S.A.A. (2017):

Misión: “Empresa innovadora especializada en cemento, cal y materiales de construcción”.

Visión: “Estar ubicados dentro del 10% de empresas cementeras más rentables y comprometidas con el medio ambiente en América Latina”.

Compromiso: “Creación de valor mediante innovación, calidad, eficiencia operativa y el cuidado del medio ambiente”.

Valores: “Creatividad”, “Excelencia”, “Integridad”, “Responsabilidad” y “Trabajo en equipo”.

De acuerdo con el *Form 20-F* (2015) la empresa tiene la siguiente estructura:

- Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. (DINO), se encarga de la venta y distribución del cemento y derivados producidos en la planta Pacasmayo.
- Cementos Selva S.A., a cargo de producir y vender cal, cemento y derivados en la zona oriental del país. La distribución es exclusiva a través de DINO Selva Iquitos S.A.C.
- Calizas Norte S.A.C., extrae la piedra caliza de la cantera Acumulada Tembladera.
- Salmueras Sudamericanas, proyecto aún no en marcha que Cementos Pacasmayo armó en sociedad con Quimpac (25,1% acciones) para la extracción de minerales utilizados para la elaboración de componentes químicos como los fertilizantes.
- Fosfatos del Pacífico, proyecto en fase de prefactibilidad con participación estratégica de Mitsubishi, se dedicará a la explotación de los yacimientos de fosfatos en Bayóvar.
- E.T Guadalupe S.A.C. proporciona energía eléctrica a plantas Pacasmayo y Piura.

Anexo 3. Estructura accionaria y evolución

De acuerdo con el *Form 20-F* (2015) el capital social se encuentra formado por:

Tenencia de acciones

Tenencia	Acciones comunes		Acciones de inversión	
	Número de accionistas	Porcentaje de participación	Número de titulares	Porcentaje de participación
Menor al 1%	7.104	13,37%	400	9,47%
Entre 1% - 5%	7	18,38%	1	1,01%
Entre 5% -10%			2	15,71%
Mayor al 10%	2	68,25%	1	73,81%
Total	7.113	100,00%	404	100,00%

Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

Shareholders de Cementos Pacasmayo

Shareholders	Acciones comunes		Acciones de inversión	
	Número de acciones	%	Número de acciones	%
ASPI	265.789.617	50,01%	-	0,00%
CPSAA (<i>treasury shares</i>)	-	0,00%	37.276.580	73,81%
AFP Prima 2	24.173.310	4,55%	4.029.701	7,98%
AFP Prima 3	17.384.686	3,27%	3.904.644	7,73%
Directores y Empleados	1.223.188	0,23%	-	0,00%
ADR Program	96.891.740	18,23%	-	0,00%
Other	125.998.938	23,71%	5.292.199	10,48%
Total	531.461.479		50.503.124	

Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

Miembros del consejo directivo

Nombres	Cargo
Eduardo Hochschild Beeck	Presidente de la Junta
Roberto Dañino Zapata	Vicepresidente de la Junta
Rolando Arellano Cueva	Director
José Raimundo Morales Dasso	Director
Humberto Nadal DeI Carpio	Director, CFO
Hilda Ochoa-Brillembourg	Director
Felipe Ortiz de Zevallos Madueño	Director
Dionisio Romero Paoletti	Director
Robert Patrick Bredthauer	Director suplente
Manuel Bartolome Ferrevros Peña	Director suplente, CFO

Fuente: Form 20-F, 2015. Elaboración propia.

Evolución de la acción común de Pacasmayo (2013-2016)



Fuente: BVL, 2016. Elaboración propia.

Valor de mercado de las acciones al 31 de diciembre del 2016

	Nro acciones	Nro acc en circulación	Precio S/ Al 30Dic16	Valor de mercado
Acciones comunes	531,461,479	531,461,479	6.30	3,348,207.32
Acciones de inversión	50,503,124	13,226,544	4.30	56,874.14
Valor de mercado				3,405,081

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 4. Plantas de producción Cementos Pacasmayo

Capacidad instalada y producción de las plantas por año

(En miles de tm)	2011			2012			2013			2014			2015			2016		
	Cap	Prod	Uso en %															
Cemento	3,100	1,946	63%	3,100	2,253	73%	3,340	2,341	70%	3,340	2,350	70%	4,940	2,333	47%	4,940	2,279	46%
Pacasmayo	2,900	1,751	60%	2,900	2,053	71%	2,900	2,101	72%	2,900	2,054	71%	2,900	1,884	65%	2,900	1,189	41%
Rioja	200	195	98%	200	200	100%	440	240	55%	440	296	67%	440	288	65%	440	275	62%
Piura	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%	1,600	161	10%	1,600	815	51%
Clinker	1,500	1,315	88%	1,700	1,368	80%	1,780	1,385	78%	1,780	1,242	70%	2,780	1,202	43%	2,780	1,715	62%
Pacasmayo	1,300	1,160	89%	1,500	1,209	81%	1,500	1,189	79%	1,500	1,014	68%	1,500	967	64%	1,500	952	63%
Rioja	200	155	78%	200	159	80%	280	196	70%	280	228	81%	280	235	84%	280	192	69%
Piura	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%	-	-	0%	1,000	-	0%	1,000	571	57%
Cal	240	90	38%	240	101	42%	240	67	28%	240	101	42%	240	98	41%	240	171	71%
Pacasmayo	240	90	38%	240	101	42%	240	67	28%	240	101	42%	240	98	41%	240	171	71%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

En 2015, importó 415.512 TM de clinker, que representó al 18% del costo de producción de cemento, generando costos adicionales con impacto en la utilidad neta.

Cuenta con 3 plantas para cemento, 8 para prefabricados de cemento, 7 para cemento premezclado, 1 de cal, ladrillo y 3 de agregados.

Plantas cementeras

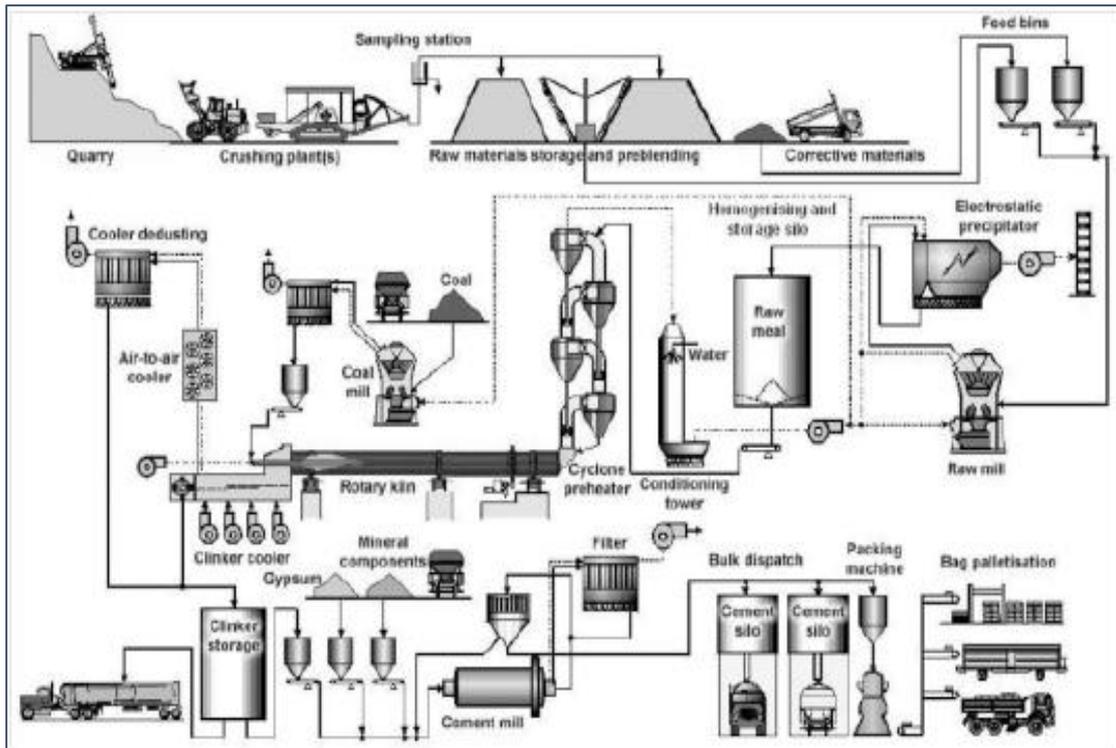


Fuente: Cementos Pacasmayo web oficial, 2016.

La construcción de la nueva planta en Piura aumenta la producción anual en 1,6 millones de TM, acorde a expectativas de incremento del consumo en la zona norte del Perú y para reducir la importación de clinker, con ello se generó costos de capital para la ampliación, construcción de la nueva planta.

Anexo 5. Proceso de producción y distribución

Proceso de producción del cemento



Elaboración: Form 20-F, 2015.

Materias primas

Caliza: Se tienen dos concesiones, Tioyacu en el Oriente y Tembladera en el norte del Perú, en

ellas se extraen el mineral. Se estiman reservas de 114 millones de TM para una vida total de 72 años, se ha demostrado que este mineral en esta zona cuenta con un 85,7% de carbonato de calcio y piedra caliza. En la cantera Tioyacu tiene una extensión de 400 hectáreas y está a una corta distancia de la planta en Rioja. Se estiman reservas de 9,1 millones de TM, para una vida de 23 años. Reserva promedio en ambas plantas en recursos minerales de 68 años.

Arcilla: Concesión Señor de los Milagros, extensión de 400 hectáreas, de tiempo indefinido, requiere pago anual del Canon. Para la planta de Rioja se extrae de la cantera Pajonal 2.

Clinker: En los últimos años la importación en TM de clinker ha ido aumentando y para el 2012 se trajo 208.708, en el 2013 se importó 351.501 y en el 2014 fue de 443.526 y se siguió importando hasta el 1T del 2016 luego de la puesta en operación de la planta Piura.

Fuentes de energía

Carbón: Se abastece a través de proveedores locales (carbón antracita) y extranjeros (carbón bituminoso de Colombia y Venezuela). Almacenes a 130 km al sur de la planta Pacasmayo con reservas para producir todo un año.

Energía eléctrica: Se suministra a través de las centrales de Electroperú y ELOR con los cuales se tienen contratos hasta el 2020 y 2017 respectivamente. Los pagos se calculan como el índice de precio de compra de Estados Unidos.

DINO se encarga de vender al canal mayorista (distribuye a ferreterías minoristas como consumidor final) y empresas del sector construcción de manera directa. Cuentan con una red de distribución que comprenden más de 200 puntos de venta, estas ventas representan cerca del 70% de sus ventas. Se tiene programas como “Club Maestros de Obra DINO”, ya que más del 55% de las construcciones son realizados por maestros de obra (autoconstrucción). Con un censo realizado se tiene registrado a los maestros de la zona a través de un carnet y un pack que se les entrega acreditados como socios del club y reciben mensualmente revistas con diseños, cupones de descuentos en salud, hogar y entretenimiento.

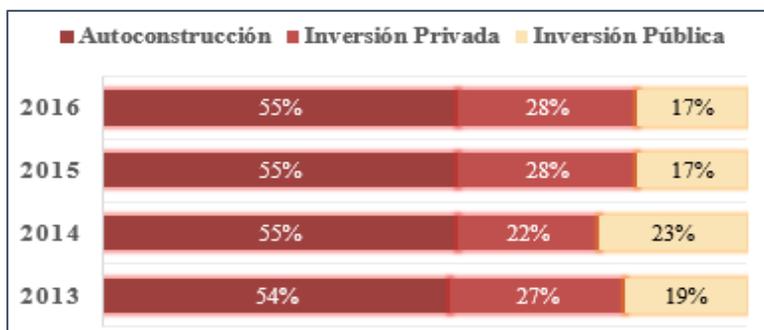
Anexo 6. Descripción de segmento de clientes

Cementos Pacasmayo S.A.A. concentra su negocio en la región Norte, abarcando principalmente Amazonas, Ancash, Cajamarca, La Libertad, Lambayeque, Piura, Tumbes, Loreto y San Martín.

Según el *Form 20-F* (2015), a pesar del reciente crecimiento del Perú, aún existe, a nivel nacional, un déficit de 1,9 millones de viviendas. El segmento de autoconstrucción es su principal mercado, que consiste en gente que mantiene su casa y compra el cemento en sacos. Este segmento construye o mejora su casa lentamente, son clientes informales que invierten gran porción de sus ahorros y recurren a maestros con experiencia quienes tienen poder de decisión e impulsan la venta. Los planes de marketing de la empresa apuntan directamente a ese maestro de obra. Además, atiende al segmento del sector privado, que consiste en pequeñas, medianas y grandes inmobiliarias y/o empresas constructoras que llevan a cabo diversos proyectos de construcción, como complejos inmobiliarios, locales comerciales, cines, centros comerciales, entre otros.

Por otro lado, el sector público, que corresponde a proyectos de gobiernos municipales, regionales o nacionales, que llevan a cabo diversos proyectos de construcción pública, como carreteras, puentes, colegios, hospitales, complejos habitacionales, entre otros proyectos de infraestructura. Así también en proyectos de reconstrucción, ya sea por puentes caídos o carreteras destruidas por fenómenos climáticos, en los cuales, los gobiernos invierten adicionalmente. Es justamente frente a esta coyuntura que la empresa presenta algo de incremento en sus ingresos.

Venta por segmentos 2013-2016



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 7. Comités de Gobierno Corporativo Cementos Pacasmayo

Según *Form 20-F* (2015), se detalla la información de comités de acuerdo a los Principios de Buen Gobierno Corporativo:

Comité ejecutivo: Supervisa, apoya y ejecuta los acuerdos tomados por el directorio. Tienen autorización para aprobar acuerdos, transacciones mayores de US\$ 3 a 20 millones. Funcionamiento del presupuesto anual y controlar desviaciones y aprobar proyectos de hasta US\$ 20 millones.

Comité de auditoría: Evalúa los controles, procesos, revisión de los estados financieros de la compañía, identificar errores, mejorar las eficiencias, supervisar a los auditores externos. Informa al directorio.

Comité de Buenas Prácticas en Libre Competencia: Informa sobre buenas prácticas frente a competidores y vigila el cumplimiento de regulaciones.

Comité de Buen Gobierno Corporativo: Supervisa el proceso para elegir y evaluar a representantes del directorio y miembros de comités, y reemplazos a las autoridades de los directores y gerencia general.

Código de ética: La empresa cuenta con un código de conducta que engloba las normas mínimas de conducta de todos los directores, ejecutivos, colaboradores y asesores externos de Cementos Pacasmayo y sus subsidiarias.

Con respecto a evitar los conflictos de intereses, cabe resaltar las normas de actividades y contribuciones políticas, en las que detallan la transparencia para realizar contribuciones políticas, siempre y cuando “no sea interpretada como una tentativa de obtener tratamiento especial para la Compañía” (Cementos Pacasmayo, 2016).

Anexo 8. Responsabilidad social

Según la web de Pacasmayo, se encuentran enfocados en los sectores de salud, educación y desarrollo local:

Sector Educación: Destacan los siguientes programas que se encuentran en marcha.

- Fondo educativo Luis Hochschild Plaut
- Centros de difusión tecnológica
- Matemática para todos
- Formación de docentes

Sector Salud:

- Escuelas saludables
- Campañas de salud
- Apoyo al Ministerio de Salud

Desarrollo local:

- Arpilleras de Tembladera

Seguridad y salud ocupacional: Los trabajadores desarrollan actividades en entornos seguros, para ello, se tienen desarrollados dos programas:

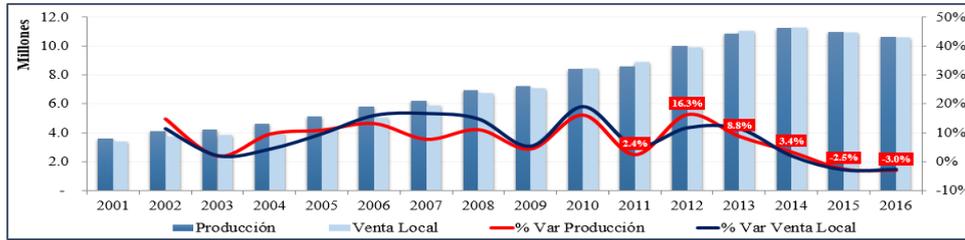
- Programa de comportamiento ético
- Programa de condiciones seguras

Cuidado con el medio ambiente: Se han diseñado planes para reducción de emisión de gases desarrollando productos que lleven menos clinker y menos emanación de CO₂. Entre estos planes son las mejoras en la calidad del aire y el mejor control de los desechos.

Biodiversidad: Se busca salvaguardar la biodiversidad con programas como protección de especies en peligro de extinción como el paiche, así como también planes para la reforestación.

Anexo 9. Producción, despacho total y nacional, y consumo

Total producción y Venta de cemento 2001 – 2016



Fuente: Asocem, 2016-2015. Elaboración propia.

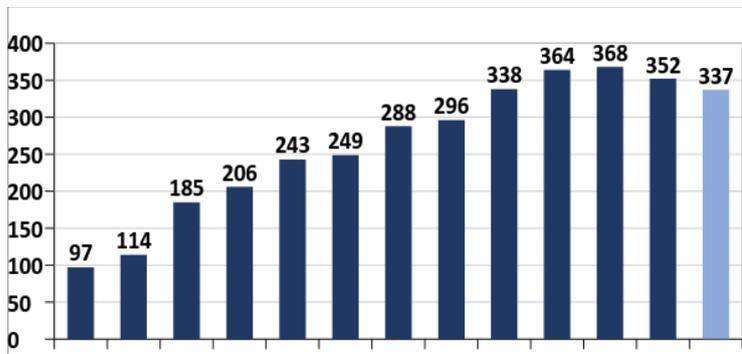
Producción, despacho total y nacional 2014, 2015 y 2016

Mes	Producción Total				Despacho total				Despacho nacional			
	2014	2015	2016	Var.	2014	2015	2016	Var.	2014	2015	2016	Var.
Enero	832	857	858	0.1%	848	855	844	-1.3%	830	816	813	-0.4%
Febrero	832	799	822	2.9%	831	797	813	2.0%	816	775	792	2.2%
Marzo	844	861	785	-8.8%	831	832	822	-1.2%	815	806	795	-1.4%
Abril	843	773	831	7.5%	846	800	811	1.4%	826	767	781	1.8%
Mayo	887	836	834	-0.2%	876	804	820	2.0%	850	779	790	1.4%
Junio	848	796	792	-0.5%	828	807	781	-3.2%	808	784	756	-3.6%
Julio	865	818	837	2.3%	870	822	814	-1.0%	846	802	772	-3.7%
Agosto	959	896	892	-0.4%	939	901	891	-1.1%	909	874	838	-4.1%
Setiembre	915	958	847	-11.6%	947	913	860	-5.8%	905	887	820	-7.6%
Octubre	946	962	868	-9.8%	958	949	857	-9.7%	928	923	825	-10.6%
Noviembre	973	924	841	-9.0%	956	923	861	-6.7%	929	884	826	-6.6%
Diciembre	933	931	886	-4.8%	919	928	863	-7.0%	881	881	836	-5.1%
Total	10677	10411	10093	-3.1%	10649	10331	10037	-2.8%	10343	9978	9644	-3.3%

Fuente: Asocem, 2016 Elaboración propia.

Según la memoria anual de Unacem (2015), se estimó que la demanda nacional de cemento fue de 11.180.747 TM menor a la del 2014 que fue de 11.424.462 TM. Esta demanda comprende los despachos a nivel nacional de los productores y la importación del cemento que ingresa al país. El consumo per cápita en kilos de cemento por persona fue en el 2014 de 368 kg, el 2015 se situó en 352 kg y para este 2016 se estima que llegará entre un rango de 337 a 341kg.

Proyección consumo cemento per cápita Perú en kilos por persona 2016



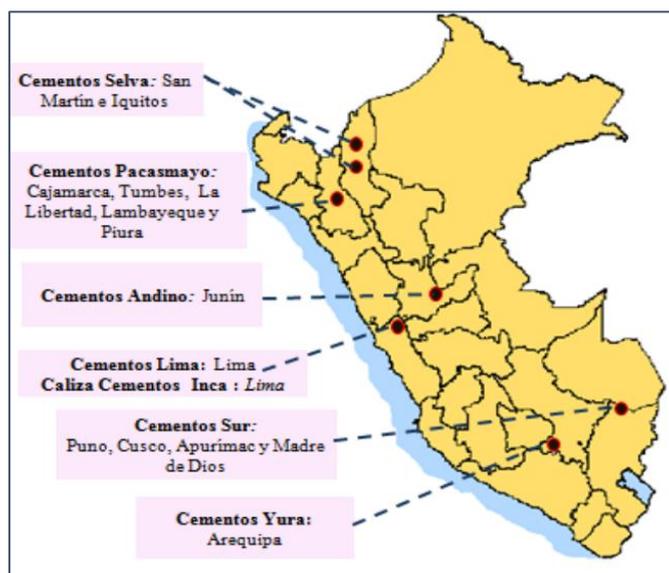
Fuente: INEI y Asocem, 2016. Elaboración propia.

Anexo 10. Productores e importadores de cemento en el Perú

Según la fuente oficial de las páginas web de Unacem, Yura y Pacasmayo, existen los siguientes productores e importadores de cemento en el Perú:

- Unacem S.A.A., que cuenta con dos plantas de cemento y siete subsidiarias. La principal planta está situada en las cercanías de Lima y es el mayor fabricante de cemento en el Perú. La segunda, situada en el departamento de Junín, atiende principalmente la zona central del país y parte de los departamentos de Loreto y Ucayali. Comercializa cemento a granel y embolsado. Sus productos: Cemento Andino, Sol, Atlas, tipo V y Apu. Servicios: *Retail Progre–Sol*, Hantusol y Duravía.
- Yura S.A., situada cerca de Arequipa, atiende principalmente el sur del Perú y las áreas cercanas a las fronteras con Bolivia y Chile. Dos plantas: Yura y Cesur, capacidad anual de 2 y 0,35 millones de TM de Clinker y 3 y 0,2 millones de TM de cemento, respectivamente. Sus productos cemento Portland Tipo I, HE, HS y Estucoflex.
- Cementos Sur S.A., cuya planta se encuentra ubicada cerca de Juliaca, departamento de Puno, atiende principalmente la zona andina del sur del Perú.
- Caliza Cementos Inca, ubicada en Cajamarquilla, atiende principalmente la ciudad de Lima y en menor medida algunas provincias del país.
- Existen importadores de cemento que abastecen básicamente las ciudades de Lima e Iquitos.

Principales plantas de producción de cemento a nivel nacional



Fuente: Cementos Pacasmayo web oficial, 2016.

Anexo 11. Características del cemento

Se cuenta con un variado catálogo de productos dentro del rubro cementos se tienen cinco tipos de variedades de Portland entre los tradicionales y los adicionados. Dentro de los tradicionales figuran el tipo I y V, estos son los cementos más comunes que se usan para la construcción. Tienen y están contruidos a través de una base de clinker y yeso.

El cemento de tipo I, se emplea en obras que no requieren aditivos especiales. Tiene la propiedad de mayor resistencia inicial y menor tiempo de fraguado. Su aplicación para obras de concreto y concreto armado en general, estructuras, productos prefabricados, pavimentos y cimentaciones.

El tipo V, resistente al sulfato, dentro de sus propiedades es su resistencia a este mineral, ideal para losas, tuberías y postes de concreto en contacto.

El cemento de anti salitre, su resistencia es moderada a los sulfatos, al calor de hidratación y resistente a los agregados álcali-reactivos. Válido para estructuras en ambiente marino, estructuras de concreto masiva, pavimentos, losas, entre otros.

Los cementos extra fuerte, cemento utilizado por su generalidad de columnas, vigas, losas, cimientos, permite brindar una buena resistencia, capacitación de la información.

Cemento Extra durable, alta resistencia a los sulfatos y la baja reactividad con agregados álcali-reactivos; alta resistencia al mar, con ello se aplicaría la compra del gobierno peruano.

Tipos de cementos



Fuente: Página web Cementos Pacasmayo, 2016.

Anexo 12. Análisis de Porter

Amenaza de nuevos competidores (medio):

- Requiere elevada inversión en activo fijo como terreno, canteras, los recursos, la fábrica, etc. implica una barrera alta para los competidores.
- Coste de transporte de materia prima: El clinker, la piedra caliza, se recogen de las canteras, lo que genera un alto costo alto.
- Necesidad de una red de distribución: Existe una barrera de entrada alta, tendría que invertir en armar una red de distribución (Pacasmayo tiene a DINO S.R.L. como parte del grupo).
- Cuando Cementos Inca empezó a quitar participación de mercado a Pacasmayo, este creó un nuevo producto llamado Cementos Mochica con un precio cercano a su competidor en sectores donde se había o estaba perdiendo mercado, de esa manera, evitó reducir el precio de su producto estrella y atacó la competencia).
- Posibilidad que ingresen nuevos competidores con un producto a un menor precio.

Amenaza de productos sustitutos (baja):

La amenaza de un nuevo producto sustituto (por ejemplo: madera, adobe, *drywall*, calamina, esteras, bloques prefabricados, entre otros) es bajo, debido a lo siguiente:

- El cemento es un producto inelástico.
- Poca variedad de productos por parte de la competencia.
- Precios son estables sin cambios significativos, la variación del precio del cemento en los últimos 14 años solo se incrementó un 0,67%.
- Los prefabricados son generados por DINO, empresa del mismo grupo, y sus productos son hechos con cemento, el cual proviene de la empresa misma: Cementos Pacasmayo.

Poder de negociación de proveedores (baja):

Los proveedores tienen un poder de negociación bajo, debido a lo siguiente:

- La materia prima (caliza y arcilla) proviene de recursos propios que tiene la empresa.
- Tiene su propia empresa de transmisión eléctrica.

Poder de negociación de clientes (bajo):

- Autoconstrucción, tiene poca flexibilidad en la negociación de precios.
- Los proyectos públicos y privados no tienen mayor injerencia en el manejo del precio.

Rivalidad entre competidores existentes (baja):

- Poca presencia de competidores como Cementos Inka, Nacional, QQ, importadores y otros menores, todos estos competidores representan cerca del 5% del total de mercado norteño.
- La competencia no tiene plantas cementeras en el norte.

Anexo 13. Análisis financiero por concepto y detalle

Estado de situación financiera

De acuerdo a los estados financieros publicados por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV 2016), se aprecia que la compañía en los últimos cinco años ha contado con un capital de trabajo positivo y un ratio de liquidez superior a 2.0, presentándose los índices más altos en los años 2013 (9,0) y 2014 (5,1), esto debido a la recaudación de fondos en febrero 2013 a través de una emisión de bonos internacionales, este ratio ha ido disminuyendo en el tiempo debido a la utilización de estos fondos para la construcción de su nueva planta Piura. Por otro lado el ratio de endeudamiento total (Activo total/Pasivo total), nos indica que la mayor parte de los activos son adquiridos con fondos propios por lo cual el ratio se mantiene alrededor de 2 a 3, con excepción del año 2012 que sube por encima del promedio (4,75), por la emisión de acciones en dicho año.

Estado de situación financiera

CUENTA	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Activos									
Activos Corrientes	660,092	853,409	1,419,371	1,034,821	628,480	589,539	644,992	714,558	785,882
Activos No Corrientes	1,287,733	1,529,915	1,695,166	2,206,083	2,785,314	2,737,086	2,631,307	2,623,082	2,615,787
TOTAL DE ACTIVOS	1,947,825	2,383,324	3,114,537	3,240,904	3,413,794	3,326,625	3,276,299	3,337,641	3,401,669
Pasivos y Patrimonio									
Pasivos Corrientes	309,097	179,752	157,661	200,115	203,547	182,690	185,929	190,403	194,500
Pasivos No Corrientes	565,143	309,457	947,406	970,104	1,164,113	1,160,405	1,040,622	1,040,622	1,040,622
Total Pasivos	874,240	489,209	1,105,067	1,170,219	1,367,660	1,343,095	1,226,550	1,231,025	1,235,122
Patrimonio									
Total Patrimonio	1,073,585	1,894,115	2,009,470	2,070,685	2,046,134	1,983,530	2,049,749	2,106,616	2,166,547
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,947,825	2,383,324	3,114,537	3,240,904	3,413,794	3,326,625	3,276,299	3,337,641	3,401,669
Capital de Trabajo	-12,284	199,872	284,758	254,207	266,926	319,059	211,222	219,730	226,758
Variación		212,156	84,886	-30,551	12,719	52,133	-107,837	8,508	7,028

CUENTA	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Activos							
Activos Corrientes	865,283	952,299	1,047,287	1,150,318	1,079,181	1,015,815	960,716
Activos No Corrientes	2,609,448	2,604,093	2,599,750	2,596,449	2,777,553	2,961,172	3,147,384
TOTAL DE ACTIVOS	3,474,731	3,556,392	3,647,037	3,746,768	3,856,733	3,976,987	4,108,099
Pasivos y Patrimonio							
Pasivos Corrientes	198,768	203,182	207,763	212,512	217,455	222,587	227,915
Pasivos No Corrientes	1,040,622	1,040,622	1,040,622	1,040,622	1,040,622	1,040,622	1,040,622
Total Pasivos	1,239,389	1,243,803	1,248,384	1,253,133	1,258,076	1,263,208	1,268,537
Patrimonio							
Total Patrimonio	2,235,342	2,312,589	2,398,653	2,493,634	2,598,657	2,713,779	2,839,563
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3,474,731	3,556,392	3,647,037	3,746,768	3,856,733	3,976,987	4,108,099

Capital de Trabajo	234,248	241,884	249,835	258,058	266,772	275,862	285,351
Variación	7,490	7,636	7,951	8,222	8,714	9,090	9,489

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores, 2016. Elaboración propia.

Estado de resultados

Las ventas de Cementos Pacasmayo lo hace de manera estratégica a través de sus Subsidiarias comerciales: Distribuidora norte Pacasmayo (DINO) y Din SELVA Iquitos (Disac), estas empresas se encargan de distribuir lo producido por las plantas ubicadas en el norte y selva del país, respectivamente. Las ventas consolidadas, han tenido durante los últimos cinco años un crecimiento estable, con excepción del 2015, donde se visualiza un ligero decremento en las ventas de la compañía, principalmente por un retroceso el sector en general en el país y el estancamiento de obras. El PBI construcción cayó aproximadamente 3% en el 2016 respecto al 2015.

Estado de resultados 2011-2026E

CUENTA	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016E	%	2017E	%	2018E	%
Ingresos de actividades ordinarias	994,970	100%	1,169,808	100%	1,239,688	100%	1,242,579	100%	1,231,015	100%	1,242,213	100%	1,238,980	100%	1,321,704	100%
Costo de Ventas	-569,515	-57.2%	-713,058	-61.0%	-716,239	-57.8%	-724,148	-58.3%	-695,757	-56.5%	-740,569	-59.6%	-744,808	-60.1%	-766,053	-58.0%
Ganancia (Pérdida) Bruta	425,455	42.8%	456,750	39.0%	523,449	42.2%	518,431	41.7%	535,258	43.5%	501,644	40.4%	494,172	39.9%	555,650	42.0%
Gastos de Ventas	-23,707	-2.4%	-30,865	-2.6%	-29,817	-2.4%	-30,534	-2.5%	-31,481	-2.6%	-39,825	-3.2%	-32,310	-2.6%	-34,468	-2.6%
Gastos de Administración	-196,196	-19.7%	-203,067	-17.4%	-208,915	-16.9%	-194,855	-15.7%	-188,591	-15.3%	-196,171	-15.8%	-202,185	-16.3%	-208,383	-15.8%
Otros Ingresos Operativos	9,338	0.9%	7,706	0.7%	8,281	0.7%	-	0.0%	3,701	0.3%	532	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Otros Gastos Operativos	-95,994	-9.6%	-	0.0%	-	0.0%	-3,040	-0.2%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Otras ganancias (pérdidas)	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	10,537	0.8%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	118,896	11.9%	230,524	19.7%	292,998	23.6%	300,539	24.2%	318,887	25.9%	266,180	21.4%	259,677	21.0%	312,800	23.7%
Ingresos Financieros	2,695	0.3%	23,326	2.0%	27,213	2.2%	11,705	0.9%	3,478	0.3%	2,698	0.2%	1,026	0.1%	2,895	0.2%
Gastos Financieros	-19,219	-1.9%	-23,771	-2.0%	-37,103	-3.0%	-31,196	-2.5%	-36,807	-3.0%	-75,397	-6.1%	-69,300	-5.6%	-69,300	-5.2%
Diferencias de Cambio neto	1,476	0.1%	-736	-0.1%	-48,430	-3.9%	-14,791	-1.2%	12,351	1.0%	-3,345	-0.3%	-	0.0%	-	0.0%
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	103,848	10.4%	229,343	19.6%	234,678	18.9%	266,257	21.4%	297,909	24.2%	190,136	15.3%	191,403	15.4%	246,396	18.6%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-38,379	-37.0%	-73,743	-32.2%	-82,395	-35.1%	-77,468	-29.1%	-86,242	-28.9%	-74,131	-32.5%	-56,464	-29.5%	-72,687	-29.5%
Ganancia (Pérdida) Neta del	65,469	6.6%	155,600	13.3%	152,283	12.3%	188,789	15.2%	211,667	17.2%	116,005	9.3%	134,939	10.9%	173,709	13.1%

CUENTA	2019E	%	2020E	%	2021E	%	2022E	%	2023E	%	2024E	%	2025E	%	2026E	%
Ingresos de actividades ordinarias	1,384,501	100%	1,453,844	100%	1,522,132	100%	1,593,159	100%	1,665,684	100%	1,744,703	100%	1,827,293	100%	1,913,750	100%
Costo de Ventas	-785,130	-56.7%	-804,970	-55.4%	-825,604	-54.2%	-847,063	-53.2%	-869,380	-52.2%	-892,590	-51.2%	-916,728	-50.2%	-941,832	-49.2%
Ganancia (Pérdida) Bruta	599,371	43.3%	648,874	44.6%	696,528	45.8%	746,096	46.8%	796,304	47.8%	852,113	48.8%	910,564	49.8%	971,918	50.8%
Gastos de Ventas	-36,105	-2.6%	-37,914	-2.6%	-39,695	-2.6%	-41,547	-2.6%	-43,438	-2.6%	-45,499	-2.6%	-47,653	-2.6%	-49,907	-2.6%
Gastos de Administración	-214,771	-15.5%	-221,354	-15.2%	-228,140	-15.0%	-235,134	-14.8%	-242,342	-14.5%	-249,771	-14.3%	-257,427	-14.1%	-265,319	-13.9%
Otros Ingresos Operativos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Otros Gastos Operativos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Otras ganancias (pérdidas)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	348,495	25.2%	389,606	26.8%	428,694	28.2%	469,416	29.5%	510,524	30.6%	556,844	31.9%	605,484	33.1%	656,691	34.3%
Ingresos Financieros	3,556	0.3%	4,260	0.3%	5,050	0.3%	5,926	0.4%	6,889	0.4%	7,941	0.5%	6,951	0.4%	6,044	0.3%
Gastos Financieros	-69,300	-5.0%	-69,300	-4.8%	-69,300	-4.6%	-69,300	-4.3%	-69,300	-4.2%	-69,300	-4.0%	-69,300	-3.8%	-69,300	-3.6%
Diferencias de Cambio neto	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	282,751	20.4%	324,566	22.3%	364,444	23.9%	406,042	25.5%	448,113	26.9%	495,485	28.4%	543,135	29.7%	593,436	31.0%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-83,412	-29.5%	-95,747	-29.5%	-107,511	-29.5%	-119,782	-29.5%	-132,193	-29.5%	-146,168	-29.5%	-160,225	-29.5%	-175,064	-29.5%
Ganancia (Pérdida) Neta del	199,340	14.4%	228,819	15.7%	256,933	16.9%	286,259	18.0%	315,920	19.0%	349,317	20.0%	382,910	21.0%	418,372	21.9%

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores, 2016. Elaboración propia.

Los costos son principalmente de suministros y materia prima lo cual representa más del 60% del costo total, la empresa cuenta con canteras de calizas que son el insumo principal para elaborar el clinker en un proceso denominado “proceso de clinkerización”, que es el insumo principal del cemento. Esto debido a que la empresa no contaba hasta el año 2015 con la capacidad de producción suficiente para la elaboración del clinker, por lo que gran parte de este principal componente lo importaba, lo cual hacía encarecer más el cemento, en aproximadamente 40% más que con un cemento de producción propia. Consideramos de acuerdo a los “*Press release*” de los últimos trimestres 2016, la empresa es más eficiente y en adelante continuará sin importar clinker.

EBITDA

El EBITDA de la compañía se encuentra actualmente bordeando el 30% de las ventas de la compañía lo cual indica que es una empresa que genera S/ 0,30 por cada unidad vendida, a continuación los ratios calculados:

EBITDA 2011-2026E

Flujo de Caja en miles de soles	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Ventas	994,970	1,169,808	1,239,688	1,242,579	1,231,015	1,242,213	1,238,980	1,321,704
EBITDA	166,529	278,478	348,869	365,298	389,697	377,561	379,677	436,654
Margen EBITDA	16.7%	23.8%	28.1%	29.4%	31.7%	30.4%	30.6%	33.0%

Flujo de Caja en miles de soles	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ventas	1,384,501	1,453,844	1,522,132	1,593,159	1,665,684	1,744,703	1,827,293	1,913,750
EBITDA	476,368	521,671	565,127	610,404	656,260	713,850	774,237	837,684
Margen EBITDA	34.4%	35.9%	37.1%	38.3%	39.4%	40.9%	42.4%	43.8%

Fuente: SMV y Bloomberg, 2016. Elaboración propia.

Dividendos

La compañía no cuenta con una política clara de distribución de dividendos sobre utilidades, dejando a potestad del directorio la distribución de dividendos, siendo en algunos años incluso mayor a la utilidad del ejercicio y en otros años menor tal como se muestra en la siguiente tabla:

Dividendos 2011 – 2015

Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Utilidad Neta	223,219	67,694	159,005	155,634	192,827	215,532	116,005
Dividendos Pagados	72,606	90,761	52,016	58,093	115,824	162,168	155,236
Payout ratio	32.5%	134.1%	32.7%	37.3%	60.1%	75.2%	133.8%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 14. Cálculo del WACC

Cálculo del Costo de Capital del Accionista (Ke)

Se considera la tasa libre de riesgo (*US Treasury 10 years T-Bonds* al 31 de diciembre 2016) de 2,49%. La prima de riesgo, diferencia de promedios geométricos del S&P500 y de bonos del tesoro americano a 10 años desde 1928, fue de 4,617% (Damodaran, 2017).

Para obtener el beta apalancado, utilizamos el beta desapalancado de 0,721, que se obtuvo de la lista de empresas de suministros de construcción de mercados emergentes (Damodaran, 2017). Además, con la deuda y el *MarketCap* a valores de mercado, se halló la estructura *Deuda/Market Cap* de 29,7%. Y se utilizó la tasa efectiva de impuesto a la renta (36,6%), que se calculó en base a la tasa actual de impuesto a la renta de 29,5% y las participaciones a los trabajadores de 10%, con todo ello, se logró obtener un beta apalancando de 0.857. El riesgo país para el Perú, al 31 de diciembre 2016 (Índice de Bonos de Mercados Emergentes - EMBIG) fue de 1,65%.

Costo de Capital del accionista (Ke)

Reapalancar betas		CAPM (Cok)	
Deuda a valor de mercado (000) \$/.	1,011,401	Tasa libre de riesgo (31Dic)	2.49%
MKT cap (000) \$/.	3,405,081	Beta re-apalancada	0.86
D/E	29.70%	Prima por riesgo (Damodarán)	4.617%
Impuesto a la renta	29.50%	Riesgo país (31Dic)	1.65%
Participaciones trabajadores	10.00%		
Tasa efectiva (IR + PT)	36.55%		
Beta desapalancada (Damodarán)	0.7211		
Beta re-apalancada	0.857	Costo de capital (Ke)	8.10%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Cálculo del Beta

Resumen comparativo de Betas analizados

COMPARACIONES DE BETAS										
Resumen de Betas y correlaciones de rendimientos:										
Acción CPASAA	S&P Peru Select Index TR (PEN) S&P-PSI		S&P 500		S&P Peru General Index TR (PEN) S&P-PGI		S&P/BVL Peru Construction Index TR (PEN) S&P-PCI		Beta	Beta
	Beta	Coefficiente de correlación	Beta	Coefficiente de correlación	Beta	Coefficiente de correlación	Beta	Coefficiente de correlación	Bloomberg	Damodaran
CPACASC1	0.8509	0.5710	0.7367	0.3430	0.6626	0.5800	0.5282	0.7226	0.8760	0.8570
CPAC	0.8666	0.5695	0.9996	0.3558	0.7212	0.5152	0.6100	0.7028		

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Valor fundamental de la acción con los betas comparados

Índice - CPACASC1	Betas obtenidos	Coef. Correlación	WACC (Valor)	Valor fundamental acción Pacasmayo
S&P Peru Select Index TR (PEN) - S&P-PSI	0.8509	0.5710	8.59%	5.84
S&P 500	0.7367	0.3430	8.10%	6.54
S&P Peru General Index TR (PEN) - S&P-PGI	0.6626	0.5800	7.79%	7.07
S&P Peru Construction Index TR (PEN) - S&P-PCI	0.5282	0.7226	7.21%	8.24

Betas adicionales calculados	Betas obtenidos	WACC (Valor)	Valor fundamental acción Pacasmayo
Beta Sector (Emp. Comparables):L + E + D	0.92	8.89%	5.48
Beta Sector (Emp. Comparables):L + E	0.97	9.10%	5.24
Beta Sector (Emp. Comparables):L	1.17	9.96%	4.43
Beta Sector (Emp. Comparables):E	0.85	8.59%	5.85
Bloomberg	0.88	8.70%	5.71
Damodaran	0.86	8.04%	6.65

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Beta Bloomberg (03 de enero del 2017)



Fuente: Bloomberg, 2017.

Cálculo del Costo de Deuda (Kd)

Según el *Form 20-F* (2015), la tasa de interés pactada para el bono es 4,5%; sin embargo, al 31 de diciembre de 2016, el '*Yield to Maturity*' de mercado del bono emitido por la empresa fue de 4,413% (Bloomberg, 2017).

Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)

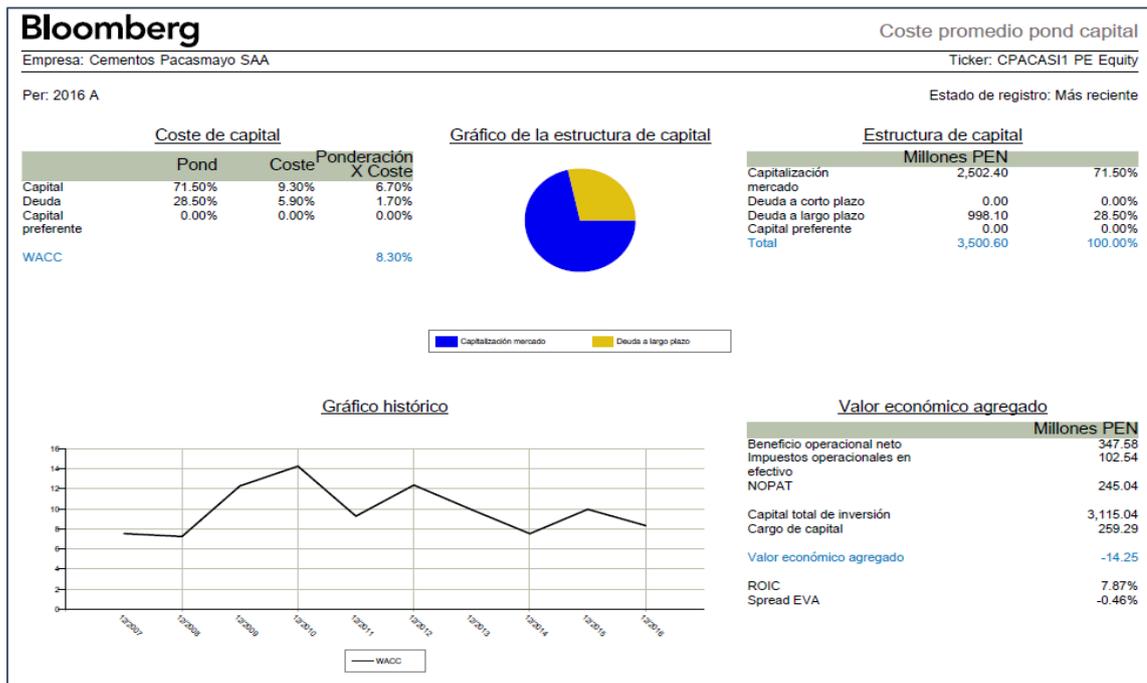
Considerando la tasa impositiva efectiva de 36,55%, el costo de capital del accionista (Ke) es de 8,10% y la estructura capital/(deuda + capital) es 22,9%, el WACC en dólares es 6,88%. Como los flujos son en soles, se utilizó la inflación promedio de USA y Perú desde el 2006-2015 (1,96% y 3,07% respectivamente) para hallar el WACC en soles de 8,04%.

WACC

WACC	
Deuda/(Deuda+Capital)	22.9%
Capital/(Deuda+Capital)	77.1%
Tasa imponible	36.6%
Costo de la deuda (Yield del bono)	4.41%
Costo de capital (CoK)	8.10%
WACC USD	6.88%
Inflación USA	1.96%
Inflación Perú	3.07%
WACC Real Soles	8.04%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

WACC histórico de mercado



Fuente: Bloomberg, 2017.

Anexo 15. Regresiones

Regresión PBI Sector Construcción en función al PBI Nacional (1950 – 2016)

<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coeficiente de ρ	0.97339673							
Coeficiente de ϵ	0.94750119							
R ² ajustado	0.94669352							
Error típico	1823.01159							
Observaciones	67							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad de cuadrado de los cuadrados			F	Valor crítico de F			
Regresión	1	3898724509	3898724509	1173.12337	2.5705E-43			
Residuos	65	216019132	3323371.26					
Total	66	4114743641						
	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	uperior 95.0%
Intercepción	-3346.1113	421.462287	-7.9392899	3.7414E-11	-4187.8296	-2504.3929	-4187.829569	-2504.3929
Variable X 1	0.06630952	0.00193599	34.2508887	2.5705E-43	0.06244308	0.07017597	0.062443077	0.07017597

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Regresión TM producidas en función al PBI Sector Construcción (1989 – 2016)

<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coeficiente de ρ	0.99539918							
Coeficiente de ϵ	0.99081952							
R ² ajustado	0.99046642							
Error típico	65140.7175							
Observaciones	28							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad de cuadrado de los cuadrados			F	Valor crítico de F			
Regresión	1	1.1907E+13	1.1907E+13	2806.09602	5.1214E-28			
Residuos	26	1.1033E+11	4243313075					
Total	27	1.2017E+13						
	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	uperior 95.0%
Intercepción	-23015.748	25436.7348	-0.9048232	0.37386746	-75301.705	29270.2091	-75301.70524	29270.2091
Variable X 1	76.8119644	1.45003207	52.9725968	5.1214E-28	73.8313808	79.792548	73.83138079	79.792548

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 16. Principales supuestos

Tabla 29. Cálculo del CAPEX

CAPEX								
(En miles de S/)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Corianta	-6,700	-9,300	-2,300	-	-	-	-	-
Proyecto fosfatos	-12,700	-10,500	-4,500	-23,700	-41,600	-12,100	-37,400	-15,616
Proyecto Salmueras	-	-1,500	-5,800	-18,300	-5,800	-300	-	-
Construcción planta ladrillos diatomita	-	-18,500	-34,500	-10,600	-11,300	-15,800	-10,500	-422
Planta Piura	-	-	-10,900	-52,800	-72,900	-506,000	-415,700	-61,280
Inversiones de expansión	-19,400	-39,800	-58,000	-105,400	-131,600	-534,200	-463,600	-77,318
Expansión Planta Pacasmayo	-50,200	-34,500	-14,700	-16,800	-24,500	-28,800	-11,300	-29,868
Lineas de transmisión.	-56,600	-70,700	-115,700	-86,300	-15,900	-1,400	-100	-
Expansión Planta Rioja	-	-	-32,300	-57,200	-17,600	-5,400	-6,200	-2,670
Negocio concreto y bloques	-	-	-20,500	-4,500	-21,000	-17,500	-9,600	-10,431
Inversiones regulares	-106,800	-105,200	-183,200	-164,800	-79,000	-53,100	-27,200	-42,969
Total	-126,200	-145,000	-241,200	-270,200	-210,600	-587,300	-490,800	-120,287
Ventas TM	TM 1,667	TM 1,932	TM 2,036	TM 2,359	TM 2,409	TM 2,447	TM 2,414	TM 2,430
Factor CAPEX / TM Producidas Normalizado	-64.1	-54.5	-90.0	-69.9	-32.8	-21.7	-11.3	-17.7
Factor CAPEX / TM Producidas Total	-64.1	-54.5	-95.3	-92.2	-63.1	-228.5	-183.5	-42.9
Factor CAPEX / TM Producidas Promedio (Por proyecto Piura)								-45.2
Factor CAPEX / TM Producidas Promedio (Total a partir del 2023)								-103.0

(En miles de S/)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total	-108,842	-115,630	-120,579	-125,726	-131,079	-136,646	-142,435	-338,110	-352,372	-367,205
Ventas TM	TM 2,407	TM 2,557	TM 2,666	TM 2,780	TM 2,898	TM 3,021	TM 3,149	TM 3,283	TM 3,421	TM 3,565

Fuente: Elaboración propia, 2017.

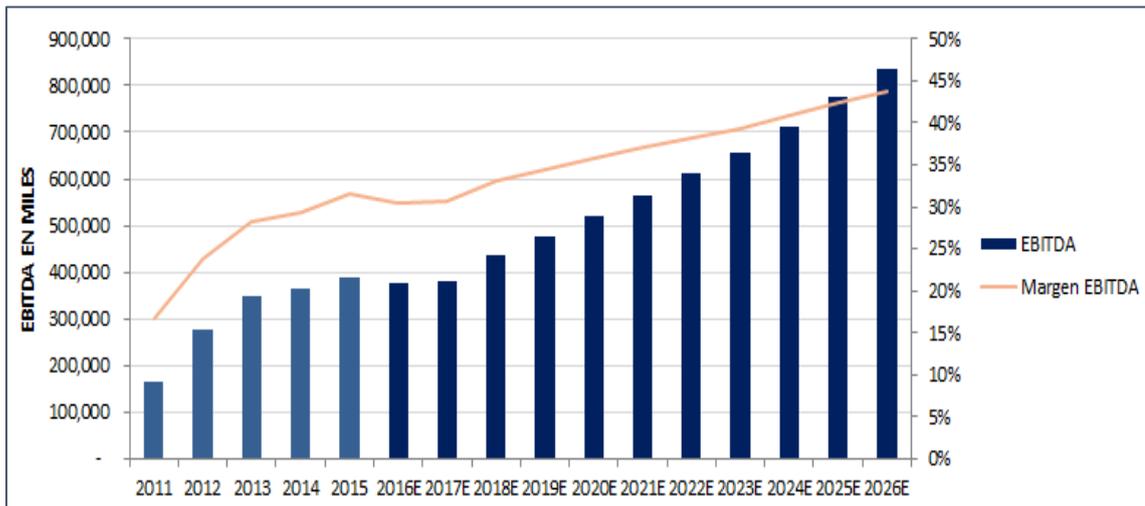
Cálculo de la depreciación

(En miles de S/)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
CAPEX	-126,200	-145,000	-241,200	-270,200	-210,600	-587,300	-490,800	-120,287	-108,842
Depreciación		36,228	47,633	47,954	55,871	64,759	70,810	111,381	120,000

(En miles de S/)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
CAPEX	-108,842	-115,630	-120,579	-125,726	-131,079	-136,646	-142,435	-338,110	-352,372	-367,205
Depreciación	120,000	123,854	127,874	132,064	136,434	140,989	145,736	157,007	168,753	180,993

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Cálculo del EBITDA



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Cálculo del crecimiento perpetuo (g)

Payout Ratio	72.25%
Reinversión	27.75%
ROE proyectado	11.23%
Crecimiento	3.12%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 17. Resultados

El valor fundamental de la acción común es de 6,65 y la acción de inversión es de 4,54, ambas con 5,5% por encima del valor de mercado.

Resultados de la valorización

Valor Patrimonial (miles de PEN)	
FCFF	4,515,936
Deuda	-1,011,401
Caja	87,790
Valor de la empresa	3,592,325

Tipo de acción	Cotización al 30.12.2016	Total Market Cap	Precio Unitario		Valorización	Potencial de Apreciación
			Market Cap	V. Fundamental		
Comunes	6.30	3,348,207	6.30	6.65	3,532,322.99	5.50%
Inversión	4.30	56,874	4.30	4.54	60,001.61	5.50%
Total		3,405,081			3,592,325	

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 18. Valorización por múltiplos comparables

Lista de posibles empresas comparables a Pacasmayo

Empresas (Construction Supplies)	Ticker	Cap País	Ventas en MM\$	Capitalización Bursatil en MM\$	Deuda en MM\$	Interes Minorit ari	Caja MM\$	Valor de la empresa (EV en MM\$)	EBITDA PY 2016	P/E	EV/EBITDA 2016	P/Book	ROE 2015	ROA 2015	ROE prom (2011-2015)	Payout prom (2011- 2015)	G promedio (2011-2015)
Cementos Pacasmayo	CPACASC1 PE	Perú	379	1,055	298	33	51	1,334	118	16.58	11.44	1.77	11.30%	6.77%	8.68%	68.07%	2.77%
Cementos Argos SA	CEMARGOS CB	Colombia	2,840	5,342	1,835	208	105	7,280	559	28.30	12.59	2.05	6.57%	3.29%	4.65%	71.52%	1.33%
Cemex SAB de CV	CEMEXCPO MM	México	13,905	11,067	15,486	1,408	877	27,084	2,802	21.18	11.48	1.41	0.01%	0.43%	0.01%	0.00%	0.01%
Grupo Cementos de Chihuahua SA	GCC* MM	México	742	1,087	439	0	179	1,346	189	17.46	8.20	1.34	6.74%	3.68%	3.07%	0.00%	3.07%
Indocement Tunggal Prakarsa Tb	ITP.F	Indonesia	1,235	4,211	8	-	607	3,613	397	13.23	9.48	2.23	18.91%	16.33%	23.22%	51.98%	11.15%
Semen Indonesia Persero Tbk PT	SMS2.SG	Indonesia	2,006	4,054	387	87	210	4,317	545	12.84	7.94	1.99	17.07%	12.27%	24.95%	44.01%	13.97%
Siam City Cement PCL	RY5.SG	Tailandia	907	1,748	788	-0	82	2,454	202	15.73	12.13	2.90	21.83%	12.86%	22.68%	64.26%	8.11%
Taiwan Cement Corp	1101.TW	Taiwán	2,784	4,001	2,874	1,287	1,366	6,797	618	20.52	11.85	1.23	3.85%	2.04%	5.93%	85.22%	0.88%
									L+E Prom	18.46	10.53						
									L+E Med	17.46	11.48						

Fuente: Bloomberg, 05/01/2017. Elaboración propia.

Anexo 19. Análisis de sensibilidad

Cambios en el precio y ventas vs valor de la acción

Precio/Ventas		Crecimiento en ventas				
		3.88%	4.13%	4.38%	4.63%	4.88%
Aumento en precio	0.17%	4.61	4.88	5.16	5.44	5.73
	0.42%	5.27	5.57	5.88	6.19	6.52
	0.67%	5.98	6.31	6.65	7.00	7.36
	0.92%	6.72	7.09	7.47	7.85	8.25
	1.17%	7.51	7.92	8.34	8.77	9.21

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Cambios en la tasa libre de riesgo (Rf) y costo de deuda (Kd) vs valor de la acción

Rf/Kd		Costo de la deuda				
		3.41%	3.91%	4.41%	4.91%	5.41%
Risk free	1.49%	8.30	8.22	8.13	8.05	7.97
	1.99%	7.47	7.40	7.33	7.26	7.19
	2.49%	6.77	6.71	6.65	6.59	6.53
	2.99%	6.17	6.12	6.07	6.02	5.97
	3.49%	5.65	5.61	5.57	5.52	5.48

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Anexo 20. Riesgos identificados

Riesgo país

Los ingresos de la compañía se encuentran afectados directamente por caídas del PBI, depreciación del sol, inflación, políticas de gobierno, cambios en regulaciones impositivas, inestabilidad social, terrorismo y otros. Alta dependencia del sector construcción, que depende del consumo e inversión privada en infraestructura y comercio.

La economía peruana es afectada por mal desempeño en mercados regionales o globales, influenciado por condiciones económicas de mercados internacionales. La economía peruana fue afectada por eventos en economías de socios estratégicos. El año 2015 fue difícil para América Latina, debido a alta volatilidad de mercados financieros y desempeño de China.

Cambios en leyes incrementaría carga impositiva, el gobierno implementa cambios en tasas impositivas, todo incrementos en carga impositiva, afectará la rentabilidad.

Riesgo tributario, caracterizado por las políticas fiscales que se implementen las cuales pueden dinamizar la economía y beneficiar el segmento de construcción, así como afectarlas. La creación de nuevas leyes que incrementen los impuestos a las ganancias así como de regalías podría afectar de forma directa al sector cementero.

Riesgo operativo

Terremotos, inundaciones y otros desastres naturales, cada 2-7 años se da el fenómeno El Niño con lluvias severas, la empresa se encuentra asegurada contra estos daños.

Riesgo de crédito

Expuesto por su operación de negocio (cuentas por cobrar) y por funciones de operación financiera: Cuenta por cobrar comerciales: Referente al incumplimiento del crédito otorgado a clientes, se delega la responsabilidad a la unidad de negocio quien vela por recuperación de estas cuentas bajo las políticas y procedimientos definidos por la empresa. La incobrabilidad es calculada de modo real, basado en datos históricos reales de forma trimestral.

Cuentas por cobrar

	Total S/(000)	Ni vencidos, ni deteriorados S/(000)	Vencidos no deteriorados				
			< 30 días S/(000)	30-60 días S/(000)	61-90 días S/(000)	91-120 días S/(000)	> 120 días S/(000)
2015	85,651	68,332	13,138	1,586	643	282	1,670
2014	69,005	56,788	8,624	633	808	541	1,611

Fuente: Notas a los estados financieros SMV, 2015.

Riesgo de mercado:

- Riesgo de tasa de interés: La compañía no cuenta con instrumentos de tasa de interés variable, el bono es *bullet* a tasa fija y fue emitido en una coyuntura de precios bajos.
- Riesgo en tipo de cambio: Consideramos un riesgo bajo ante cambios en el tipo de cambio. La empresa se encuentra ligeramente descalzado en dólares en su capital de trabajo. El pago del principal del bono se encuentra coberturado a través de contratos de cobertura de flujos de efectivo (*cross currency swap*). Ante una sensibilidad entre 5 y 10% aproximadamente se tienen los siguientes resultados que impactan en el estado de ganancias y pérdidas:

Sensibilidad de tipo de cambio

	Cambio en Tasa de US\$ %	Efecto sobre la utilidad antes de impuestos S/(000)
2015 Dólar estadounidense		
	+5	4,851
	+10	9,702
	-5	(4,851)
	-10	(9,702)
2014 Dólar estadounidense		
	+5	1,334
	+10	2,669
	-5	(1,334)
	-10	(2,669)

Fuente: Notas a los estados financieros SMV, 2015.

- Riesgo en cambios en el precio de materias primas: su efecto en directo para la empresa, el producto sensible es el carbón, para el cual no se tiene ninguna compra a futuro de este mineral. Esto es medido por sensibilidades que son calculadas de acuerdo al precio de los últimos 12 meses. Es un riesgo inherente no relevante para la compañía.

Sensibilidad de precios en materias primas

	Cambio en precio de fin de año %	Efecto sobre la utilidad antes de impuestos S/(000)
2015		
	+10	(2,101)
	-10	2,101
2014		
	+10	(1,162)
	-10	1,162

Fuente: Notas a los estados financieros SMV, 2015.

Descripción de los riesgos identificados

Matriz de Riesgos	No.	Descripción de riesgo	Impacto si ocurre (B/MB/M/MA/A)	Probabilidad (Porcentaje)	Impacto	Criticidad	Propuesto	Clasificación Riesgo	Controles	Planes de acción
R1. Riesgo País	R1.1	El desarrollo del país impacta en el negocio en resultados financieros y operativos	Alto	60%	10	6.00	1	Rojo	Se hacen monitoreos del sector construcción a nivel macroeconómico y el desarrollo de las ventas.	Invertir en nuevos mercados fuera del Perú para evitar la alta concentración en el norte
	R1.2	Desarrollo de políticas gubernamentales impacten operaciones	Alto	40%	10	4.00	0	Amarillo		
	R1.3	Inflación afecte negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		
	R1.4	Cambios en leyes impositivas incremente la carga impositiva y afecte negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	40%	6	2.40	0	Verde		
	R1.5	Terremotos, lluvias y desastres naturales pueden afectar negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	60%	6	3.60	0	Amarillo		
	R1.6	Resurgimiento del terrorismo pueda afectar la economía macro y como resultado puede afectar negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo		
	R1.7	La economía peruana puede verse afectada por el desarrollo adverso regional o mercados globales	Medio Alto	40%	8	3.20	0	Amarillo		
	R1.8	Debido a la falta de supervisión y control, se generen actos de corrupción, dentro y alrededor de Pacasmayo que impacte en la imagen corporativa y afecten los resultados financieros	Alto	40%	10	4.00	0	Amarillo	Política de ética, Principio de BGC en la BVL, comités directivos, análisis de proveedores y clientes.	

Matriz de Riesgos	No.	Descripción de riesgo	Impacto si ocurre (B/MB/M/MA/A)	Probabilidad (Porcentaje)	Impacto	Criticidad	Propuesto	Clasificación Riesgo	Controles	Planes de acción
R2. Riesgo de Negocio e Industria	R2.1	Entrada de nuevos competidores locales y externos pueden impactar negativamente nuestra participación de mercado y rentabilidad	Alto	40%	10	4.00	0	Amarillo		
	R2.2	La demanda tiene alta relación con la construcción de viviendas que puede verse afectada por condiciones económicas de la región Norte	Alto	80%	10	8.00	1	Rojo	Actualmente existe una gerencia creada para el desarrollo de nuevos productos y servicios, adecuándose a las necesidades de sus clientes	Para mantener su participación de mercado, la empresa debe ofrecer soluciones constructivas adelantándose a satisfacer la necesidad de la empresa
	R2.3	Una reducción de proyectos de construcción públicos y privados puede tener un efecto adverso considerable sobre el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Alto	60%	10	6.00	1	Rojo	Actualmente existe una gerencia creada para el desarrollo de nuevos productos y servicios, adecuándose a las necesidades de sus clientes	Para mantener su participación de mercado, la empresa debe ofrecer soluciones constructivas adelantándose a satisfacer la necesidad de la empresa
	R2.4	La alta concentración de venta en algunos clientes podría generar que busquen reducción de precios impactando menores márgenes financieros	Bajo	20%	2	0.40	0	Verde		
	R2.5	Los precios de energía y la escases de suministros de energía pueden afectar adversamente el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	60%	6	3.60	0	Amarillo		
	R2.6	Cambios en el costo de suministros de materia prima o su disponibilidad por terceros pueden afectar el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	40%	6	2.40	0	Verde		
	R2.7	La empresa podría tener futuras adquisiciones que no logren los beneficios esperados	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		
	R2.8	La empresa podría no disponer de fondos suficientes para implementar futuras estrategias	Bajo	20%	2	0.40	0	Verde		
	R2.9	La empresa podría estar sujeta a riesgos relaciones a litigios y expedientes administrativos que podrían afectar adversamente el negocio y el desempeño financiero en el caso de una decisión desfavorable	Medio Bajo	40%	4	1.60	0	Verde	Staff de abogados y estudios de abogados	
	R2.10	El negocio está sujeto a numerosos riesgos operativos que podrían afectar el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo	mantenimientos preventivos, plan de continuidad operativa, salud ocupacional, salud y seguridad de trabajo	
	R2.11	El negocio depende de la operación continua de las instalaciones de Pacasmayo, Rioja y Piura	Alto	40%	10	4.00	0	Amarillo	Seguros patrimonial	

Matriz de Riesgos	No.	Descripción de riesgo	Impacto si ocurre (B/MB/M/MA/A)	Probabilidad (Porcentaje)	Impacto	Criticidad	Propuesto	Clasificación Riesgo	Controles	Planes de acción
R2. Riesgo de Negocio e Industria	R2.12	El ingreso de sustitutos del cemento y desarrollo de nuevas técnicas de construcción en el mercado del Norte podría tener un efecto adverso en el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	40%	6	2.40	0	Verde	mkt sobre la calidad sus productos, innovacion	
	R2.13	El éxito de la empresa depende de los miembros clave de la Gerencia	Bajo	20%	2	0.40	0	Verde	personal calificado, transferencia de conocimiento, decisiones alineados la plan estrategico	
	R2.14	Las operaciones y ventas son altamente concentradas en el norte del Perú	Medio Alto	100%	8	8.00	1	Rojo	A la fecha están buscando nuevas oportunidades de inversión en otras plantas	Para mantener su participación de mercado, la empresa debe ofrecer soluciones constructivas adelantándose a satisfacer la necesidad de la empresa
	R2.15	La empresa está sujeta a regulaciones ambientales y podría estar expuesta a obligaciones y costos políticos como resultado del manejo de material peligroso y costos potenciales por cumplimiento medioambiental	Medio Alto	40%	8	3.20	0	Amarillo	gestion con las comunidades y gestion de control del medio ambiente	
	R2.16	Acuerdos internacionales relacionado a cambio climático puede resultar en un incremento de costos	Medio Bajo	20%	4	0.80	0	Verde	-	
	R2.17	Cambios en las regulaciones o interpretación de las regulaciones podrían afectar adversamente los negocios, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	20%	6	1.20	0	Verde	-	
	R2.18	Una disputa con los sindicatos pueden tener un efecto adverso en el negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio	60%	6	3.60	0	Amarillo	reuniones laborales, acuerdos con sindicatos, acuerdos a largo plazo	
	R2.19	Nuevos proyectos pueden requerir las aprobaciones previas de las comunidades locales indígenas	Medio Bajo	80%	4	3.20	0	Amarillo	-	
	R2.20	La emisión de bonos de la empresa contiene cláusulas financieras y algún impago puede traer efectos adversos materiales sobre las condiciones financieras y los flujos de caja	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo		
	R2.21	Incremento en el market share de los competidores actuales, afecte adversamente nuestras condiciones financieras y resultados operativos	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo		

Matriz de Riesgos	No.	Descripción de riesgo	Impacto si ocurre (B/MB/M/MA/A)	Probabilidad (Porcentaje)	Impacto	Criticidad	Propuesto	Clasificación Riesgo	Controles	Planes de acción
R3. Riesgos adicionales relacionados a proyectos no cementeros	R3.1	Cálculos de los materiales o insumos son solo estimaciones que si no se materializan o tangibilizan pueden afectar adversamente el negocio, nuestra situación financiera y el resultado de nuestras operaciones	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo		
	R3.2	Los proyectos de fosfatos y salmueras no son parte del core del negocio por lo que no se puede asegurar que se pueda extraer o comercializar estos productos de manera rentable.	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		
	R3.3	Las cantidades de inversión a realizar en los proyectos de fosfatos y salmueras puede variar significativamente a las estimaciones que realiza la empresa.	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		
	R3.4	Si existen dificultades con el Grupo Mitsubishi para llevar a cabo el proyecto de fosfatos y con Quimpac el proyecto de salmueras se existir la posibilidad de llegar a tener dificultades para llevar a cabo los proyectos	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		

Matriz de Riesgos	No.	Descripción de riesgo	Impacto si ocurre (B/MB/M/MA/A)	Probabilidad (Porcentaje)	Impacto	Criticidad	Propuesto	Clasificación Riesgo	Controles	Planes de acción
R4. Riesgos de mercado y financieros	R4.1	Riesgo que no paguemos a nuestros proveedores por falta de liquidez	Bajo	20%	2	0.40	0	Verde		
	R4.2	Créditos mal otorgados genera que no se cumplan las obligaciones hacia la empresa	Bajo	20%	2	0.40	0	Verde		
	R4.3	Por falta de liquidez la empresa no cumpla con las obligaciones de los tenedores de bonos	Alto	20%	10	2.00	0	Amarillo	alta generacion de caja	
	R4.4	Un mal desempeño de la empresa, afectaría la clasificación de riesgo y generaría un mayor costo de los créditos con terceros.	Medio	20%	6	1.20	0	Verde		
	R4.5	Fluctuaciones en tipo de cambio afecte negocio, condiciones financieras y resultados operativos	Medio Bajo	20%	4	0.80	0	Verde	Se generan dos swaps para mitigar las fluctuaciones del TC del bono obtenido.	

Notas biográficas

Ricardo Alberto Peñaranda Huerta

Ingeniero en Gestión Empresarial con amplia experiencia en gestión de proyectos de soluciones tecnológicas de negocio, riesgo de crédito, riesgo operativo, mejora de procesos y gestión del aprendizaje en el sector financiero. Especializado en Gestión de la Calidad Total y Productividad en la Universidad Agraria La Molina y en Mercado de Valores en ESAN.

Gerardo Jesús Salinas Lau

Licenciado en Administración de Empresas, cuenta con una especialización en Gestión de Empresas, cursó la maestría con especialización en Finanzas Corporativas en la Universidad del Pacífico. Tiene más de diez años de experiencia profesional en áreas del sector comercial, financiero y proyectos en empresas del sector de banca, metalurgia y consumo masivo.

Gerald Vega Gamonal

Contador público colegiado, especialista en normas internacionales de información financiera y finanzas, con amplia experiencia en contabilidad y finanzas, en empresas de servicios, comerciales e industriales. Actualmente se desempeña como coordinador de contabilidad en el Grupo Pacasmayo, así como consultor independiente de diversas empresas en el sector *retail* y servicios.