



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

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

**Presentado por  
Srta. Carolina Vanesa Solano Pizarro**

**Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Marquez**

**[0000-0003-0676-2666](tel:0000-0003-0676-2666)**

**Lima, Diciembre 2019**

Agradezco a Dios por tantas bendiciones, a mi familia por ser mi todo, especialmente a mis padres que me enseñan día a día que el infinito es el límite.

## **Resumen Ejecutivo**

Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias (en adelante “la compañía”) es uno de los 3 grandes líderes en el sector cementero, cuenta con más de 60 años desde su creación y su actividad principal es la producción y comercialización de cemento y derivados en la región norte del país. Cuenta a su vez con una participación de mercado que representa en conjunto el 21% del total de despachos de cemento a nivel nacional a Diciembre 2018.

El sector Construcción en el Perú, en los años 2016 a 2018, ha mostrado crecimientos menores a los esperados por la Compañía y diversos analistas económicos, ello debido a la coyuntura política y a los eventos de corrupción de empresas del sector (caso Lava Jato), así como eventos climatológicos (Fenómeno El Niño Costero). Para los próximos años se espera una recuperación importante de la inversión pública y privada que le permitiría a la Compañía obtener mejores resultados a los observados en los años mencionados.

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo hallar el valor fundamental de la compañía al cierre del año 2018, para ello se usó la metodología de flujos de caja descontados (DCF) y la valorización por múltiplos comparables. Como base se analizaron los estados financieros históricos de la empresa, su modelo de negocio e indicadores financieros con el fin de dar soporte a la estimación de ingresos, gastos e inversiones por un periodo de diez años. El valor obtenido de la firma bajo el primer método fue de S/ 3.973 millones, obteniéndose un valor fundamental de la acción común y de inversión de S/ 8,73 y de S/ 6,81 respectivamente. Con el segundo método, se tomó en cuenta el ratio EV/EBITDA y se obtuvo como resultado el valor fundamental por acción común de S/ 6,52 y de inversión S/ 5,09.

Finalmente, la compañía viene implementando cambios estratégicos y centrado todas sus operaciones al giro del negocio, sumado a una serie de proyectos de inversión como el terminal portuario Salaverry, Vía evitamiento Chimbote entre otros, lo que le brinda mayor sostenibilidad en el tiempo. De esta manera, con los resultados obtenidos y el valor fundamental de la compañía, nuestra recomendación es Comprar.

## Índice

<b>Resumen Ejecutivo.....</b>	<b>iii</b>
<b>Índice de gráficos .....</b>	<b>vii</b>
<b>Índice de tablas.....</b>	<b>viii</b>
<b>Índice de anexos .....</b>	<b>ix</b>
<b>Capítulo I. Descripción del negocio.....</b>	<b>10</b>
1. Giro del Negocio .....	10
2. Segmentos del Negocio .....	10
3. Productos.....	10
4. Plantas y capacidad de producción .....	11
5. Composición societaria y Accionariado .....	12
6. Subsidiarias .....	14
7. Proceso productivo .....	16
8. Clientes y Distribución .....	16
9. Gobierno Corporativo.....	17
10. Responsabilidad Social Empresarial.....	17
<b>Capítulo II. Análisis del Macroambiente, industria y estrategia competitiva .....</b>	<b>19</b>
1. PESTEL.....	19
2. Análisis de la industria .....	19
3. Cinco fuerzas de Porter.....	21
4. Misión de la compañía.....	21
5. Visión de la compañía .....	21
6. Ciclo de vida.....	21
7. FODA.....	22
8. Matriz BCG .....	22
9. Posicionamiento competitivo.....	23
<b>Capítulo III. Análisis financiero.....</b>	<b>25</b>
1. Ingresos, Mg. bruto, Mg. Ebitda, Mg. Operativo y Mg. Neto .....	25

1.1 Ventas en volumen .....	25
1.2 Ventas en Unidades Monetarias .....	26
1.3 Margen Bruto y Margen EBITDA.....	28
1.4 Margen Operativo.....	29
1.5 Margen Neto.....	30
2. Costo de Ventas.....	31
3. CAPEX.....	32
4. Deuda .....	33
5. Dividendos .....	34
6. Ratios Financieros .....	35
6.1 Ratios de Liquidez.....	35
6.1.1 Liquidez Corriente y Capital de trabajo .....	35
6.2 Ratios de Gestión.....	36
6.2.1 Días de Inventario, CxC y CxP.....	36
6.2.2 Ciclo de conversión de efectivo.....	37
6.2.3 NOF.....	37
6.3 Ratios de Solvencia .....	38
6.3.1 Deuda financiera / EBITDA .....	38
6.4 Ratios de Rentabilidad.....	38
6.4.1 ROA y ROE .....	38
6.4.2 Análisis DUPONT.....	39
7. Análisis Financiero .....	39
<b>Capítulo IV. Riesgos.....</b>	<b>41</b>
1. Riesgos Financieros.....	41
1.1 Riesgo de mercado .....	41
1.1.1 Riesgo de tipo de cambio.....	41
1.1.2 Riesgo de tasa de interés.....	41
1.1.3 Riesgo de precio .....	41

1.2 Riesgo de liquidez .....	42
1.3 Riesgo de crédito .....	42
2. Riesgos no financieros.....	42
2.1 Riesgo Tecnológico .....	42
2.2 Riesgo Legal.....	43
3. Matriz de riesgos .....	43
<b>Capítulo V. Valoración .....</b>	<b>44</b>
1. Justificación de uso de métodos.....	44
2. Metodología de Flujo de caja libre descontado.....	44
2.1 Determinación del COK .....	44
2.2 Determinación del WACC.....	45
2.3 Análisis de Sensibilidad.....	47
3. Método de Valorización por Múltiplos.....	48
<b>Conclusiones .....</b>	<b>50</b>
<b>Recomendaciones .....</b>	<b>50</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>51</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>53</b>
<b>Nota Biográfica: .....</b>	<b>82</b>

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Línea de negocio de la compañía .....	11
Gráfico 2. Capacidad utilizada de la compañía (2012-2018).....	12
Gráfico 3. Composición societaria de la compañía .....	13
Gráfico 4. Evolución del precio de las acciones común (soles) (2013-2018) .....	13
Gráfico 5. Rendimiento de las acciones comunes y el índice S&P/BVL (%) (2013-2018) .....	14
Gráfico 6. Estructura corporativa de la compañía.....	16
Gráfico 7. Relación PBI Global, PBI de construcción y Despachos de cemento .....	19
Gráfico 8. Evolución de la participación de mercado de proveedores de Cementos.....	20
Gráfico 9. Cadena de Valor de la gestión de Responsabilidad Social.....	21
Gráfico 10. Matriz BCG.....	23
Gráfico 11. Cantidad vendida en TM de la compañía (2011-2018).....	26
Gráfico 12. Ventas en Soles por segmento de la compañía (2011-2018).....	27
Gráfico 13. Crecimiento % Ventas de las tres principales Cementeras (2014-2018).....	27
Gráfico 14. Composición de ventas por Segmento de Negocio de la Compañía (2014-2018) ...	28
Gráfico 15. Margen Bruto y Margen EBITDA de las tres principales cementeras .....	29
Gráfico 16. Margen Operativo de las tres principales Cementeras .....	30
Gráfico 17. Margen Neto de las tres principales Cementeras .....	31
Gráfico 18. Detalle de Costo de ventas de la compañía (2014-2018).....	31
Gráfico 19 % CAPEX Manto y % CAPEX Expansión de la compañía (2014-2018).....	32
Gráfico 20. % de Deuda Financiera de Corto y Largo Plazo de las tres cementeras.....	33
Gráfico 22. Evolución de utilidades acumuladas, dividendos pagados y payout ratio.....	35
Gráfico 23. Ratio Corriente de las tres principales cementeras .....	35
Gráfico 24. Capital de trabajo de las tres principales cementeras .....	36
Gráfico 25. Días de Inventario, CxC, CxP de las tres principales cementeras .....	36
Gráfico 26. Ciclo de Conversión de Efectivo de las principales cementeras nacionales.....	37
Gráfico 27. NOF .....	37
Gráfico 28. Deuda Financiera/ Ebitda de las tres principales cementeras.....	38
Gráfico 29. ROA y ROE de las tres principales Cementeras .....	38
Gráfico 30. Matriz de riesgos .....	43

## Índice de tablas

Tabla 1. Ventas por segmento de la compañía (2016-2018).....	10
Tabla 2. Capacidad instalada, Producción y grado de utilización de la compañía en el 2018.....	12
Tabla 3. Composición de Acciones de la compañía .....	13
Tabla 4. Data de Matriz BCG.....	23
Tabla 5. Cantidad vendida en TM y crecimiento de la compañía (2011-2018) .....	25
Tabla 6. Ventas en Soles por segmento de la compañía (2011-2018).....	26
Tabla 7. Detalle CAPEX de la compañía (2014-2018).....	32
Tabla 8. Descomposición de la deuda financiera de la compañía (expresado en millones de S/) .....	33
Tabla 9. Evolución de utilidades acumuladas, dividendos pagados y payout ratio .....	34
Tabla 10. Análisis DUPONT de las tres principales Cementeras .....	39
Tabla 11. Cálculo del COK .....	45
Tabla 12. Cálculo del WACC.....	45
Tabla 13. FCFF .....	46
Tabla 14. Factor de descuento por prima por Acción .....	47
Tabla 15. Análisis de Sensibilidad de las acciones de la compañía .....	47
Tabla 16. Múltiplos .....	48
Tabla 17. Valoración por Múltiplos .....	49
Tabla 18. Valorizaciones de agentes de mercado .....	49
Tabla 21. Accionariado .....	55
Tabla 22. Directorio .....	55



## Índice de anexos

Anexo 1. Principales Líneas de negocio.....	53
Anexo 2. Accionariado y Directorio.....	55
Anexo 3. Proceso productivo .....	56
Anexo 4. PESTEL.....	57
Anexo 5. Análisis del entorno macroambiente .....	58
Anexo 6. Proyectos privados 2019-2020.....	60
Anexo 7. Cinco fuerzas de Porter .....	61
Anexo 8. Estado de situación financiera histórico (en miles de soles) .....	62
Anexo 9. Análisis Vertical del Estado de situación financiera histórico (%).....	63
Anexo 10. Análisis Horizontal del Estado de situación financiera histórico (%).....	64
Anexo 11. Estado de Resultados históricos (en miles de soles).....	65
Anexo 12. Análisis Vertical y Horizontal del Estado de Resultados de la compañía. ....	66
Anexo 13. Costo de Venta.....	67
Anexo 14. Supuestos de Valoración.....	68
Anexo 15. Proyección de ventas .....	70
Anexo 16. Entrevista con el vicepresidente de Administración y Finanzas, Manuel.....	71
Anexo 17. Factor de descuento por prima de Emisión .....	76
Anexo 18. Betas consideradas en la Sensibilidad.....	77
Anexo 19. Balance General proyectado .....	78
Anexo 20. Estado de Resultado Proyectado .....	80
Anexo 21. Flujos de efectivo proyectado .....	81

## Capítulo I. Descripción del negocio

### 1. Giro del Negocio

Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias (en adelante “la compañía”), fue constituida en 1957, es uno de los líderes en la industria de cementos del Perú, concentrándose en la región norte del país. Su principal actividad es la producción, distribución y comercialización de cementos y sus derivados (bloques de concreto y premezclados).

La compañía cotiza en la BVL desde 1995 (CPACASC1), y en la bolsa de Nueva York (CPAC) desde el 2012. Del total de acciones comunes mantenidas por la Compañía, 60.577.811 están listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York y 363.290.638 en la Bolsa de Valores de Lima al 31 de diciembre de 2018.

### 2. Segmentos del Negocio

La compañía presenta las ventas divididas en los siguientes segmentos para medir su relevancia e impacto:

**Tabla 1. Ventas por segmento de la compañía (2016-2018)**

RUBRO	% VENTAS			
	2015	2016	2017	2018
Cemento, concreto y bloques	88,50%	89,00%	87,80%	89,86%
Suministros para la construcción	6,10%	4,90%	5,40%	5,44%
Cal	5,20%	6,00%	6,60%	4,56%
Otros productos y servicios	0,20%	0,10%	0,20%	0,14%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo S.A.A. Elaboración propia (2019).

Como se puede apreciar, la actividad *core* que influye directamente al negocio es la producción y comercialización de cemento, concreto y bloques.

### 3. Productos

La nueva visión de la compañía es no solo ser una empresa cementera, sino brindar soluciones integrales de proyectos y especializarse en las necesidades de cada cliente. Por tal motivo, la compañía brinda un nuevo portafolio, innovando cada año con nuevos productos y de este modo generar eficiencia en cada segmento.

**Gráfico 1. Línea de negocio de la compañía**



Fuente: Memoria BGC 2018.

Dentro de sus principales productos, servicios e insumos que tienen mayor relevancia debido a que determinan en casi 90% los ingresos por ventas de la compañía, tenemos al segmento de Cemento, concreto y bloques.

En el **Anexo 1**, se detalla las principales líneas de negocio, así como los productos que componen cada una de ellas.

#### **4. Plantas y capacidad de producción**

La compañía posee tres plantas: Pacasmayo, Rioja (que pertenece a la subsidiaria Cementos Selva S.A.) y Piura, donde en los últimos años todas las mencionadas se han enfocado en maximizar la capacidad instalada de tal modo que permita satisfacer nuevos segmentos.

Además, la compañía cuenta con cuatro plantas de prefabricados de concreto (Trujillo, Piura, Pacasmayo y Rioja), ocho plantas de concreto premezclado (Cajamarca, Pacasmayo, Trujillo, Chimbote, Rioja, Tarapoto, Piura y Chiclayo) y una planta de cal (Pacasmayo).

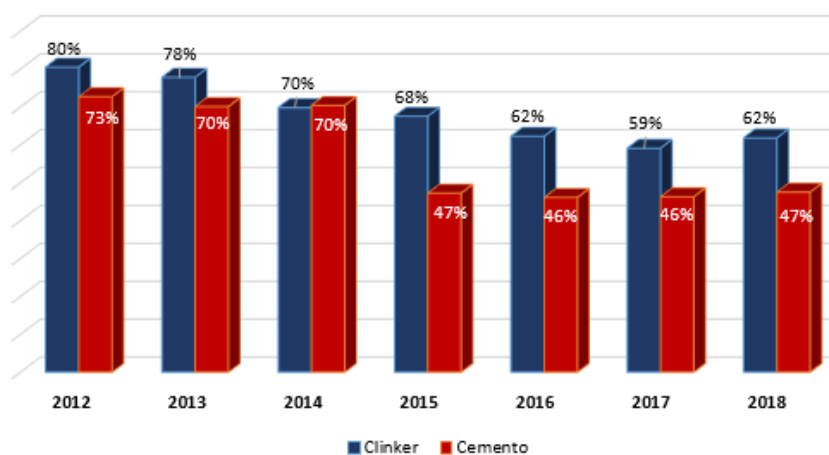
«Las plantas de Pacasmayo, Rioja y Piura en el 2018 despacharon en conjunto en cemento 2.364.133 TM (4,3% por encima de lo despachado el año anterior), principalmente, por la recuperación de la demanda luego del Fenómeno El Niño Costero, durante el 2017; así como por una mayor demanda por parte del sector público para los proyectos de la Reconstrucción con cambios» (Memoria Pacasmayo BVL 2018:5).

**Tabla 2. Capacidad instalada, Producción y grado de utilización de la compañía en el 2018**

Planta	Producto	Capacidad Instalada Anual <sup>TM</sup>	Producción	% de Utilización
Pacasmayo	Cemento	2.900.000,00	1.155.314,00	40%
	Clinker	1.500.000,00	842.425,00	56%
	Cal	240.000,00	97.400,00	41%
Rioja	Cemento	440.000,00	272.865,00	62%
	Clinker	280.000,00	206.747,00	74%
Piura	Cemento	1.600.000,00	917.926,00	57%
	Clinker	1.000.000,00	668.819,00	67%
Total	Cemento	4.940.000,00	2.346.105,00	47%
	Clinker	1.780.000,00	1.049.172,00	59%
	Cal	240.000,00	97.400,00	41%

Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo S.A.A.2018 Elaboración propia 2019

**Gráfico 2. Capacidad utilizada de la compañía (2012-2018)**

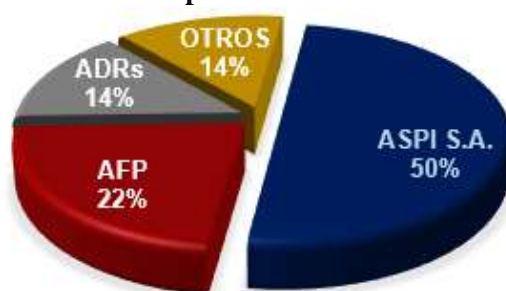


Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo S.A.A. 2012-2018. Elaboración propia (2019).

## 5. Composición societaria y Accionariado

La compañía forma parte del grupo económico Hochschild, liderado por Eduardo Hochschild Beeck, quien a su vez mantiene una participación de 50,01% mediante la empresa Inversiones Aspi S.A; el segundo accionista con más relevancia porcentual son las cuatro AFP con 22%; el tercer accionista que le continúa son los ADRs de JP Morgan Chase Bank con el 14%; y, finalmente, otros accionistas que en conjunto poseen el 14% restante.

**Gráfico 3. Composición societaria de la compañía**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia (2019)

«El capital social está representado por 423.868.449 acciones comunes, cuyo valor nominal es de S/ 1,00 nuevo sol por acción y representa el 91,32% de la totalidad de acciones en circulación. En cuanto a acciones de inversión, es representado por 40.278.894 cuyo valor nominal es de un nuevo sol por acción y representan aproximadamente el 8,68% de la totalidad de acciones en circulación» (*Memoria Pacasmayo BVL 2018:8*). La compañía cotiza tanto en la bolsa de Valores de Lima (CPACASC1) como en la bolsa de Nueva York (CPAC).

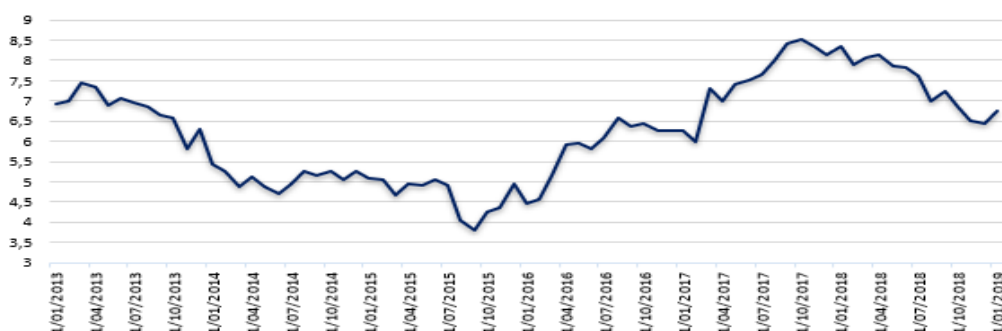
Al cierre del 2018, el precio de la acción común y de inversión de la compañía asciende a S/ 6,45 y S/ 5,00 respectivamente donde las acciones comunes son más líquidas comparadas con las acciones de inversión de la misma.

**Tabla 3. Composición de Acciones de la compañía**

Al 31.12.2018	Comunes (CPACASC1)	Inversión (CPACASII)
Precio (S/)	6,45	5,00
Número de acciones	423.868.400	40.279.000
Capitalización de mercado	2.733.951.180	201.395.000
Grado de liquidez (Días de cotización al año / días hábiles bolsa)	95%	23%

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia (2019).

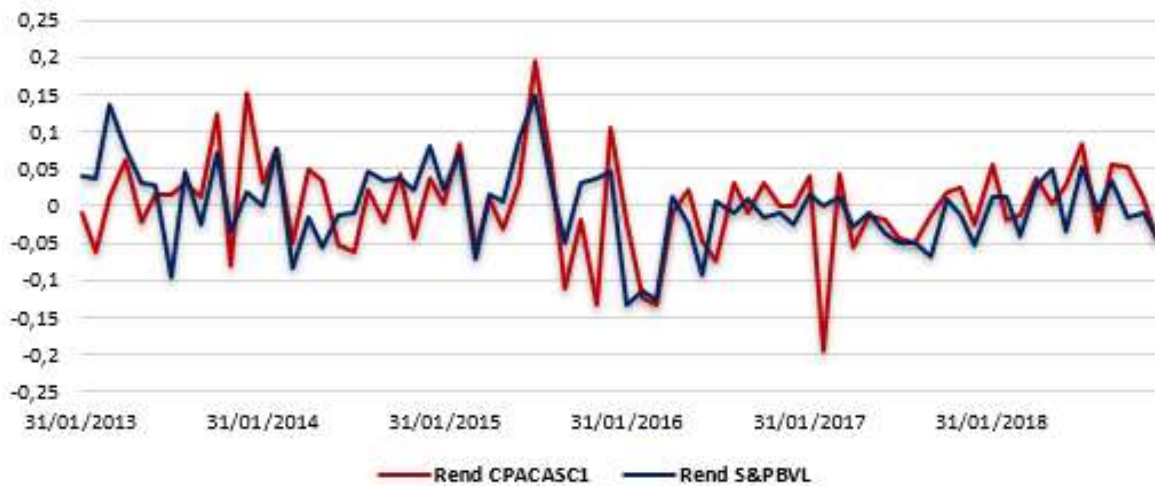
**Gráfico 4. Evolución del precio de las acciones común (soles) (2013-2018)**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia 2019

A continuación, se muestra la evolución de los rendimientos de las acciones comunes y el índice general de la Bolsa de Valores de Lima, el cual guarda una correlación de 0,5411 en el periodo analizado (2013-2018).

**Gráfico 5. Rendimiento de las acciones comunes y el índice S&P/BVL (%) (2013-2018)**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia 2019

En el **Anexo 2**, se muestra el detalle del accionariado, así como el directorio y puestos clave de la compañía.

## 6. Subsidiarias

La compañía constituyó y adquirió subsidiarias de forma estratégica debido a que la mayoría contribuye con su ciclo operativo del negocio. Entre ellas tenemos:

### **Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. – DINO**

Se considera como su subsidiaria comercial debido a que se encarga del proceso de comercialización y distribución de materiales de construcción, tanto de la compañía como de terceros en todo el norte y oriente del Perú. Su estrategia de pre y post venta, sumado a más de 130 locales asociados, la ha llevado a ser la principal distribuidora de cemento y demás líneas de productos para la construcción básica.

Cabe resaltar que también produce bloque, ladrillos de cemento y concreto premezclado.

### **Cementos Selva S.A. y subsidiarias**

«Se encarga principalmente de la producción y comercialización de cemento y otros materiales de construcción en la región nororiente del Perú» (Dictamen Consolidado 2018:12). A su vez, tiene acciones en Din SELVA Iquitos S.A.C. (una compañía distribuidora de cemento y materiales de construcción que conforma con Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. la red DINO) y en Acuicola Los Paiches S.A.C. (una entidad que se dedica a la crianza de peces).

Cabe resaltar que Din SELVA se encarga del 89,1% de las ventas de Cementos Selva que el 2017 ascendió a S/ 136.5 MM.

### **Calizas del Norte S.A.C. En Liquidación**

«Calizas del Norte S.A.C: Constituida en el 2013 para dedicarse principalmente a actividades mineras, así como al transporte de mercaderías en general» (Dictamen Consolidado 2018:12).

Se tomó la decisión de liquidación en mayo de 2016, cuando la compañía argumentó que «los altos inventarios de piedra caliza y la eficiencia de la planta Piura habían promovido la decisión mencionada» (*Periódico Perú Siglo XXI* 2016).

### **Salmueras Sudamericanas**

Nació con el objeto social de explotación, procesamiento y comercialización de minerales contenidos en salmueras en la región norte del país. Inicialmente, la compañía se comprometió en invertir US\$100 MM, sin embargo, en diciembre de 2017, la compañía desistió del proyecto para priorizar sus inversiones concentrándose en la fabricación y comercialización de cemento y soluciones constructivas. Cabe resaltar que esta decisión está alineada con la visión de la compañía. Por lo anterior, se cargó a resultados del ejercicio 2017 una provisión por el deterioro de los activos de dicho proyecto que asciende a S/ 47.6 MM.

### **E.T. Guadalupe E.I.R.L.**

«Es la empresa que provee energía eléctrica a la planta de Pacasmayo» (*Reporte de Sostenibilidad* 2018:8). Actualmente, los proveedores de energía eléctrica para la compañía son la presente subsidiaria, Electroperú S.A. y Electro Oriente S.A. La electricidad a las plantas de la compañía se transmite a través del Sistema de Interconexión Eléctrica Peruana ("SEIN").

**Gráfico 6. Estructura corporativa de la compañía**



Fuente: Dictamen Anual 2018. Elaboración propia (2019).

## 7. Proceso productivo

El proceso de producción de cemento consta principalmente de cinco etapas:

- Extracción de Materias primas
- Molienda de crudo
- Calcinación
- Molienda de Cemento
- Envase y embarque

En el **Anexo 3**, se detalla un diagrama y principales objetivos por cada etapa.

## 8. Clientes y Distribución

Los productos de la compañía son distribuidos principalmente por la red DINO (Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L. y DINO Selva Iquitos S.A.C.). «La primera que atiende las ciudades de la costa, desde Tumbes por el norte, hasta Huarney por el sur; así como los departamentos de Cajamarca y Amazonas. La segunda que sirve a las ciudades de Chachapoyas, Pedro Ruiz, Nueva Cajamarca, Rioja, Moyobamba, Tarapoto, Yurimaguas, Juanjuí e Iquitos» (*Reporte de Sostenibilidad 2018:10*).

En el 2017, se reorganizó el área de distribución incorporándola a la gerencia Comercial, que permitió dar un mejor de servicio de despacho y fortaleciendo la red DINO. Actualmente, cuenta con dos canales de venta:



- **Canal Masivo:** Atendido, principalmente, por la red DINO que representó el 83,2% de las ventas del 2018. Entre los más destacados tenemos: Comerciantes Asociados, No asociados, Tiendas para el mejoramiento del hogar.
- **Canal Industrial:** Atiende a constructoras, concreteras y otras empresas que usan el cemento como insumo para producción, que representó el 16,8% de las ventas del 2018. Entre los más destacados, tenemos Empresas KAM Nacionales, Locales, mediana y pequeñas constructoras, transformadores y planta concreteras.

Para cada proceso de producción, establecen controles de calidad de modo que cumplan con las normas técnicas peruanas (NTP) y las normas internacionales de la *American Society for testing and Materials* (ASTM), esto conjuntamente con la sección informativa y post venta brinda mayor satisfacción al cliente lo cual también es medido mensualmente. «El objetivo definido por la empresa establece un alcance del 82,40 % como nivel anual de satisfacción. Al cierre del 2018 el nivel de satisfacción alcanzado fue de 82,97 %» (*Reporte de Sostenibilidad 2018:12*).

## 9. Gobierno Corporativo

«En la compañía, mantenemos un constante compromiso con el desarrollo de las prácticas de buen gobierno corporativo, con el objetivo de mantener los altos estándares logrados a lo largo de los años en la aplicación de dichas prácticas» (*Reporte de Sostenibilidad 2018:12*).

Es por ello, que la compañía por noveno año consecutivo forma parte del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) para las sociedades peruanas, obteniendo un resultado de 95,19% de cumplimiento de mencionado reporte, el mismo que es elaborado por la BVL con Ernst & Young, donde certifica que la compañía cumple con los principios de buen gobierno corporativo para con los accionistas y *stakeholders*.

## 10. Responsabilidad Social Empresarial

La compañía cuenta con certificaciones como ISO 9001-2015 e ISO 37001-2016. La primera certificación la recibió en el 2018, la cual es válida hasta el año 2021. Esta certificación brinda la certeza de un sistema de gestión de calidad que promueve satisfacer las necesidades del cliente y estar alineado en la mejora continua de sus procesos. La segunda certificación la recibió en el 2019, la cual es válida hasta el año 2022. Esta última certificación brinda lineamientos para una gestión antisoborno y mitiga los riesgos con el fin de prevenir dichas situaciones.

Así mismo, este año 2019 y por séptima vez, recibió el reconocimiento Distintivo Empresa Socialmente Responsable 2018 (ESR), el cual realza la mejora continua en una gestión sostenible en Buenas Prácticas de Buen Gobierno Corporativo bajo criterios en material social y ambiental. La compañía presenta anualmente su Informe de Sostenibilidad, donde se detalla el desempeño ambiental, social y financiero, de acuerdo con los estándares y lineamientos del GRI.<sup>1</sup>

Entre sus indicadores principales muestra el alcance del 84% de compromiso y 100% de capacitaciones anticorrupción para sus colaboradores, conjuntamente con la reducción del 3% de residuos peligrosos y 8,26% de tCO<sub>2</sub>eq (Tonelada de Gases de efecto Invernadero) en la planta Piura. Cabe resaltar que en este informe presenta principalmente su mecanismo de diálogo con sus grupos de interés, gestión de riesgos, gestión de reclamos, estrategia corporativa y su impacto sobre el medio ambiente.

Todo lo anterior es una muestra de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social que realiza la compañía, por ello, se encuentra en la constante búsqueda de mejora continua de sus procesos no solo para ver oportunidades y amenazas existentes, sino como lo indica Humberto Nadal<sup>2</sup>: “Ser conscientes de esas oportunidades y amenazas para cuidar el presente, pero, sobre todo, para prever, para planificar, para innovar y para crear el futuro”.

---

<sup>1</sup> GRI (*Global Reporting Initiative*), es el conjunto de Estándares GRI para la elaboración de informes de sostenibilidad. Estos Estándares se han diseñado para que las organizaciones los usen a la hora de notificar sus impactos en la economía, el medio ambiente y la sociedad.

<sup>2</sup> Humberto Nadal del Carpio, es un empresario que ha estado al frente de 7 compañías diferentes y ocupa el cargo de Vicepresidente y Gerente General en Inversiones ASPI SA, Director Ejecutivo y Director en Fossal S.A.A. y Director Ejecutivo y Director de Cementos Pacasmayo SAA. Recibió una licenciatura de la Universidad del Pacífico y un MBA de la Universidad de Georgetown.

## Capítulo II. Análisis del Macroambiente, industria y estrategia competitiva

### 1. PESTEL

Es una metodología que se desarrolló por primera vez por el profesor americano Francis J. Aguilar en su libro “Scanning the Business Environment” en 1964. Se inició con las siglas ETPS (*Economic, Technical, Political and Social influences*), con el pasar de los años se ha complementado las siglas siendo, según la página web PestleAnalysis, los acrónimos más usados «PESTEL, STEP, STEEPLE entre otras variaciones».

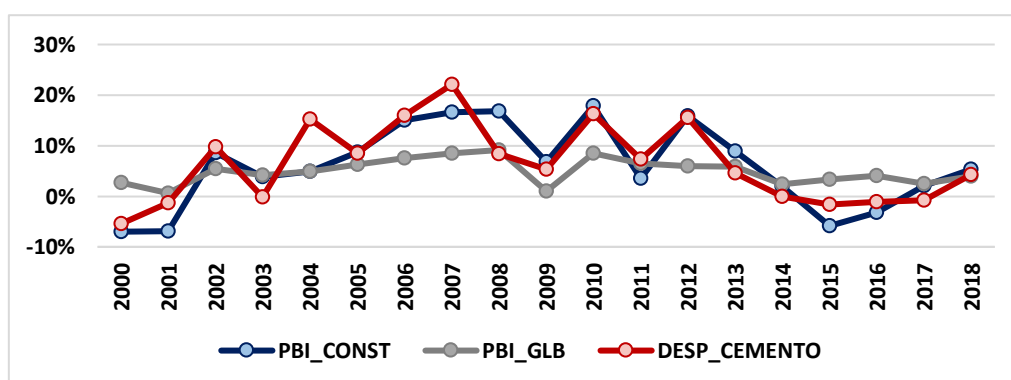
Es un acrónimo de los factores: Políticos, Económicos, Sociales y Tecnológicos donde se analiza los factores externos que se pueden presentar como Amenazas u Oportunidades que se detalla en el **Anexo 4**.

Asimismo se analiza un análisis del macroambiente internacional, regional y nacional el cual se detalla en el **Anexo 5**.

### 2. Análisis de la industria

La evolución histórica de los despachos de cemento en el Perú muestra una alta correlación con el PBI de construcción (Factor 0,85) y este a su vez con el PBI total (Factor 0,81). Esto comprueba que el PBI del sector construcción depende de dos variables: **despachos de cementos y avance físico de obras**.

**Gráfico 7. Relación PBI Global, PBI de construcción y Despachos de cemento**



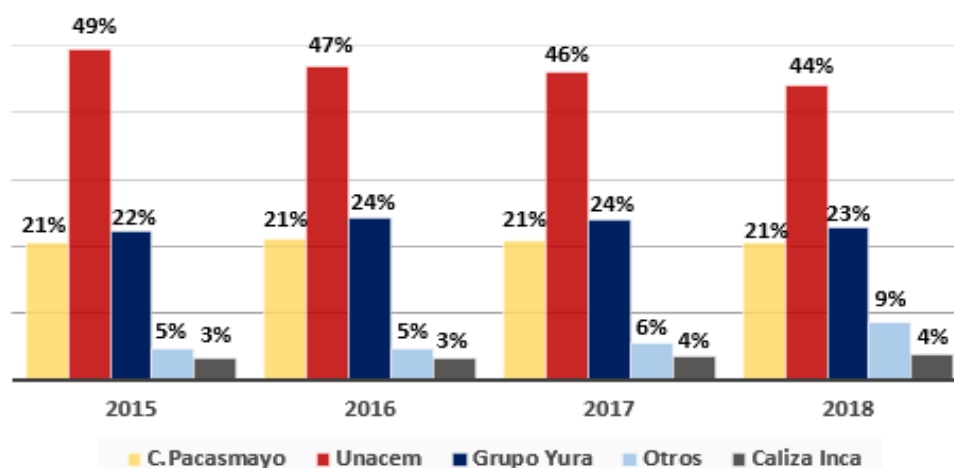
Fuente: Información Estadística BCRP, Elaboración propia (2019).

Al cierre del 2018, las ventas de la compañía provienen del mercado de autoconstrucción, el cual representa alrededor del 57%, seguido por la construcción privada con el 23% y la construcción pública, que representa, alrededor del 20% del total de ventas.

El PBI del sector construcción a junio-2019 creció 13,63%, principalmente por el avance de 20,34% de obras, lo cual impulsó el mayor consumo de cementos que creció en 11,9%. La inversión privada creció en 4,4% en el 2018 y se proyecta que en el 2019 y 2020 llegue al 3,8% y 5,5%, respectivamente, así como la inversión pública, la cual creció 6,8% en el 2018 y se proyecta que en el 2019 crezca solo 1% y alcance el 5% en el 2020. Por lo anterior, se proyecta que el sector construcción en el 2019 y 2020 crecerá por el impulso de la inversión privada. En el **Anexo 6** se muestra los proyectos privados para el año 2019-2020.

El mercado de cemento y materiales de construcción en el Perú esta segmentado por zona geográfica del país debido, principalmente, a los sobrecostos de distribución que asumiría cada empresa. Los principales proveedores de Cemento son Unacem S.A.A., la compañía, Yura S.A. y Caliza Cementos Inca, entre otras importadoras como Cemex e Invercem.

**Gráfico 8. Evolución de la participación de mercado de proveedores de Cementos**



Fuente: Resultados Pacasmayo 2019. Elaboración propia (2019).

De acuerdo a la ubicación geográfica, la venta de cementos en Perú se segmenta de la siguiente manera:

- Zona Centro: Cementos Unacem del Grupo Rizo Patron, Cementos Inca, de la familia Choy, y Cemex.
- Zona Norte: Cementos Pacasmayo, Cementos Selva, del Grupo Hochschild, y Cementos Inca, de la familia Choy.
- Zona Sur: Cementos Yura y Cementos Sur, del Grupo Gloria.

El impacto de nuevos competidores de cementos ha provocado que, en el 2018, en el departamento de Piura, descienda el precio de cementos de S/ 25,00 a S/ 22,00 con tendencia a una guerra de precios en todo el norte del país. (*Diario Gestión* 2018)

### 3. Cinco fuerzas de Porter

Para poder medir el entorno en el cual la compañía compete, se analiza las cinco fuerzas de Porter de acuerdo al modelo estratégico por M. Porter (1987). En base al **Anexo 7**, podemos concluir que el mayor nivel de rivalidad se encuentra en los clientes puesto que se da importancia al precio y los competidores, debido a que poco a poco obtiene mayor posición en el mercado; por otro lado, el nivel de competitividad depende de la óptima estructura y distribución de costos.

### 4. Misión de la compañía

«Crear valor a nuestros inversionistas, a través de un crecimiento sostenible, para beneficio de nuestros clientes, colaboradores, comunidades y el país» (*Reporte de Sostenibilidad* 2018:60).

### 5. Visión de la compañía

«Ser una empresa líder en la provisión de soluciones constructivas que se anticipe a las necesidades de nuestros clientes y que contribuya con el progreso del país» (*Reporte de Sostenibilidad* 2018:60).

### 6. Ciclo de vida

Según Lester, Parnell y Menefee (2003), una empresa en fase de reinención apuesta por volver a su esencia innovadora, invirtiendo en investigación y desarrollo (I+D), rediseñando sus cadenas de valor y generando productos diferenciados acorde a las diversas necesidades y tipos de clientes. En base a ello, la compañía se encuentra en una etapa de reinención puesto que está en una constante búsqueda de optimizar sus procesos para mantener sus márgenes de rentabilidad.

**Gráfico 9. Cadena de Valor de la gestión de Responsabilidad Social**



Fuente: Memoria BCG Pacasmayo 2018.

## 7. FODA

MATRIZ FODA			
		Fortalezas	Oportunidades
INTERNOS		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liderazgo localizado en el Norte</li> <li>• Buen nivel de confianza de acciones por cotizar en la bolsa de Perú y EEUU.</li> <li>• Cultura de Innovación y mejora continua.</li> <li>• Sólida y extensa red de distribución.</li> <li>• Productos con alto prestigio.</li> <li>• Seguimiento y buena relación con sus grupos de interés</li> <li>• Optima gestión financiera, alto nivel de liquidez, solvencia patrimonial y moderado endeudamiento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plan anual de proyectos de infraestructura en el lugar donde se posiciona su mercado.</li> <li>• Ejecución de proyectos de reconstrucción de zona norte por consecuencia del Niño costero.</li> <li>• Altos costos de inversión para nuevos competidores.</li> <li>• Pocos productos sustitutos.</li> <li>• Déficit de vivienda en el país y en zona de influencia.</li> </ul>
		<b>Debilidades</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Elevados costos de mantenimiento de activo fijo.</li> <li>• Concentración de ventas en la zona norte del país.</li> <li>• Pérdida patrimonial a causa de saldo de dividendos por pagar.</li> <li>• Alta dependencia del sector construcción.</li> </ul>	<b>Amenazas</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Competencia de precios con nuevos competidores.</li> <li>• Inestabilidad política que generan bajo nivel de confianza en el país.</li> <li>• Probabilidad de cambios impositivos y legales.</li> <li>• Conflictos sociales en las zonas cercanas a canteras.</li> </ul>
	EXTERNOS		

Fuente: Memoria Pacasmayo 2018, Macro macroeconómico multianual 2020-2023, Elaboración propia (2019).

## 8. Matriz BCG

Esta herramienta de los años 70's es usada para un análisis de posición del negocio, creada por Bruce D. Henderson en 1973. Sus siglas hacen referencia a "Boston Consulting Group".

Se analizó la Matriz BCG y se determinó que el segmento Cementos, Concreto y Bloques el cual representa 90% del total de sus ventas, se encuentra ingresando a una etapa de madurez y a la vez,

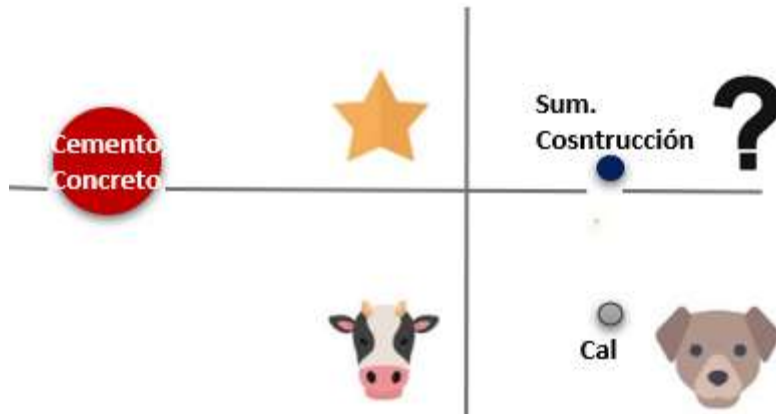
el mismo mantiene la competitividad de la compañía por lo que la concentración de recursos es necesaria. A la vez, el segmento Suministros de construcción, es el segundo que ha tenido mayor crecimiento y aunque su participación de mercado no es tan relevante, la visión de la compañía implica continuar ganando mayor participación de mercado y llegar a ser un líder en soluciones constructivas.

**Tabla 4. Data de Matriz BCG**

PRODUCTOS	2017		2018		Participac. Relativa	Tabla de Crecimiento		
	VENTAS S/ (000)	%	VENTAS S/ (000)	%		2018	2017	2016
Cemento, Concreto, Bloques	1.076.648,00	87,84%	1.134.123,00	89,85%	16,47	5%	-2%	1%
Suministros Construcción	66.442,00	5,42%	68.872,00	5,46%	0,06	4%	11%	-21%
Cal	80.707,00	6,58%	57.564,00	4,56%	0,05	-29%	7%	17%
Otros productos	1.842,00	0,15%	1.692,00	0,13%	0,53	-8%	4%	-15%
	<u>1.225.639,00</u>		<u>1.262.251,00</u>			3%	-1%	1%

Fuente: Memoria Pacasmayo 2018, Bloomberg, Elaboración propia (2019).

**Gráfico 10. Matriz BCG**



Fuente: Memoria Pacasmayo 2018, Bloomberg, Elaboración propia (2019).

## 9. Posicionamiento competitivo

La compañía desarrolla un nuevo enfoque como ventaja competitiva que consiste en evolucionar de un productor de cemento a una empresa de soluciones constructivas. Para ello, se basa en sus ejes que son la innovación y la transformación digital. Esta estrategia le permite expandirse a

nuevos mercados, adecuarse y reinventarse a las necesidades de sus clientes y presentar una mayor diversificación de sus productos de soluciones constructivas.

Durante el primer trimestre del 2019, se ha comenzado a atender el nuevo mercado de Iquitos, en la Amazonia peruana, y, de ese modo, aprovechar la ventaja en impuestos que beneficia a esa zona.

Contar con todo el proceso productivo brinda la fortaleza de dominio de sus costos y eficiencia operativa, a la vez los ratios financieros de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad respalda el crecimiento logrado y brinda la capacidad de poder mitigar sus riesgos.



### Capítulo III. Análisis financiero

Para el presente análisis se ha elaborado un análisis horizontal y vertical (**Anexo 9,10,12**), partiendo desde el 2014 hasta la actualidad (2018), a la vez, se ha incorporado análisis de ratios e indicadores clave que sirven para medir la condición financiera y el desempeño de la compañía. Según Beatrice Avolio, “la comparación proporciona una visión relativa de la condición financiera y del desarrollo de la empresa, sin embargo, las comparaciones con el promedio de la industria no siempre revelan la fortaleza o debilidad financiera, sino son útiles para identificar empresas que están fuera de lo normal”.

En base a lo anterior, para efectos de comparación, se eligió a las principales empresas cementeras nacionales como Unacem<sup>3</sup> y Consorcio Cementero del Sur (Concesur)<sup>4</sup>, lo que proporcionará una visión más consolidada y un índice promedio de la industria local.

#### 1. Ingresos, Mg. bruto, Mg. Ebitda, Mg. Operativo y Mg. Neto

##### 1.1 Ventas en volumen

La cantidad de cemento en TM tiene un crecimiento promedio de 3.52% desde el 2011 al 2018. Se puede visualizar que, a partir del 2014, las ventas dan un retroceso a causa de la coyuntura desfavorable registrada en el sector construcción, desaceleración del consumo interno y el retraso en la ejecución de obras del sector público.

**Tabla 5. Cantidad vendida en TM y crecimiento de la compañía (2011-2018)**

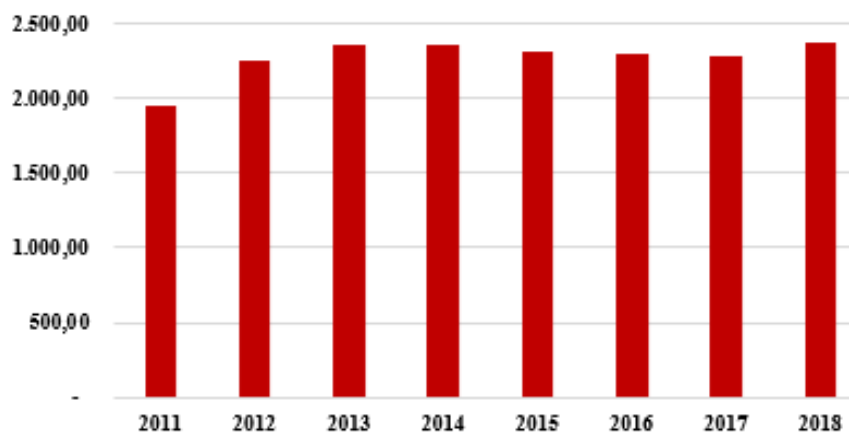
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cantidad TM (000)	1.944	2.245	2.349	2.347	2.310	2.285	2.268	2.364
Crecim. %	7%	16%	5%	0%	-2%	-1%	-1%	4%

Fuente: Memoria Pacasmayo 2011-2018, Elaboración propia (2019).

<sup>3</sup> Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM), antes Cementos Lima S.A.A. tiene como accionista principal a SIA, la misma que es controlada accionariamente por la empresa holding Nuevas Inversiones S.A., que es un vehículo de inversión controlado por las familias Rizo Patrón, Gastañeta, Berckemeyer y De La Piedra.

<sup>4</sup> Consorcio Cementero del Sur S.A.-Concesur (principal accionista de Yura con 92.75% de sus acciones), es una empresa subsidiaria de Holding Cementero del Perú S.A perteneciente a una de las 4 unidades de negocio del grupo Gloria. Concesur controla empresas como Yura S.A., Cal & Cementos Sur S.A., Concretos Supermix S.A., Industrias Cachimayo S.A., Sociedad Boliviana de Cemento S.A. y Unión Cementera Nacional, UCEM C.E.M.

**Gráfico 11. Cantidad vendida en TM de la compañía (2011-2018)**



Fuente: Memoria Pacasmayo 2011-2018, Elaboración propia (2019).

## 1.2 Ventas en Unidades Monetarias

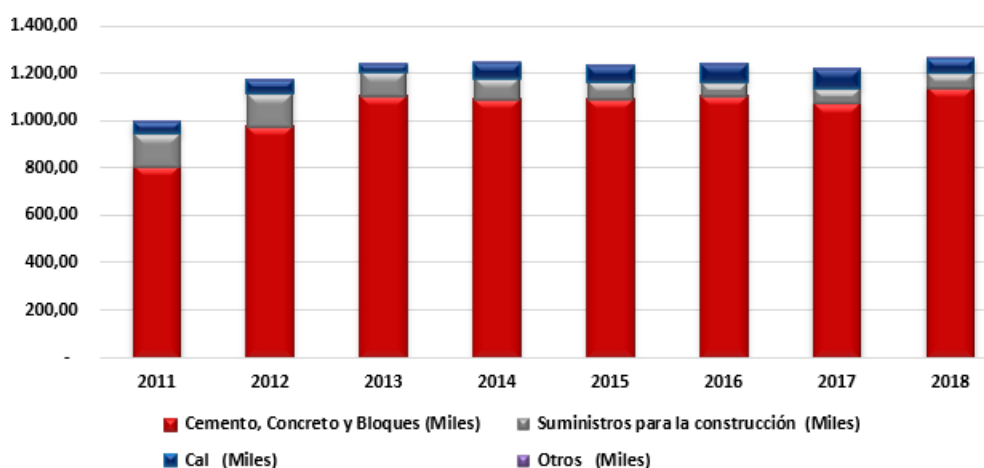
Se puede visualizar que a pesar de que el volumen de despachos de cementos fue menor durante el 2014-2016 mantuvo sus ventas en términos monetarios debido principalmente a un mayor precio promedio de los productos.

**Tabla 6. Ventas en Soles por segmento de la compañía (2011-2018)**

Descripción	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	MM S/	MM S/	MM S/	MM S/	MM S/	MM S/	MM S/	MM S/
Cemento, Concreto y Bloques	802,96	972,24	1.102,08	1.085,37	1.089,23	1.103,40	1.070,70	1.134,10
Crecimiento %	10%	21%	13%	-2%	0%	1%	-3%	6%
Sumin. construcción	143,33	143,17	103,29	95,41	75,52	59,90	66,40	68,90
Crecimiento %	49%	0%	-28%	-8%	-21%	-21%	11%	4%
Cal	45,86	52,74	31,85	61,05	64,13	75,10	80,70	57,60
Crecimiento %	-21%	15%	-40%	92%	5%	17%	7%	-29%
Otros	2,82	1,66	2,47	0,76	2,22	1,80	1,80	1,70
Crecimiento %	-82%	-41%	48%	-69%	193%	-19%	0%	-6%
Crecimiento General %	11%	18%	6%	0%	-1%	1%	-2%	4%

Fuente: Memoria Pacasmayo 2011-2018, Elaboración propia (2019).

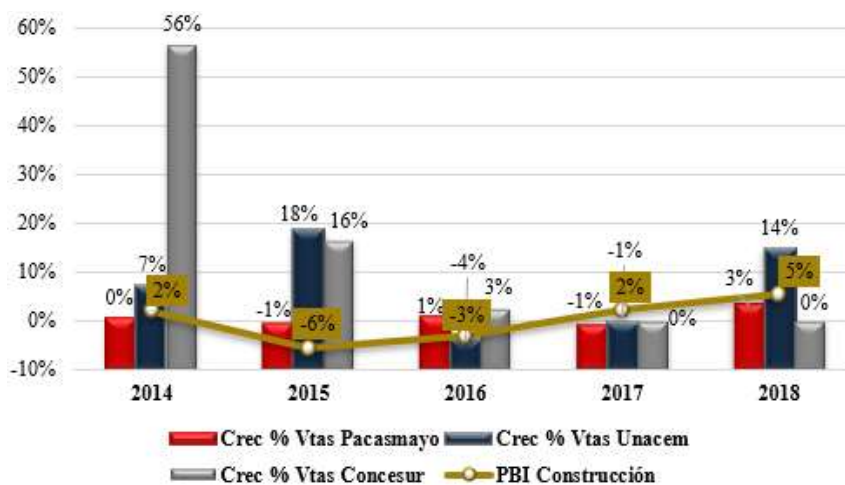
**Gráfico 12. Ventas en Soles por segmento de la compañía (2011-2018)**



Fuente: Memoria Pacasmayo 2011-2018, Elaboración propia (2019).

Después del crecimiento acelerado de 13% como promedio anual dado entre los años 2008-2013, la compañía ha entrado a una etapa madura donde tiene un crecimiento promedio anual de 0,37% entre los años 2014-2018, debido a que el sector construcción presentó menor dinamismo (0,07% promedio anual entre los años 2014-2018) y este a su vez influenciado por el menor gasto de los gobiernos regionales lo que repercutió directamente en las ventas *core* del negocio de la compañía.

**Gráfico 13. Crecimiento % Ventas de las tres principales Cementeras (2014-2018)**



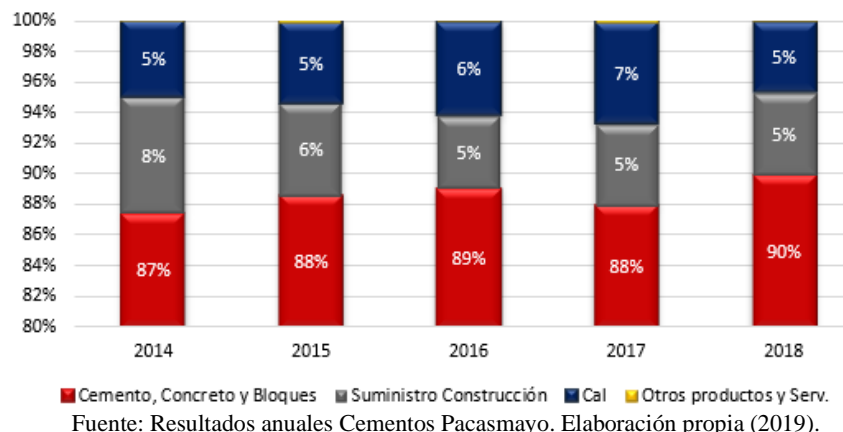
Fuente: BCRP / Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

Se visualiza que el crecimiento de ventas de Concesur es uno de los que sobresale frente a sus comparables nacionales en el 2014 y 2015, lo cual se debe principalmente a que Concesur

adquirió a SOBOCE (2014) y UCEM (2015). En el caso de Unacem, en el 2014, su subsidiaria Inversiones Imbabura concretó la compra de Lafarge Cementos S.A. (actualmente Unacem Ecuador).

Desde finales del año 2017, se muestra una recuperación en el sector construcción debido a la reactivación de importantes proyectos de inversión públicos y privados y el inicio de las obras de reconstrucción por el Fenómeno del Niño. Cabe destacar que, para la compañía, las ventas de cemento y concreto son las que más influyen este crecimiento, lo cual contrarresta las menores ventas de cal.

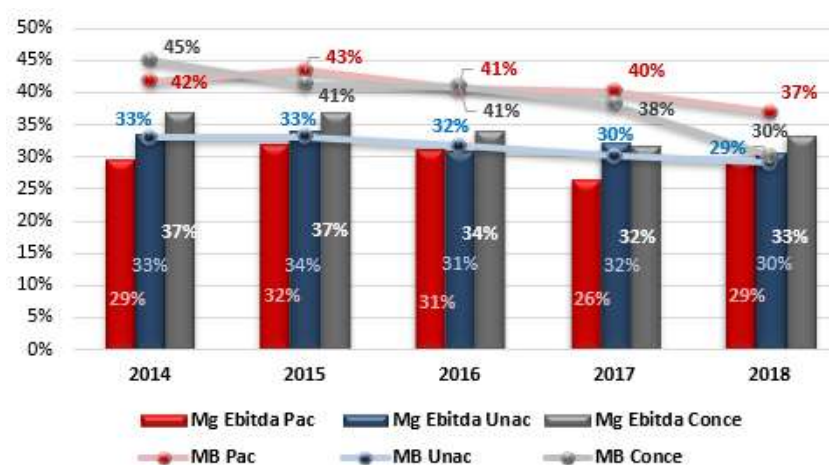
**Gráfico 14. Composición de ventas por Segmento de Negocio de la Compañía (2014-2018)**



### 1.3 Margen Bruto y Margen EBITDA

El costo de venta de la compañía en el año 2018 aumentó en 8%, comparado con el año anterior, como se muestra en el Análisis horizontal (**Anexo 12**). Este aumento provoca que el margen bruto disminuya 3%, principalmente debido a los costos de transporte por la destrucción de vías de comunicación causada por el Niño Costero y la utilización del Clinker de mayor precio mantenido en stock por el mantenimiento programado de la planta Pacasmayo. Aun así, comparado con los comparables locales es la que percibe mayor Margen Bruto.

**Gráfico 15. Margen Bruto y Margen EBITDA de las tres principales cementeras**



Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur.  
Elaboración propia (2019).

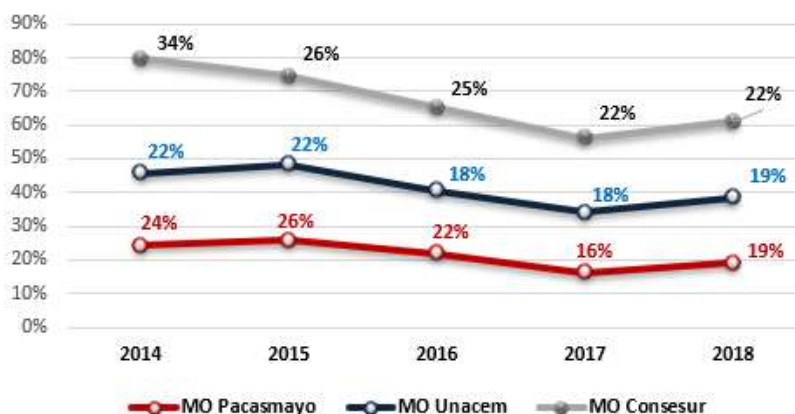
Sin embargo, al analizar el Margen Ebitda, se aprecia que en el 2018 Concesur es la que percibe el mayor porcentaje, que asciende a 33%, luego Unacem con 30% y, finalmente, la compañía con 29%.

#### 1.4 Margen Operativo

En la Compañía, en el año 2018, el margen operativo incremento a 19% debido a que se redujo en 12% los gastos de administración representados por servicios de terceros asociados a consultorías.

Con respecto a la comparables nacionales, Unacem, en el año 2018, se visualiza un margen operativo de 19%, debido a que los gastos administrativos y operativos descendieron 5% y 41%, respectivamente, principalmente por un menor gasto por servicios de gerencia relacionados al sindicato y el gasto extraordinario por jubilación patronal que contrarresta el incremento de 21% en gasto de ventas y con respecto a Concesur, su margen operativo permanece constante en los últimos años, sin embargo, el mismo desciende vertiginosamente en el 2015 con respecto al año anterior, principalmente debido a la carga operativa de las dos nuevas empresas adquiridas (SOBOCE y Ucem).

**Gráfico 16. Margen Operativo de las tres principales Cementeras**



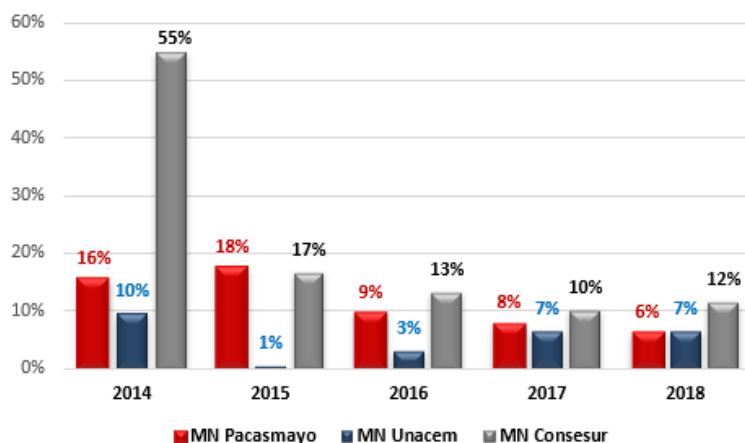
Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur.  
Elaboración propia (2019).

### 1.5 Margen Neto

El Margen Neto de la compañía, en el año 2016, cae de 18% a 9% debido al incremento de gastos financieros por el cese de la capitalización de intereses por la culminación del proyecto Piura. A la vez, se muestra una tendencia decreciente debido a que la compañía ha afrontado decisiones como la construcción de la nueva planta de Piura, efectos del Fenómeno del Niño, así como escisiones y liquidaciones de empresas que no estaban en línea con la visión del negocio de la compañía.

Con respecto a las comparables nacionales, el Margen Neto de Unacem, en el año 2015, se vio afectado por el tipo de cambio. Aunque mantienen un *Cross Currency Interest Rate Swap* para mitigar las fluctuaciones del tipo de cambio, la pérdida se incrementó en S/ 273.032.000,00 en ese año, lo que representa un 179% mayor en comparación con el año anterior (2014). Por otro lado, Concesur es la que percibe mayor margen neto entre las mencionadas; con respecto al 2018 incorporó ganancia por valor patrimonial asociada a la venta de la subsidiaria Industrias Cachimayo, lo que fue motivo de incrementar su Margen Neto a 12%.

**Gráfico 17. Margen Neto de las tres principales Cementeras**

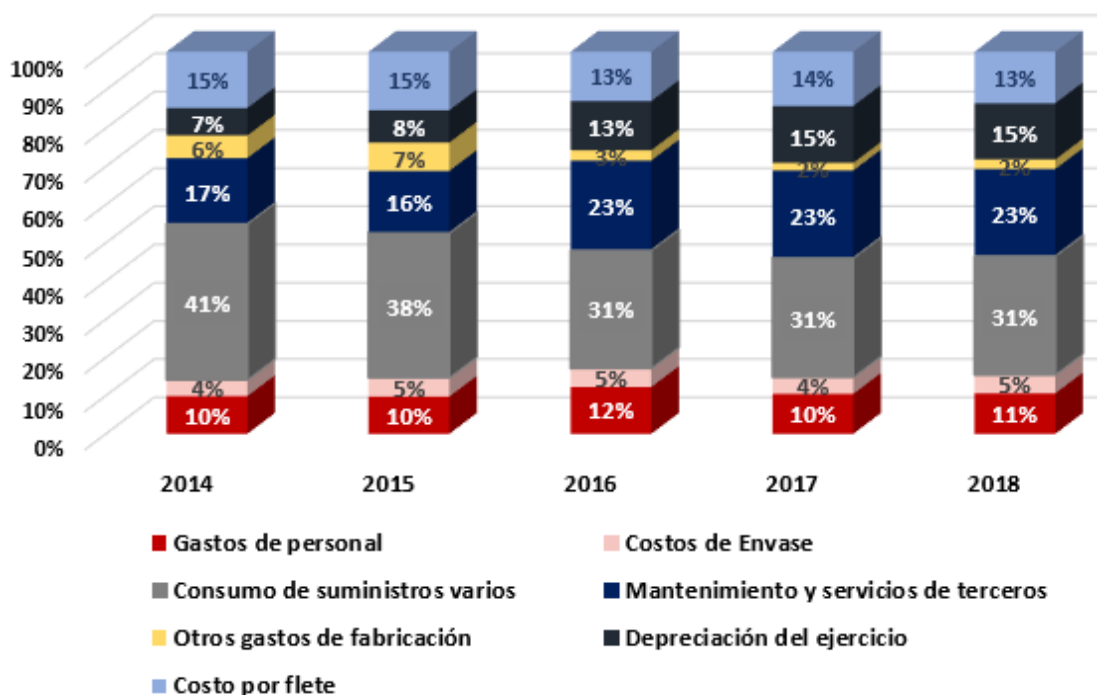


Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur.  
Elaboración propia (2019).

## 2. Costo de Ventas

El costo de ventas representa sobre las ventas alrededor del 54% para el año 2018, se puede visualizar que con la planta Piura se ha logrado hacer más eficiente el uso de suministros diversos disminuyendo de 7% a partir del año 2016 para adelante. Para mayor detalle ver **Anexo 13**.

**Gráfico 18. Detalle de Costo de ventas de la compañía (2014-2018)**



Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo. Elaboración propia (2019).

### 3. CAPEX

Al cierre del año 2018, la Compañía destinó S/ 107,30 MM para inversiones de capital, desglosando el 47% para CAPEX de Mantenimiento y la diferencia para CAPEX de Expansión.

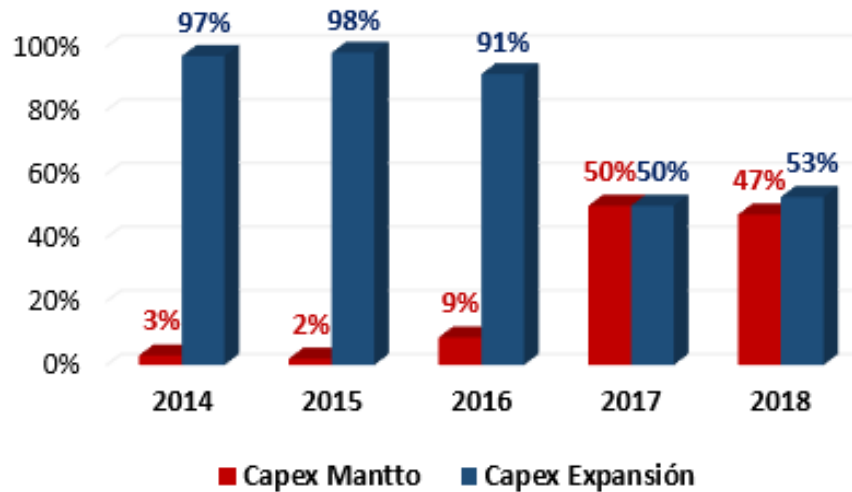
La nueva planta Piura usó parte de los ingresos provenientes de la emisión de bonos corporativos (2013) para su financiamiento.

**Tabla 7. Detalle CAPEX de la compañía (2014-2018)**

Descripción	2014 S/ (MM)	2015 S/ (MM)	2016 S/ (MM)	2017 S/ (MM)	2018 S/ (MM)
Construcción de planta de ladrillos de diatomita.	15,80	10,50	0,40		
Ampliación del planta de cemento de Rioja	5,40	6,20	2,70	2,20	2,40
Ampliación del planta de cemento Pacasmayo	28,80	11,20	29,90	15,50	26,20
Nueva planta de Cemento en Piura	506,00	415,70	61,30	17,30	28,00
Proyectos Fosfatos	12,10	37,40	15,60		
Proyectos Salmueras	0,30				
Negocios de Bloques y Hormigón	17,50	9,60	10,40	35,00	50,70
Otras actividades de inversión	1,40	0,20			
<b>Total</b>	<b>587,30</b>	<b>490,80</b>	<b>120,30</b>	<b>70,00</b>	<b>107,30</b>

Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo. Elaboración propia (2019).

**Gráfico 19 % CAPEX Mantto y % CAPEX Expansión de la compañía (2014-2018)**



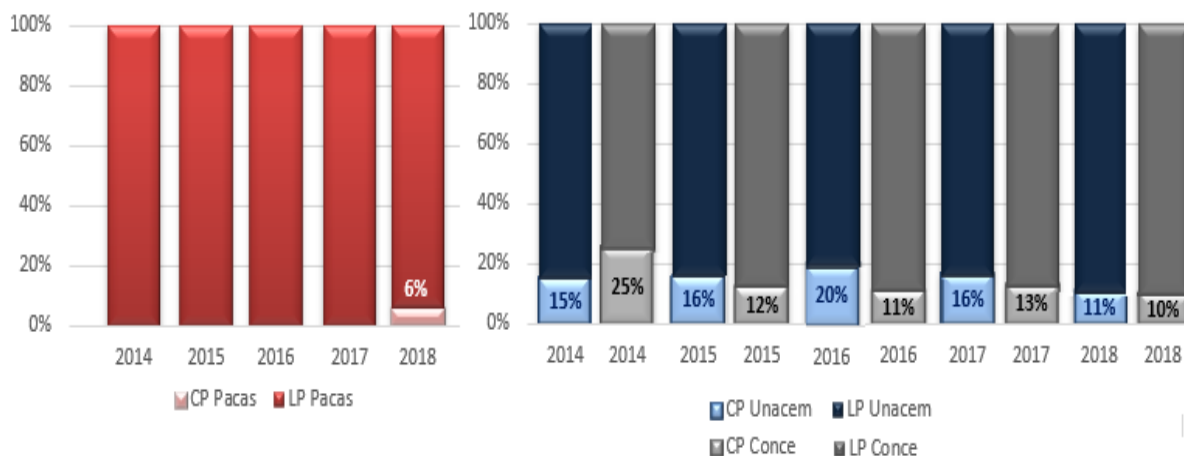
Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo. Elaboración propia (2019).



#### 4. Deuda

Se aprecia que la compañía maneja óptimamente su calce de deuda, así como sus tasas, debido a que la porción de deuda de largo plazo asciende a 94% y la de corto plazo a 6%. En relación con sus comparables nacionales, la compañía se sitúa mejor.

**Gráfico 20. % de Deuda Financiera de Corto y Largo Plazo de las tres cementeras**



Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

La deuda financiera, al cierre del año 2018, comprende un bono corporativo y pagarés. Esta deuda en soles asciende a (S/ 1.083,30 millones) y dólares (USD 326,31 millones).

**Tabla 8. Descomposición de la deuda financiera de la compañía (expresado en millones de S/)**

Tipo	2018	Tasa Prom	Vencimiento	Moneda
Pagarés a CP	43,90	3,40%	10/10/2019	US \$
Pagarés a CP	16,90	3,43%	15/04/2019	Soles
Pagarés a LP	411,80	5,70%	9/12/2020	Soles
Pagarés a LP	169,00	4,50%	4/12/2020	Soles
Bonos	441,70	4,50%	8/02/2023	Soles
<b>Total</b>	<b>1.083,30</b>	<b>4,52%</b>		

Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo. Elaboración propia (2019).

En sesión de directorio y según dictamen 2018, indica que se aprobó la compra de bonos corporativos por un importe que ascendió a \$ 168.388.000,00, el cual fue financiado con los pagarés a mediano plazo. También se menciona que esos pagares serán cancelados con la segunda emisión de bonos corporativos con el fin de reemplazar la deuda a mediano plazo por la deuda de largo plazo y de ese modo que la compañía cuente con mayor holgura para enfrentar en sus pasivos.

## 5. Dividendos

Su política de dividendos establece repartir hasta el 100% de las utilidades netas disponibles en cada ejercicio descontando previamente la reserva legal e impuestos aplicables. A su vez, la propuesta de dividendos requiere la aprobación del directorio para que sea adoptada por la Junta Obligatoria Anual de Accionistas. En donde la decisión considera los siguientes puntos:

- La situación económica financiera del Grupo Pacasmayo.
- Los requerimientos de inversión del Grupo Pacasmayo.

La evolución de los dividendos hasta el 2015 ha sido distribuir cada año un importe inferior al de las utilidades netas del propio ejercicio; sin embargo, a partir del 2016 se comenzó a distribuir dividendos mayores a las utilidades netas, es decir, tomando saldos de los resultados acumulados de años anteriores. De esta forma, ha causado que el patrimonio sea 6,68% inferior, comparado con el año 2017, debido a la menor utilidad acumulada y del ejercicio.

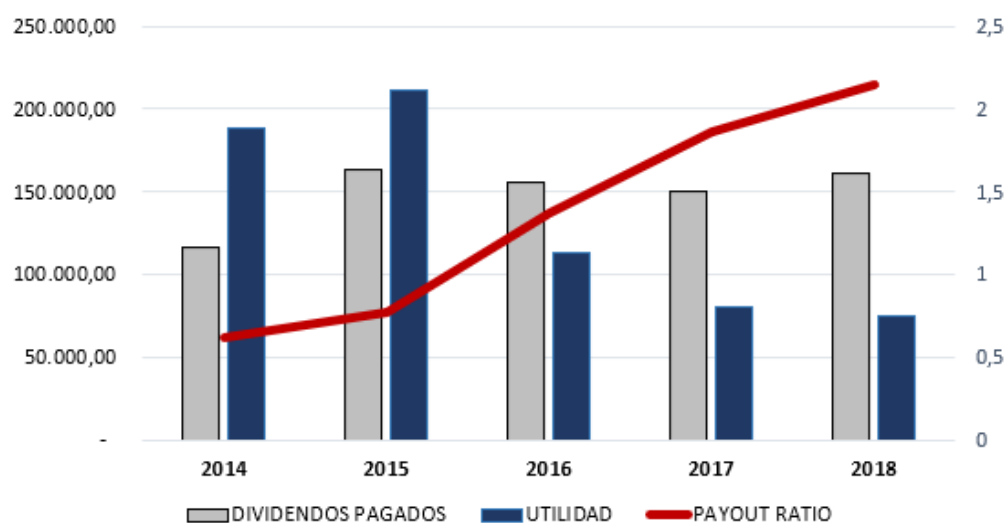
Cabe resaltar que hay un saldo de dividendos por pagar que a Enero-2019 asciende a S/ 19.331.000,00 lo que provocaría una mayor pérdida de respaldo patrimonial y una presión en los niveles de liquidez de la compañía.

**Tabla 9. Evolución de utilidades acumuladas, dividendos pagados y payout ratio**

AÑO CONCEPTO	2014	2015	2016	2017	2018
	Miles de Soles	Miles de Soles	Miles de Soles	Miles de Soles	Miles de Soles
DIVIDENDOS PAGADOS	116.393,00	162.950,00	155.236,00	149.837,00	161.396,00
UTILIDAD	188.789,00	211.667,00	112.894,00	80.631,00	75.146,00
PAYOUT RATIO	0,62	0,77	1,38	1,86	2,15
DIVIDENDO POR ACCIÓN	0,2000	0,2800	0,2850	0,3500	0,3770

Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo S.A.A. 2014, 2015, 2016, 2017, 2018. Elaboración propia (2019).

**Gráfico 21. Evolución de utilidades acumuladas, dividendos pagados y payout ratio**



Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo S.A.A. 2014- 2018. Elaboración propia (2019).

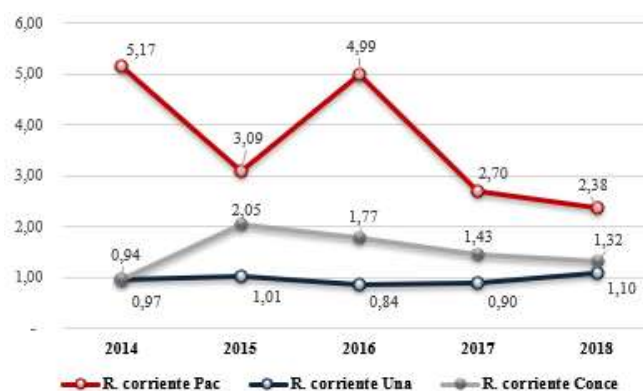
## 6. Ratios Financieros

### 6.1 Ratios de Liquidez

#### 6.1.1 Liquidez Corriente y Capital de trabajo

Se aprecia que la compañía maneja un mejor ratio corriente frente a sus comparables locales, debido a los menores pasivos corrientes. Sin embargo, en el año 2017, desciende producto de las mayores cuentas por pagar diversas asociadas a dividendos por pagar, provocando que el capital de trabajo descienda de 720 MM a 348 MM.

**Gráfico 22. Ratio Corriente de las tres principales cementeras**

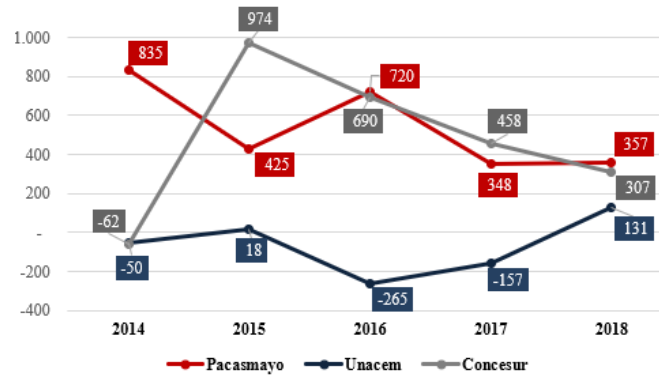


Fuente: BCRP / Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

Con respecto a los comparables locales, Unacem tiene una tendencia de mejora, puesto que ha venido tomando diversas medidas de reperfilamiento de su deuda financiera, tanto de corto y largo

plazo, mediante la emisión de bonos y financiamiento bancario, mientras que Concesur, en el marco de compraventa de Ucem, se estipuló que el aporte de capital debe usarse para inversión en la construcción de la planta de Clinker.

**Gráfico 23. Capital de trabajo de las tres principales cementeras**



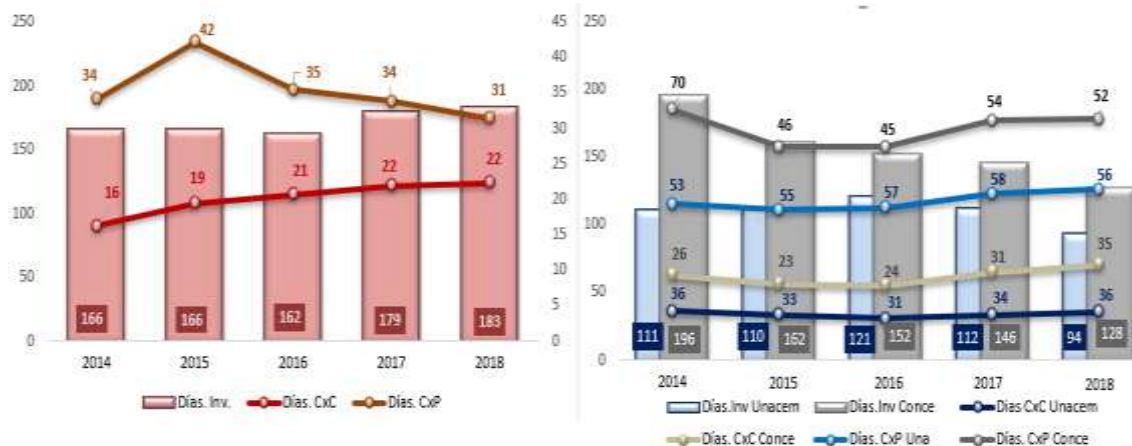
Fuente: BCRP / Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

## 6.2 Ratios de Gestión

### 6.2.1 Días de Inventario, CxC y CxP

La compañía mantiene un historial de días de inventarios creciente, que viene a ser el mayor comparado con sus pares locales, debido principalmente a que mantiene un stock importante en repuestos y suministros, así como de productos en proceso y materia prima.

**Gráfico 24. Días de Inventario, CxC, CxP de las tres principales cementeras**



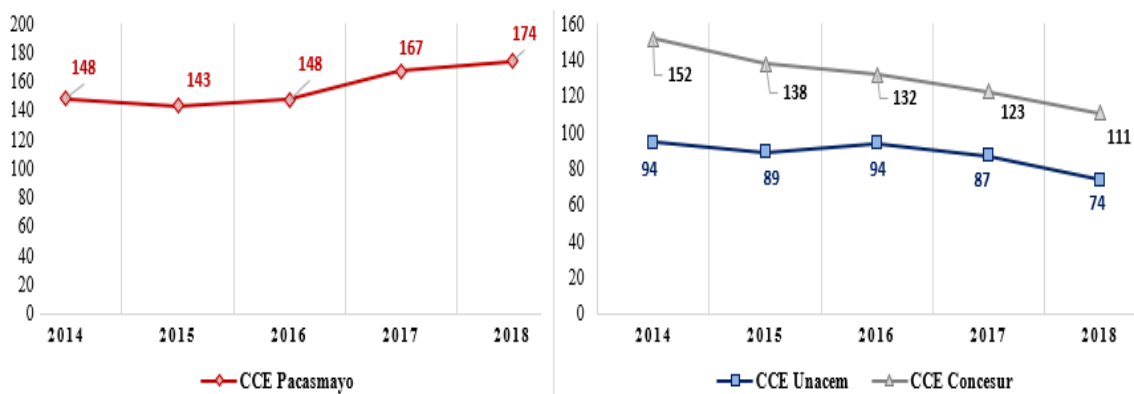
Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

En relación a los días de cuentas por cobrar, convierte el efectivo de forma más oportuna, siendo una ventaja, puesto comparado con sus pares locales, refiere a un 37% inferior en días. Finalmente, se valida que su proceso de días de cuentas por pagar es inferior, lo cual hace que la compañía cancele sus pasivos en 31 días.

### 6.2.2 Ciclo de conversión de efectivo

Los Indicadores antes mencionados se resumen en el ciclo de Conversión de efectivo, apreciándose que la compañía tiene una tendencia creciente, principalmente debido al incremento de días de inventario.

**Gráfico 25. Ciclo de Conversión de Efectivo de las principales cementeras nacionales**



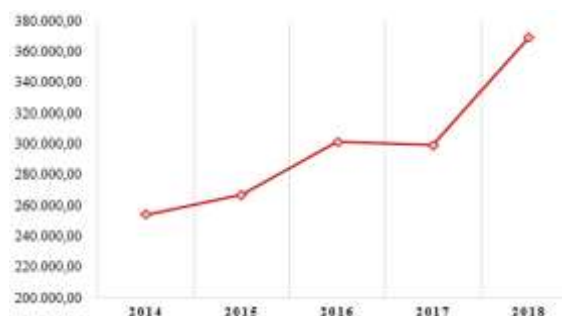
Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

### 6.2.3 NOF

Las necesidades operativas de fondos (NOF) son los fondos necesarios para financiar la operatividad de la compañía. Se entiende como los activos circulantes menos los pasivos espontáneos, es decir, los pasivos sin costo de financiamiento.

Se puede visualizar que este indicador tiene una tendencia alcista debido al aumento significativo de días de inventario en almacén, a su vez, aunque demanda mayor inversión, mitiga el riesgo de stocks.

**Gráfico 26. NOF**



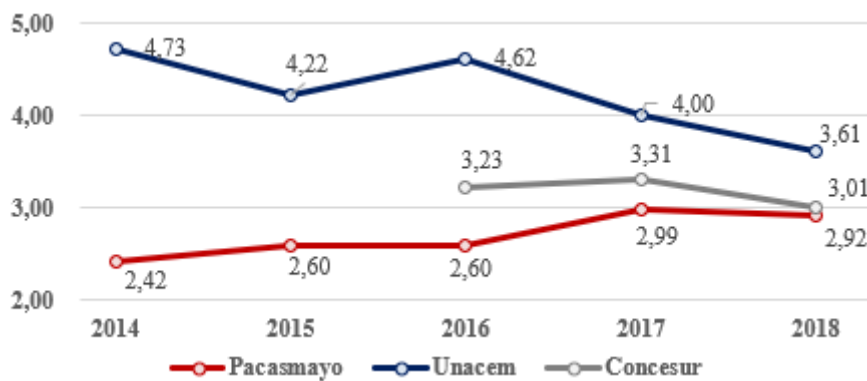
Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo. Elaboración propia (2019).

## 6.3 Ratios de Solvencia

### 6.3.1 Deuda financiera / EBITDA

Se puede apreciar que la compañía mantiene menor deuda financiera en relación a sus comparables nacionales, lo cual le permite tener mayor capacidad para pagar su deuda. Cabe resaltar que la tendencia es decreciente debido a la mayor generación de ingresos de la compañía.

**Gráfico 27. Deuda Financiera/ Ebitda de las tres principales cementeras**



Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

## 6.4 Ratios de Rentabilidad

### 6.4.1 ROA y ROE

En la compañía, estos indicadores muestran una evolución decreciente, siendo en el caso del ROE, la que tiene la menor ratio comparado con las comparables nacionales principalmente debido a escisiones ocurridas en los últimos años, así como efectos del niño costero.

**Gráfico 28. ROA y ROE de las tres principales Cementeras**



Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

En cuanto al ROA, Unacem presenta el menor indicador del sector con relación a las comparables nacionales.

#### 6.4.2 Análisis DUPONT

“La ventaja del sistema Du Pont es que la empresa tiene la posibilidad de desglosar su rendimiento sobre el capital contable en un componente de utilidad sobre las ventas (margen de utilidad neta), un componente de eficiencia en la utilización de activos (rotación de activos totales) y un componente de uso de apalancamiento (multiplicador de apalancamiento financiero)”. (Gitman, 2003, 67).

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Recursos propios}}$$

**Tabla 10. Análisis DUPONT de las tres principales Cementeras**

PACASMAYO	2014	2015	2016	2017	2018
UN/ VENTAS	16%	18%	9%	8%	6%
VENTAS / ACTIVOS	39%	37%	37%	40%	44%
ACTIVOS/PATRIMONIO	1,62	1,69	1,77	1,82	1,92
	9,83%	10,95%	6,10%	5,59%	5,19%
UNACEM	2014	2015	2016	2017	2018
UN/ VENTAS	10%	1%	3%	7%	7%
VENTAS / ACTIVOS	34%	35%	33%	34%	39%
ACTIVOS/PATRIMONIO	2,55	2,77	2,75	2,64	2,54
	8,39%	0,57%	2,95%	5,78%	6,48%
CONCESUR	2014	2015	2016	2017	2018
UN/ VENTAS	55%	17%	13%	10%	12%
VENTAS / ACTIVOS	39%	39%	38%	39%	38%
ACTIVOS/PATRIMONIO	2,32	2,54	2,55	2,49	2,40
	49,33%	16,53%	13,08%	9,88%	10,58%

Fuente: Resultados anuales Cementos Pacasmayo/Unacem/ Concesur. Elaboración propia (2019).

Por lo expuesto se visualiza que sus comparables nacionales ofrecen un mejor efecto de apalancamiento, sin embargo, en los indicadores ROA y margen neto la compañía maneja mejores resultados en relación con sus comprables nacionales.

## 7. Análisis Financiero

La compañía es una empresa cuyos ingresos por ventas están expuestas a situaciones del entorno macroeconómico, es por ello que ante la coyuntura política y global su perspectiva de crecimiento

se ha visto afectada, sin embargo, invierte un gran porcentaje de I+D con el fin de estar en una constante modernización y optimización de sus procesos para obtener costos más eficientes, y contrarrestar los efectos negativos de la situación coyuntural.

Según los indicadores mencionados, muestran la aplicación de estrategias financieras como el calce de sus pasivos debido a que es una de las que mejor ratio posee en cuanto a sus deudas de CP y LP, ello brinda poder realizar un mejor manejo e inversión de sus activos a CP. Cabe resaltar que esto también suma a que la compañía tenga los mejores indicadores en cuanto a liquidez.

Por el lado de sus activos la empresa se encuentra en la búsqueda de una mejor gestión de sus principales activos, aunque la compañía no tenga un gran indicador en cuanto a días de inventario, CxC y CxP, principalmente se debe a que por la exigencia de mercado y minimizar riesgos de demanda considera pertinente tener un gran respaldo en inventarios.

En cuanto a aspectos económicos, la empresa muestra resultados positivos a lo largo del periodo de análisis que le permiten tener en el tiempo mayores recursos propios.



## **Capítulo IV. Riesgos**

Dentro de los principales riesgos, se identifica que la compañía se encuentra expuesta por lo siguientes:

### **1. Riesgos Financieros**

Entre los principales tenemos:

#### **1.1 Riesgo de mercado**

Este riesgo se origina por las fluctuaciones en los precios de mercado, principalmente por el tipo de cambio, la tasa de interés y el precio de los *commodities*.

##### **1.1.1 Riesgo de tipo de cambio**

La compañía comenzó a estar expuesta a este riesgo en el momento que efectuó la primera emisión de bonos internacionales por US\$ 300 millones a diez años. Por tal, desde el 2014 al 2015, celebró un contrato *Cross Currency Swap* (CCS) de US\$ a PEN a tasa fija por US\$ 300 millones, de este modo, se cubre toda la deuda en dólares.

A diciembre 2018, solo mantiene una *Cross Currency Swap* (CCS) por el monto de US\$ 150 millones debido a la compra de US\$ 168.4 millones de los US\$ 300 millones de bonos. De este modo, el riesgo de tipo de cambio se encuentra cubiertos al 100%

##### **1.1.2 Riesgo de tasa de interés**

El riesgo de tasa de interés es el riesgo de que el valor razonable o los flujos futuros de efectivo de un instrumento financiero fluctúen debido a cambios en las tasas de interés del mercado.

Al 31 de diciembre de 2018, la totalidad de los préstamos de la compañía tienen una tasa de interés fija, en consecuencia, no estaría expuesta a este riesgo.

##### **1.1.3 Riesgo de precio**

La compañía utiliza materias primas y equipos del extranjero en la producción de cemento, como yeso, escoria de alto horno, materiales puzolánicos y hierro, que obtenemos de terceros. Sus actividades operativas requieren un suministro constante de carbón. Actualmente, no usa contratos a futuro por compra de materia prima. En el 2018, el costo de las materias primas

proporcionadas por terceros fue aproximadamente el 4,3% de los costos totales de producción de cemento. La situación de disputa comercial entre Estados Unidos y China ha conllevado al aumento de varios aranceles a las importaciones de productos de estos países, por ello hay un riesgo latente de aumento de precios de los antes mencionados, lo que se traduciría en la disminución de ingresos y rentabilidad del negocio de la compañía. Cabe resaltar que la disputa mencionada podría también afectar también los ingresos de los clientes de la compañía.

Por último, la demanda de carbón se encuentra mitigada en cierta manera con la producción del mismo en la mina La Banda, en la provincia de Otuzco, La Libertad.

### **1.2 Riesgo de liquidez**

La compañía maneja óptimamente el riesgo de liquidez, pues los saldos de caja son razonables y se han mantenido estables en los últimos años. Además, controla su riesgo de escasez de fondos utilizando una herramienta recurrente de planificación de liquidez. Esto lo demuestra al tener un mejor ratio de liquidez de la región y un mejor equilibrio entre la continuidad de la financiación y la flexibilidad del uso obligaciones financieras.

### **1.3 Riesgo de crédito**

Básicamente, es la probabilidad de que una contraparte no pueda cumplir las obligaciones con la empresa. Por la operatividad del negocio de la compañía, estaría expuesto a este riesgo, sin embargo, lo mitiga evaluando individualmente a cada cliente y otorgándole su propia calificación de riesgo, se evalúa la calidad crediticia y se define un límite individual de crédito de conformidad con la evaluación en mención. A diciembre 2018, las adiciones de estimación de cobranza dudosa ascienden a S/ 9.034.000 por cuentas por cobrar diversas y por cuentas por cobrar comerciales S/ 683.000.

## **2. Riesgos no financieros**

Los riesgos no financieros asociados a la compañía están ligados generalmente a los riesgos macroeconómicos, tecnológicos y legales.

### **2.1 Riesgo Tecnológico**

Aunque la compañía tenga una de las más eficientes plantas, este sector evoluciona constantemente, llegando en otros países a maquinas que funcionan con energía solar y son más eficientes en sus costos operativos.

## 2.2 Riesgo Legal

La condición del país donde opera la compañía es variable y pasa actualmente por una situación de crisis de corrupción, lo que incrementa la incertidumbre y a la vez el riesgo. Por ello, no se descarta la opción que en algún momento pueda modificarse las tasas de impuestos.

## 3. Matriz de riesgos

Los principales riesgos antes mencionados se pueden resumir en la siguiente matriz de riesgos.

Gráfico 29. Matriz de riesgos

<b>Probabilidad</b>	<b>Alta</b>		· Riesgo de Precio	· Riesgo Legal
	<b>Media</b>			· Fenomenos Naturales
	<b>Baja</b>	· Tasa de interés	· Riesgo de Crédito · Tipo de Cambio · Riesgo de Liquidez	
		<b>Bajo</b>	<b>Medio</b>	<b>Alto</b>
		<b>Impacto</b>		

	Riesgo Extremo		Riesgo Medio
	Riesgo Alto		Riesgo Bajo

Fuente: Memorias anuales Cementos Pacasmayo S.A.A. Elaboración propia (2019).

## Capítulo V. Valoración

### 1. Justificación de uso de métodos

La compañía opera en un sector que demanda mucha inversión en Capex, y que su crecimiento esta correlacionado con variables macroeconómicas como el PBI, que a su vez recibe un impacto externo de la situación económica global. Aunque su política de dividendos es heterogénea, el sector cementero es uniforme en cuanto su mix de ventas, lo cual permite compararlo. Por lo expuesto, se plantea valorizar la compañía por la metodología de flujo de caja libre descontado, tomando como tasa de valor presente, el WACC en un horizonte de 10 años. Adicionalmente, se realiza la valorización por múltiplos comparables a nivel mundial. Los resultados finalmente son contrastados con los resultados de valorización de las firmas más representativas.

### 2. Metodología de Flujo de caja libre descontado

Esta metodología considera los beneficios futuros para estimar el valor presente para lo cual se requiere la proyección de flujos futuros y la estimación y aplicación de la tasa de descuento WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) a los mismos. Este último refleja el costo de fondeo, tanto de capital como de deuda. Asimismo, el costo de capital refleja los riesgos asociados a la operación del negocio, tales como el riesgo país y el riesgo del sector en el que se desempeña. Se ha considerado los supuestos del **Anexo 14**.

Para lo cual, hemos hallado el COK y WACC como sigue :

#### 2.1 Determinación del COK

##### 2.1.1 Tasa libre de riesgo:

Se considero el promedio del rendimiento de Bonos Tesoro americano a 10 años

##### 2.1.2 Beta:

Se ha considerado el *raw beta* del grupo, elegido como empresas comparables que tienen como principal negocio la producción y comercialización de cementos y materiales relacionados así como características similares en cuanto a indicadores como EV/EBITDA, ROE y nivel de Market cap . De acuerdo a la fórmula de Hamada, se re-apalanco con la estructura D/E, lo cual nos da como resultado un beta de 0,92.

##### 2.1.3 Prima por Riesgo de Mercado:

Se considero como prima de riesgo el valor de 4,66% que corresponde a la media geométrica de Stocks – T bonds para un periodo que comprende desde 1928 hasta 2018.

#### 2.1.4 Riesgo País

Para el cálculo del presente, se utilizó el spread EMBIG por el Lambda con el fin de predecir la volatilidad de mercado en el momento T respectivo.

**Tabla 11. Cálculo del COK**

<b>COK</b>	
Tasa libre de riesgo	2,83%
Beta re apalancado	0,92
Prima por riesgo	4,66%
Riesgo País	1,89%
<b>COK \$</b>	<b>9,01%</b>

Fuente y elaboración propia.

#### 2.2 Determinación del WACC

Para el cálculo del presente, se promedia el costo de los recursos utilizados por la compañía, es decir, la deuda y el patrimonio de acuerdo con su estructura financiera. Para ello, se utilizó una tasa de impuestos imponible de 29,50% que corresponde a la tasa impositiva a la fecha de valorización. El WACC estimado en soles para los próximos diez años (2019-2028) es de 8,27%. Este se obtiene luego de ajustar el WACC en dólares por la tasa de inflación de Perú (2,76%) y la tasa de inflación de Estados Unidos (2,11%). En la siguiente tabla, se muestra un resumen de los valores del WACC:

**Tabla 12. Cálculo del WACC**

<b>WACC</b>	
Deuda/Deuda+Capital	25,4%
Capital/Deuda+Capital	74,6%
Tasa imponible	29,5%
Costo de la deuda	4,8%
Costo de capital	9,0%
<b>WACC US\$</b>	<b>7,59%</b>

<b>Inflación histórica Perú (15 años)</b>	2,76%
<b>Inflación histórica USA (15 años)</b>	2,11%

<b>WACCC real</b>	5,36%
<b>WACC nominal en soles</b>	8,27%

Fuente y elaboración propia.

El método de flujo de caja libre descontado halla el valor terminal para lo cual se considera una tasa “g” de 3,7%. De esta forma, el valor terminal de Cementos Pacasmayo es de PEN 7.454 millones. A continuación, se muestra una tabla con el resumen de los valores calculados:

**Tabla 13. FCFF**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Normalizado
	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/
	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)	(MM)
Ventas	1.307	1.387	1.481	1.584	1.708	1.852	2.008	2.177	2.361	2.559	2.559
EBIT	298	295	337	366	398	443	458	507	561	618	618
Tax rate	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
EBIT (1-t)	<b>210</b>	<b>208</b>	<b>238</b>	<b>258</b>	<b>280</b>	<b>312</b>	<b>323</b>	<b>357</b>	<b>395</b>	<b>436</b>	<b>436</b>
Depreciación	110	135	119	125	130	129	165	168	170	174	174
CAPEX	-74	-80	-86	-95	-101	-109	-733	-134	-137	-151	-229
Variación en KT	67	-10	-21	-32	-34	-38	-44	-46	-50	-55	-55
FCFF	<b>313</b>	<b>253</b>	<b>250</b>	<b>255</b>	<b>276</b>	<b>294</b>	<b>-288</b>	<b>346</b>	<b>379</b>	<b>404</b>	<b>326</b>

<b>Valor terminal (año 10)</b>	
WACC	8,27%
g	3,7%
Valor terminal	7.454
<b>Valor patrimonial</b>	
VP FCFF	1.641
V. Terminal actualizado	3.366
Cash	49
Deuda	-1.083
<b>Valor patrimonial</b>	<b>3.973</b>

Fuente y elaboración propia.

Para la determinación de la prima de control por acción, se usa la metodología de transacciones precedentes centrándose en las empresas que operan dentro de la industria arena y grava (primaria), materiales de piedra (primaria) u hormigón (primaria) y/o Sector de Concretos y que hayan tenido alguna operación de M&A durante el periodo 2010-2018. Se encontraron 25 empresas las cuales brindaron una prima implícita cuyo promedio aritmético asciende a 22%, el detalle se puede encontrar en el **Anexo 17**.

**Tabla 14. Factor de descuento por prima por Acción**

**Factor de descuento**

**22%**

	N° de acciones	Equity con descuento	V.F. por acción + descuento
<b>Comunes</b>	423.868	3.699.388,95	8,73
<b>Inversión</b>	40.279	274.449,10	6,81
<b>Total</b>	464.147	3.973.838,06	

Fuente y elaboración propia.

**2.3 Análisis de Sensibilidad**

Para el análisis de sensibilidad, se ha calculado los WACC originados por diferentes formas de determinación de los betas (**ver Anexo 18**), así como un rango de la tasa de crecimiento perpetuo en el método de los Dividendos Descontados:

**Tabla 15. Análisis de Sensibilidad de las acciones de la compañía**

**Acción Común**

		<b>g</b>				
		1,99%	2,37%	3,73%	4,15%	4,70%
<b>WACC</b>	8,73	8,43	9,00	12,05	13,52	16,21
	7,24%	8,25	8,79	11,70	13,09	15,60
	7,32%	7,59	8,06	10,48	11,60	13,55
	7,66%	7,49	7,94	10,29	11,36	13,23
	7,72%	7,18	7,60	9,75	10,72	12,38
	7,89%	6,95	7,34	9,34	10,23	11,74
	8,04%	6,59	6,94	8,73	9,51	10,82
	8,27%	4,48	4,66	5,49	5,82	6,33
	10,12%					

Fuente y elaboración propia.

**Acción Inversión**

		<b>g</b>				
		1,99%	2,34%	3,73%	4,15%	4,70%
<b>WACC</b>	6,81	6,58	6,98	9,41	10,56	12,65
	7,24%	6,44	6,82	9,14	10,22	12,18
	7,32%	5,93	6,26	8,18	9,05	10,58
	7,66%	5,85	6,17	8,03	8,87	10,33
	7,72%	5,61	5,91	7,61	8,37	9,66
	7,89%	5,42	5,70	7,29	7,99	9,17
	8,04%	5,14	5,40	6,81	7,42	8,44
	8,27%	3,50	3,63	4,29	4,54	4,94
	10,12%					

Fuente y elaboración propia.

### 3. Método de Valorización por Múltiplos

Se analizaron los múltiplos P/E y EV/EBITDA de las compañías escogidos para la determinación del Beta. De las cuales se identifica un promedio de 17,53x, para el múltiplo P/E y de 10,77x para el EV/EBITDA, respectivamente.

En la siguiente tabla, se muestran las empresas comparables y su promedio de múltiplos:

**Tabla 16. Múltiplos**

Comparables	<i>CMS MK Equity Bursa Malays</i>	<i>ARCCO AB Equity Saudi Arabia</i>	<i>UNACEMC1 PE Equity Lima</i>	<i>YACCO AB Equity Saudi Arabia</i>	<i>GCC* MM Equity BMV Mexico</i>	
	CAHYA MATA SARAWAK BHD	ARABIAN CEMENT	UNION ANDINA DE CEMENTOS SAA	YAMAMA CEMENT CO	GRUPO CEMENTOS CHIHUAHUA	
Stock Price (PEN)	1,90	29,82	2,10	19,17	18,92	
Number of shares	1.075,26	100,24	1.818,13	202,99	338,38	
DEUDA TOTAL / EBITDA	2,01	1,85	3,43	4,19	2,82	
EBITDA / REVENUE	20%	20%	30%	33%	28%	
Market Cap (PEN)	2.040 MM	2.989.MM	3.818.MM	3.892.MM	6.402.MM	<b>Average</b>
EV/EBITDA	10,86	11,15	7,07	15,52	9,25	<b>10,77</b>
P/E	11,74	22,20	11,50	23,56	18,64	<b>17,53</b>

Fuente y elaboración propia.

A continuación, se presenta la valorización por múltiplos, utilizando el promedio de las compañías comparables, mencionadas anteriormente



**Tabla 17. Valoración por Múltiplos**

	Pacasmayo S.A.A.				
Number of shares	464.147				
Cash (000)	49.067				
Debt - Last Year (000)	1.083.377				
EBITDA (000)	371.552			<i>V.F.Acción Común</i>	<i>V.F.Acción de Inversión</i>
EV Promedio	4.002.136,27	Market Cap	2.967.826,27	6,52	5,09
EV Mediana	4.036.038,39		3.001.728,39	6,59	5,15
EV Máximo	5.766.533,47		4.732.223,47	10,39	8,11

Fuente y elaboración propia.

#### 4. Valorizaciones por agentes de Mercado

A continuación, se presentan las valorizaciones realizadas por los principales analistas del mercado, tomando en cuenta solo informes actualizados y todos bajo el modelo de flujo de caja descontado. El valor fundamental promedio por acción es de S/ 8,30, lo cual representaba a dicha fecha un potencial de retorno promedio de 29%

**Tabla 18. Valorizaciones de agentes de mercado**

VARIABLE	F.Publicación Informe	Precio Acción	V.Fundamental	Recomendación	Upside down
CREDICORP	2019	6,45	7,34	Mantener	13,80%
INTELIGO	2019	6,42	8,12	Comprar	26,50%
KALLPA	2019	6,42	8,90	Comprar	38,60%
SEMINARIO SAB	2019	6,45	8,84	Comprar	37,00%
<b>Promedio</b>			<b>8,30</b>		

Fuente y elaboración propia.

Se observa, que el valor fundamental por acción es similar al de los informes y su recomendación se encuentran entre mantener y comprar.

## **Conclusiones**

Se recomienda comprar las acciones de la compañía dado que, de acuerdo con la valorización, tendría un valor fundamental por acción común que asciende a S/ 8,73 principalmente, por los siguientes motivos:

- Los ingresos de la compañía están expuestos a situaciones del entorno macroeconómico y coyuntura política, lo cual se encuentra entre sus principales riesgos, así como los fenómenos naturales, ambos son inmanejables.
- La compañía es una empresa madura que tiene un mercado posicionado. Aunque hay empresas importadoras, todavía no se logra que las mismas iguallen la capacidad de producción de la compañía.
- La compañía tiene óptimos indicadores con relación a sus pares locales, resaltando los ratios de liquidez y endeudamiento, así mismo los Fondos de maniobra superan a las necesidades operativas de fondos, lo que significa que la principal fuente de financiamiento es a largo plazo.
- La nueva planta Piura aumenta su producción a bajo costo y aporta a la automatización de procesos.

## **Recomendaciones**

El valor fundamental realizada mediante el método de flujo de caja descontado es de S/ 8,73, lo cual representa un upside de 35% respecto a la cotización de la acción común (S/ 6,45) al cierre del 31 de diciembre de 2018. Por lo cual, se recomienda comprar la acción.

## Bibliografía

- Perú Siglo XXI (2016) *Calizas del Norte despide a trabajadores de Tembladera* [En línea]. Fecha de consulta: 15/03/2019. Disponible en <<https://undiario.pe/2016/06/03/protestas-en-tembladera-por-cierre-de-calizas-del-norte>>
- Calleja, José Luis (2008). *El fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos*. IE Business School.
- Asociación de Productores de Cemento (2019). *Reporte estadístico 2018*. Fecha de consulta: 03/04/2019. <<http://www.asocem.org.pe/estadisticas-nacionales/reporte-estadistico--2018>>
- CFA Institute (2015). *Equity Asset Valuation*. 3° Edition. New York. CFA Institute.
- Martínez Abascal, Eduardo (2010). *Finanzas Operativas (I). Un modelo de análisis*. IESE Business School.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática – INEI (2019). *Avance Coyuntural de la Actividad Económica*. Junio 2019
- Exitosa Noticias (2019). “Baja inversión pública pone en riesgo recuperación del sector construcción”. Por: Silvia Pérez Bartra 06 de Junio del 2019. Fecha de consulta: 21/07/2019. <<https://exitosanoticias.pe/v1/baja-inversion-publica-pone-en-riesgo-recuperacion-del-sector-construccion/>>
- Cementos Pacasmayo (2019). *Dictamen 2014-2018*. [En línea]. Lima: Fecha de consulta: 20/07/2019. Disponible en <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C](http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera.aspx?data=202D3E90E2C3948EC3D46ADAF23CBD3FC34CEAAE9C)>.
- Cementos Pacasmayo (2019). *Reporte de sostenibilidad 2014-2018*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/07/2019. Disponible en <[https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp\\_reportes.xsp?tab=34](https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34)>.
- Cementos Pacasmayo S.A.A. (2019). *Memoria de buen gobierno corporativo 2014-2018*. Fecha de consulta: 20/07/2019. Disponible en <[https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp\\_reportes.xsp?tab=34/](https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_reportes.xsp?tab=34/)>
- Banco Central de Reserva del Perú (2019). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2023*. Agosto de 2019
- Instituto Nacional de Estadística e Informática – INEI (2019). *PBI Global y PBI por sectores*. Fecha de consulta: 20/09/2019. Disponible en <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/trimestrales>>.

- Ministerio de Economía y Finanzas - MEF (2018). *Marco Macroeconómico Multianual 2018*. Fecha de consulta: 21/09/2019.
- Pestle analysis (2017) *Who Invented PEST Analysis And Why It Matters* [En línea]. Lima: Fecha de consulta: 21/06/2019. Disponible en <https://pestleanalysis.com/who-invented-pest-analysis/>
- Damodaran, Aswath (2019). *Betas por Sector*. Fecha de consulta: 10/10/2019. [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html).
- Diario Gestión (2018). “La guerra del cemento”. En: *Gestión*, 25 de Mayo del 2018. Fecha de consulta: 21/11/2019. Disponible en <https://gestion.pe/economia/reconstruccion-inicia-guerra-precios-cemento-norte-234437-noticia/?ref=gesr>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo (2019). *Cementos Pacasmayo S.A. y subsidiarias*. Lima: Equilibrium Clasificadora de Riesgo. Fecha de consulta: 25/11/2019. <https://www.bvl.com.pe/hhii/CD0005/20190124173801/CPSAA32EQUILIBRIUM.PDF>
- Fernández, Pablo (2007). *120 errores de valoración*. Navarra: IESE Business School.
- Porter, Michael (2010). *Ventaja competitiva, creación y sostenibilidad de un rendimiento superior*. 1ª ed. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Trabajo de Investigación *Cementos Pacasmayo S.A. y subsidiarias - Magíster en Finanzas 2018*. Sr. Ernesto Ferrand Salaverry, Sr. Kevin Flores Umpire, Sr. Fernando Manrique Hermoza Lima: Fecha de consulta: 28/11/2019.
- Unacem.(2018). *Estados financieros auditados 2012-2018*. Lima: Unacem.
- Concetur (2018). *Estados financieros auditados 2012-2018*. Lima: Concetur

## Anexos

### Anexo 1. Principales Líneas de negocio

Entre sus principales líneas de negocio encontramos:

#### 1. **Cementos:** se subdividen en tres: tradicionales, adicionados y especializados



Fuente: Memoria BGC Cementos Pacasmayo 2018

2. **Concreto:** dentro de los principales encontramos: concreto premezclado, súper plastificado, ligero, estándar, Rheoplástico, de resistencia acelerada, etc.
3. **Prefabricados:** son elementos prefabricados de concreto, listos para utilizar en obra, ahorrando tiempo y recursos y brindando, además, flexibilidad y seguridad en obras como: puentes, edificios, hangares y/o almacenes, estacionamientos, cercos perimétricos. Ejemplo: un sistema Vigueta Bovedilla, Bloque 9, Bloque Pared 12, Cerco Poste Placa, Muros New Jersey, Bordillo peatonal, etc.
4. **Prefabricados Industriales:** dentro de los principales tenemos: Bloque 9, Bloque Pared 12, Cerco Poste Placa, Muros New Jersey, Bordillo peatonal, etc.
5. **Soluciones embolsadas:** soluciones pre-dosificadas listas para usar. Aquí tenemos: Rapimix-Mortero, para tarrajeo, y Rapimix-Mortero, para asentado.
6. **Pavimentos:** conjunto de espesores de concreto a flexión y sub base que forman un paquete estructural. Tenemos como principales a: pavimentos de concreto, adoquín uso peatonal, adoquín tránsito vehicular pesado y gramoquín tránsito vehicular ligero.

7. **Viviendas:** gama de servicios junto con diversas combinaciones de productos para la construcción de viviendas bajo sistemas de Albañilería Armada, así como Albañilería Confinada. Asimismo, cuenta con un listado de maestros capacitados por el programa.
8. **Cal**

## Anexo 2. Accionariado y Directorio

**Tabla 19. Accionariado**

Descripción	Acciones	Participación
INVERSIONES ASPI SA	211.985.547,00	50,01%
JP MORGAN (ADR)	75.363.807,00	17,78%
PRIMA AFP SA	39.274.365,00	9,27%
PROFUTURO AFP	24.416.469,00	5,76%
AFP INTEGRAL SA	14.458.501,00	3,41%
STANDARD LIFE ABERDEEN PLC	11.841.423,00	2,79%
AFP HABITAT	6.474.871,00	1,53%
BLACKROCK	3.076.196,00	0,73%
NORGES BANK	1.836.416,00	0,43%
BROWN ADVISORY INC	1.341.201,00	0,32%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTR	1.151.639,00	0,27%

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia (2019).

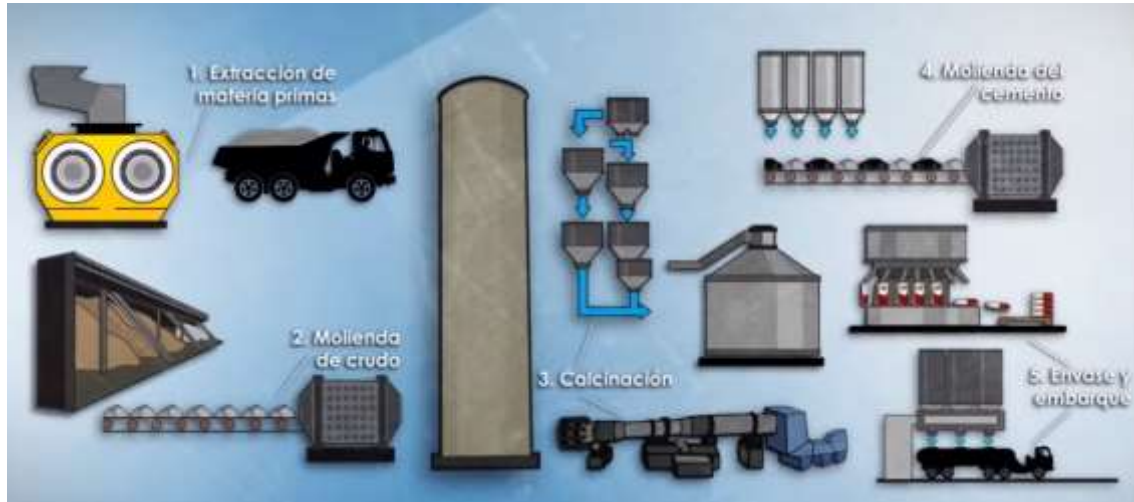
**Tabla 20. Directorio**

Descripción	Cargo	Fecha de Inicio
EDUARDO HOCHSCHILD BEECK	PRESIDENTE	03/04/1991
RAIMUNDO MORALES DASSO	VICEPRESIDENTE	27/03/2008
JUAN FRANCISCO CORREA SABOGAL	DIRECTOR	12/02/2018
ROBERTO DAÑINO ZAPATA	DIRECTOR	10/06/2008
CARLOS HEREEN RAMOS	DIRECTOR	24/03/2017
HUMBERTO NADAL DEL CARPIO	DIRECTOR	27/03/2008
HILDA OCHOA BILLEMBOURG	DIRECTOR	10/10/2011
FELIPE ORTIZ DE ZEVALLOS	DIRECTOR	25/03/2014
MARCO ANTONIO ZALDIVAR	DIRECTOR	24/03/2017
ROBERT PATRICK BREDTHAUER GARCÍA	DIRECTOR	
	SUPLENTE	28/03/2003
MANUEL FERREYROS PEÑA	DIRECTOR	
	SUPLENTE	27/03/2008

Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo 2018. Elaboración propia (2019).

### Anexo 3. Proceso productivo

#### Proceso de Fabricación de Cemento



Fuente: Video institucional de la compañía.

- **Extracción de Materias Primas:** inicia con la extracción de las materias primas (piedra caliza) de las canchales. Para ello, se usa una serie de explosivos para desarticular la piedra caliza y luego pasar por un proceso de chancado primario que tritura la piedra para ser transportada en camiones hacia los almacenes. Es importante contar en el proceso con caliza, tierra, hierro y arcilla.
- **Molienda de crudo:** es importante contar en este proceso con caliza, arena, hierro y arcilla, donde cada uno es clasificado respectivamente en su almacén para luego ser transportado en proporciones exactas a un gran molino de crudo que lo reducirá en pequeñas partículas (también llamado harina de crudo) y aprovechará para mezclarlas.
- **Calcificación:** en esta etapa es transportado a un silo de homogeneización y almacenamiento donde se unificará todo el material pulverizado. La mezcla cruda se calienta en alrededor de 1.500 grados centígrados en la torre intercambiadora de calor que provocan un proceso químico de unificación en partículas redondas (Clinker). Posteriormente, al salir del horno, es importante un proceso enfriador y, finalmente, ser transportado a su almacén respectivo.
- **Molienda de Cemento:** en esta etapa interviene el yeso (que regula el fraguado) y otros aditivos para crear diferentes tipos de cemento, de acuerdo a la necesidad del cliente. Luego, pasa por un molino de bolas que deja pulverizado y homogéneo el cemento. Posteriormente, es derivado a un silo de cemento para ser embolsado o también despachado a granel para llegar directamente a los camiones, que son capaces de proporcionar grandes cantidades de cemento a un lugar de trabajo. En el caso del embolsado, cada una contiene 42,5 Kg.

Cabe resaltar que todos los procesos son monitoreados por el área de calidad que cumple rigurosamente con las normas locales e internacionales del mercado. Todo ello asegura la seguridad de los trabajadores y velar por un ecosistema saludable.



## Anexo 4. PESTEL

F. Políticos (P)	F. Económica (E)	F. Social (S)
<p>Inestabilidad política impacta a la baja el crecimiento del PBI de 4% a 2,9%. Perú se ubicó en el 2018 en el puesto 105 de 180 en el Índice de Percepción de corrupción (IPC) elaborado por Transparency International. Ley de Represión de Conductas Anticompetitivas (DL 1034) (DS 030-2019). Ley 30896- Inversión y desarrollo de la Región Amazónica.</p>	<p>Proyección de crecimiento 2019-2020: PBI Perú: +3,5%, 3,4% PBI S. Construcción: 5,4%, 6,9%. Inversión Privada: 3,8%, 5,5% Inversión Pública: 1%, 5%. Posición expansiva de la política monetaria. Inflación: 2,1%, 2% BCP reduce tasa de interés de referencia de 2,75 a 2,5.</p>	<p>146 conflictos sociales en el 2019, alrededor de 41% corresponden a asuntos minero-ambientales que paralizaron \$ 8,700 MM de inversión en proyectos mineros. Bono demográfico, según CAF, se extendería hasta el 2038. Riesgo por futuros fenómenos naturales. Región Norte representa aproximadamente 23% de la población total y 14% del PBI.</p>
F. Tecnológico (T)	F. Ecologico(E)	F. Legal (L)
<p>Concytec amplió por tres años más beneficios tributarios para I+D. Busca incentivar la inversión en innovación de las empresas a través de la deducción de hasta el 175% de lo invertido en sus proyectos (vigente desde el año 2016).</p>	<p>Dependiente del Reglamento de Gestión Ambiental para la Industria Manufacturera y Comercio Interno”, aprobado mediante Decreto Supremo N° 017-2015-PRODUCE Ley N° 27446, Ley del Sistema Nacional de Evaluación de Impacto Ambiental. LEY N° 28271, Ley que regula los pasivos ambientales de la actividad minera</p>	<p>Sujeto al régimen fiscal peruano y a sus modificaciones como la ley tributaria y la Ley General de Sociedades Peruanas</p>

Fuente: Memoria Cementos Pacasmayo 2018, Diario Gestión, Bloomberg, El Peruano. Elaboración propia (2019).

## Anexo 5. Análisis del entorno macroambiente

### • Análisis del entorno macroambiente internacional

El crecimiento económico mundial registro una tasa de crecimiento de 3,04%, en el 2018, basado en las mejores perspectivas de crecimiento de EEUU y Japón que, a la vez, se ampara en su plan de estímulo fiscal junto con un mejor dinamismo de su demanda privada atenuado por la desaceleración industrial en la zona Euro.

Las implicancias macroeconómicas que podrían afectar el crecimiento mundial es la creciente tensión comercial entre EEUU y China con la implementación de medidas proteccionistas, el alto nivel de endeudamiento corporativo en economías emergentes como la de China, que al 2018 alcanza el 248% de su PBI y con proyección que en el 2022 llegue a 300%, y la incertidumbre generada por el Brexit. Todo ello acarrea volatilidad financiera en mercados emergentes como la nuestra.

Según reporte de IMF, se proyecta que para el año 2019 el crecimiento del PBI mundial será 3,2%, en el 2020 de 3,5% y para el periodo 2021-2022 será 3,7%. Las cifras muestran un lento crecimiento mundial debido a las implicancias anteriores que reducen la confianza e inversión sumadas a las implicancias naturales como el cambio climático.

### • Análisis del entorno macroambiente Regional

Las expectativas de crecimiento de los países América Latina se han reducido debido, principalmente, a las calificaciones crediticias de Brasil, la débil inversión y consumo privado en México, principalmente debido al deterioro de confianza lo que indirectamente trae consigo mayores costos de endeudamiento, la contracción de Argentina y la crisis económica y social en Venezuela que prevé que se siga contrayendo la economía para el 2019. En este contexto, los riesgos políticos y fiscales son un gran determinante.

A la vez, según el reporte de BBVA Research se proyecta que el crecimiento para América Latina en el 2019 y 2020 sea de solo 1% y 2,2%, respectivamente. Mientras tanto, se mide con mayor optimismo a Perú, que la proyección de su crecimiento sería 2,9% para el año 2019 y 3,9% para el año 2020. Cabe resaltar que ambas proyecciones han sido reajustadas con una inclinación a la baja en el primer trimestre de 2019 por los eventos inicialmente descritos.

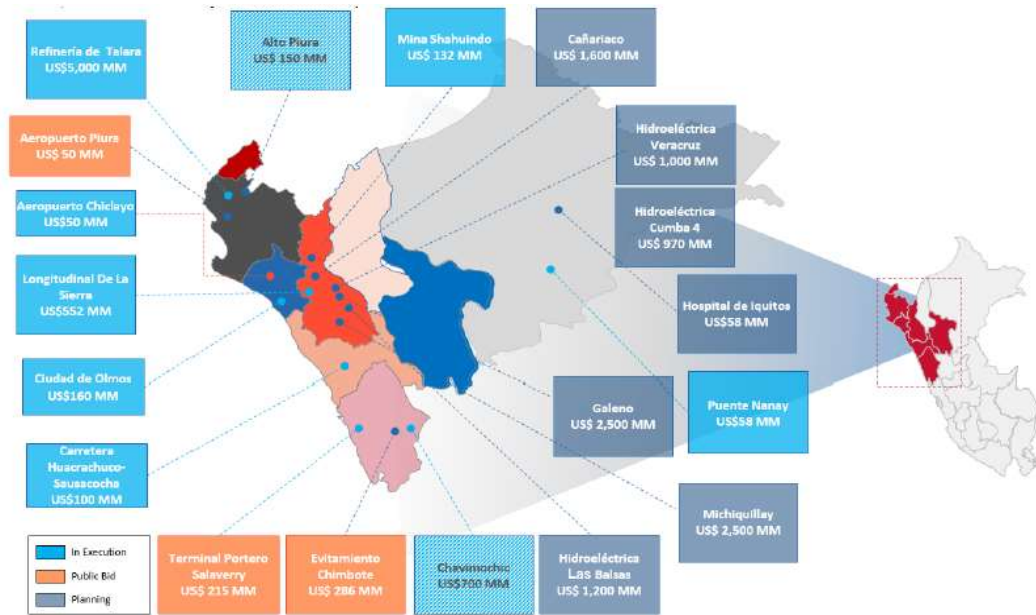


Fuente: BBVA Research y GOELT

### • Análisis del Macro-ambiente Nacional

El crecimiento del PBI en Perú en el 2018 se relaciona, principalmente, en la recuperación de los sectores no primarios, el cual, según proyecciones de BCRP, seguirá soportando el crecimiento durante el 2019 y en menor impacto durante el 2020. A junio de 2019, estas proyecciones se han reformulado con una tendencia a la baja debido a que de enero a junio de 2019 el PBI creció solo 1,7%, principalmente, por la contracción consecutiva de los sectores primarios (agropecuario,

minería e hidrocarburo) y contrarrestado con los resultados favorables del sector construcción, comercio y servicios que impactan con cerca del 55% del resultado global.



Fuente: Resultados Cementos Pacasmayo 2018

## Anexo 6. Proyectos privados 2019-2020

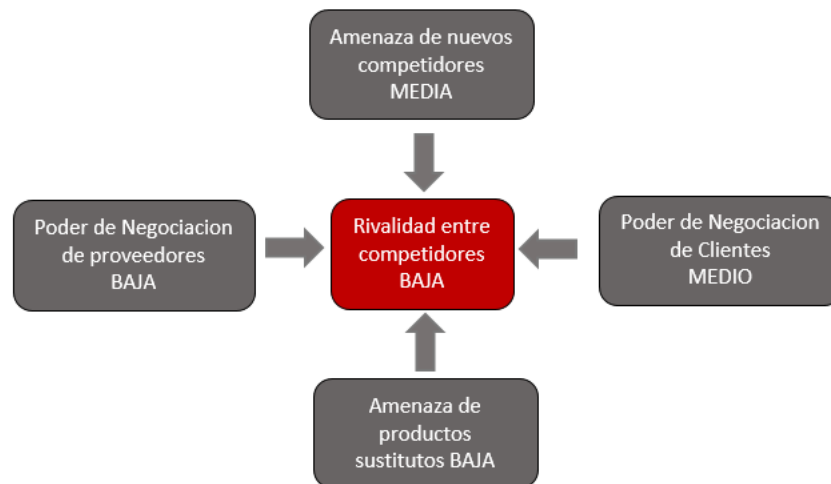
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020		
SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>MINERÍA</b>	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
	Aluminium Corp. of China (Chinalco)	Ampliación de Mina Toromocho
	Minera Yanacocha	Quecher Main
	Bear Creek Mining Corp.	Corani
	Minsur	Relaves B2 San Rafael
<b>HIDROCARBUROS</b>	Consortio Promigas Surtigas	Masificación de Gas
	Karoon Gas	Exploración Lote Z-38
	Pluspetrol Perú Corp.	Ampliación de capacidad de transporte
<b>ENERGÍA</b>	Interconexión Eléctrica	Enlace Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y subestaciones asociadas
	Hydro Global Investment	San Gabán III
<b>INDUSTRIA</b>	Arca Continental	Mejoras en infraestructura y equipos
	Corporación Aceros Arequipa	Ampliación de planta en Pisco
	Cementos Inka	Planta de Molienda en Pisco
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay Fase I
	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Grupo Romero	Puerto Salaverry
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consortio Paracas	Terminal Portuario San Martín en Pisco
<b>OTROS SECTORES</b>	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	Grupo Ripley	Expansión y nuevos centros comerciales
	Edifica	Inversiones Inmobiliarias
	Armas Domo	Inversiones Inmobiliarias
	Grupo Intercorp	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos centros comerciales
	InterContinental	Cadena de hoteles

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

Fuente: Informe de actualización de proyecciones macroeconómicas 2020-2023 / MEF

## Anexo 7. Cinco fuerzas de Porter

- **Amenaza de nuevos competidores. Media.** Los costos de operación, inversión de activo fijo y la distribución representan una barrera de ingreso. Sin embargo, en el caso de comercialización sólo es necesario desarrollar una cadena de distribución de los productos.
- **Poder de negociación de los proveedores. Bajo.** Debido que los principales proveedores pertenecen al mismo grupo económico (canteras propias, distribución de energía y proyecto de Carbón).
- **Poder de negociación de los clientes. Media.** Los canales de venta son dos: Canal Masivo (83,2%) e Industrial (16,8%). Sin embargo, con el paso del tiempo el canal industrial ha ido adquiriendo mayor importancia. En cuanto al Canal Masivo, hay nuevos competidores en el mercado con precios más baratos que brinda mayor poder al cliente. Aunque siga manteniendo el liderazgo en el mercado norteño, su participación en el norte actualmente representa el 82%, es decir, la competencia representa un 18% en su totalidad.
- **La rivalidad entre los competidores existentes en el mercado. Baja.** De acuerdo con el posicionamiento competitivo descrito anteriormente, la compañía continúa teniendo el liderazgo en el Norte del Perú.
- **Productos sustitutos. Bajo.** En el sector no existen sustitutos que reemplacen totalmente los productos de la compañía. Sin embargo, algunos de ellos son considerado sustitutos parciales como materiales prefabricados. La compañía está en continua búsqueda de nuevos productos sustitutos en relación a los pre-fabricados, aunque aún no alcance la expectativa de aceptación.



Anexo 8. Estado de situación financiera histórico (en miles de soles)

	2014	2015	2016	2017	2018
	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
<b>Activo</b>					
<b>Activo Corriente</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	580.499	158.007	80.215	49.216	49.067
Cuentas por cobrar comerciales terceros y relacionadas, neto	59.703	73.658	69.233	82.671	80.292
Inventarios, neto	324.070	307.478	346.535	373.020	424.783
Gastos pagado por adelantado	4.367	7.188	7.909	3.846	5.765
Otros Activos Corrientes	66.182	82.149	58.434	44.602	56.180
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>1.034.821</b>	<b>628.480</b>	<b>900.737</b>	<b>553.355</b>	<b>616.087</b>
Activos mantenidos para distribución			338.411		
<b>Activo no Corriente</b>					
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	2.060.976	2.490.815	2.273.048	2.208.553	2.152.724
Intangibles, neto	57.740	81.862	43.028	13.416	40.881
Otros Activos (Total)	87.367	212.637	103.810	38.791	53.553
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>2.206.083</b>	<b>2.785.314</b>	<b>2.419.886</b>	<b>2.260.760</b>	<b>2.247.158</b>
<b>Total Activo</b>	<b>3.240.904</b>	<b>3.413.794</b>	<b>3.320.623</b>	<b>2.814.115</b>	<b>2.863.245</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	-	-	-	-	60.822
Cuentas por pagar comerciales terceros y relacionadas, neto	70.826	86.067	64.098	76.994	69.776
Otras cuentas por pagar	66.743	84.694	78.675	101.001	81.544
Otros Pasivos corrientes	62.546	32.786	37.879	27.006	46.453
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>200.115</b>	<b>203.547</b>	<b>180.652</b>	<b>205.001</b>	<b>258.595</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	883.564	1.012.406	998.148	965.290	1.022.555
Otros Pasivos LP	86.540	151.707	161.794	137.116	130.732
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>970.104</b>	<b>1.164.113</b>	<b>1.159.942</b>	<b>1.102.406</b>	<b>1.153.287</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.170.219</b>	<b>1.367.660</b>	<b>1.340.594</b>	<b>1.307.407</b>	<b>1.411.882</b>
<b>Patrimonio Neto</b>			- 50.679		
Capital social	531.461	531.461	531.461	423.868	423.868
Primas de Emisión	553.791	553.466	545.165	432.779	432.779
Acciones de inversión	50.503	50.503	50.503	40.279	40.279
Acciones en tesorería	-	108.248	108.248	119.005	121.258
Reserva legal	154.905	176.458	188.075	160.686	168.356
Otras reserva de Patrimonio	5.144	11.649	16.602	43.699	11.946
Participaciones no Controladas	78.145	103.080	112.589	148	-
Resultados acumulados	696.736	727.765	677.086	611.652	519.285
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>2.070.685</b>	<b>2.046.134</b>	<b>1.980.029</b>	<b>1.506.708</b>	<b>1.451.363</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>3.240.904</b>	<b>3.413.794</b>	<b>3.320.623</b>	<b>2.814.115</b>	<b>2.863.245</b>

Fuente: Estados financieros auditados (2014-2018). Elaboración propia (2019).

## Anexo 9. Análisis Vertical del Estado de situación financiera histórico (%)

	Análisis Vertical				
	2014	2015	2016	2017	2018
	%	%	%	%	%
<b>Activo</b>					
<b>Activo Corriente</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	18%	5%	3%	2%	2%
Cuentas por cobrar comerciales terceros y relacionadas, neto	2%	2%	2%	3%	3%
Inventarios, neto	10%	9%	12%	13%	15%
Gastos pagado por adelantado	0%	0%	0%	0%	0%
Otros Activos Corrientes	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>32%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>
<b>Activo no Corriente</b>					
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	64%	73%	76%	78%	75%
Intangibles, neto	2%	2%	1%	0%	1%
Otros Activos (Total)	3%	6%	3%	1%	2%
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>68%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>80%</b>	<b>78%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	0%	0%	0%	0%	2%
Cuentas por pagar comerciales terceros y relacionadas, neto	2%	3%	2%	3%	2%
Otras cuentas por pagar	2%	2%	2%	4%	3%
Otros Pasivos corrientes	2%	1%	1%	1%	2%
<b>Otros activos corrientes</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	27%	30%	30%	34%	36%
Otros Pasivos LP	3%	4%	5%	5%	5%
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>30%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>36%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>46%</b>	<b>49%</b>
<b>Patrimonio Neto</b>					
Capital social	16%	16%	16%	15%	15%
Primas de Emisión	17%	16%	16%	15%	15%
Acciones de inversión	2%	1%	2%	1%	1%
Acciones en tesorería	0%	-3%	-3%	-4%	-4%
Reserva legal	5%	5%	6%	6%	6%
Otras reserva de Patrimonio	0%	0%	0%	-2%	0%
Participaciones no Controladas	2%	3%	3%	0%	0%
Resultados acumulados	21%	21%	20%	22%	18%
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>64%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>54%</b>	<b>51%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estados financieros auditados (2014-2018). Elaboración propia (2019).



## Anexo 10. Análisis Horizontal del Estado de situación financiera histórico (%)

	Análisis Horizontal				
	2014	2015	2016	2017	2018
	%	%	%	%	%
<b>Activo</b>					
<b>Activo Corriente</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	-40,6%	-72,8%	-49,2%	-38,6%	-0,3%
Cuentas por cobrar comerciales terceros y relacionadas, neto	15,2%	23,4%	-6,0%	19,4%	-2,9%
Inventarios, neto	-3,1%	-5,1%	12,7%	7,6%	13,9%
Gastos pagado por adelantado	-62,8%	64,6%	10,0%	-51,4%	49,9%
Otros Activos Corrientes	49,1%	24,1%	-28,9%	-23,7%	26,0%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>-27,1%</b>	<b>-39,3%</b>	<b>-10,5%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>11,3%</b>
<b>Activo no Corriente</b>					
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	134,1%	120,9%	91,3%	97,2%	97,5%
Intangibles, neto	97,3%	141,8%	52,6%	31,2%	304,7%
Otros Activos (Total)	88,5%	243,4%	48,8%	37,4%	138,1%
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>130,1%</b>	<b>126,3%</b>	<b>86,9%</b>	<b>93,4%</b>	<b>99,4%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>104,1%</b>	<b>105,3%</b>	<b>87,4%</b>	<b>94,4%</b>	<b>101,7%</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar comerciales terceros y relacionadas, neto	112,6%	121,5%	74,5%	120,1%	90,6%
Otras cuentas por pagar	104,3%	126,9%	92,9%	128,4%	80,7%
Otros Pasivos corrientes	203,3%	52,4%	115,5%	71,3%	172,0%
<b>Otros activos corrientes</b>	<b>126,9%</b>	<b>101,7%</b>	<b>88,8%</b>	<b>113,5%</b>	<b>126,1%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>					
Otros Pasivos Financieros	107,2%	114,6%	98,6%	96,7%	105,9%
Otros Pasivos LP	70,1%	175,3%	106,6%	84,7%	95,3%
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>102,4%</b>	<b>120,0%</b>	<b>99,6%</b>	<b>95,0%</b>	<b>104,6%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>105,9%</b>	<b>116,9%</b>	<b>98,0%</b>	<b>97,5%</b>	<b>108,0%</b>
<b>Patrimonio Neto</b>					
Capital social	100,0%	100,0%	100,0%	79,8%	100,0%
Primas de Emisión	99,6%	99,9%	98,5%	79,4%	100,0%
Acciones de inversión	100,0%	100,0%	100,0%	79,8%	100,0%
Acciones en tesorería	0,0%	0,0%	100,0%	109,9%	101,9%
Reserva legal	129,3%	113,9%	106,6%	85,4%	104,8%
Otras reserva de Patrimonio	27,0%	226,5%	-142,5%	263,2%	27,3%
Participaciones no Controladas	99,4%	131,9%	109,2%	0,1%	0,0%
Resultados acumulados	106,6%	104,5%	93,0%	90,3%	84,9%
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>103,0%</b>	<b>98,8%</b>	<b>96,8%</b>	<b>76,1%</b>	<b>96,3%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>104,1%</b>	<b>105,3%</b>	<b>97,3%</b>	<b>84,7%</b>	<b>101,7%</b>

Fuente: Estados financieros auditados (2014-2018). Elaboración propia (2019).



**Anexo 11. Estado de Resultados históricos (en miles de soles)**

	2014	2015	2016	2017	2018
	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
Ventas netas	1.242.579,00	1.231.015,00	1.240.169,00	1.219.560,00	1.262.251,00
Costo de ventas	- 672.016,00	- 636.901,00	- 641.353,00	- 622.257,00	- 675.812,00
<b>Utilidad bruta</b>	<b>570.563,00</b>	<b>594.114,00</b>	<b>598.816,00</b>	<b>597.303,00</b>	<b>586.439,00</b>
(Gastos) Ingresos operativos					
Gastos de ventas	- 30.534,00	- 31.481,00	- 39.899,00	- 40.488,00	- 43.434,00
Gastos de administración	- 182.228,00	- 176.637,00	- 177.287,00	- 182.110,00	- 162.756,00
Otros Ing/Egresos Neto	7.497,00	3.701,00	2.444,00	- 51.939,00	- 8.697,00
Depreciación y Amortización Total	- 64.759,00	- 70.810,00	- 111.266,00	- 124.206,00	- 129.779,00
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>300.539,00</b>	<b>318.887,00</b>	<b>272.808,00</b>	<b>198.560,00</b>	<b>241.773,00</b>
Ebitda	365.298,00	389.697,00	384.074,00	322.766,00	371.552,00
Ingresos financieros	11.705,00	3.478,00	3.240,00	5.842,00	4.970,00
Gastos financieros	- 31.196,00	- 36.807,00	- 75.397,00	- 73.759,00	- 122.225,00
Diferencia en cambio, neta	- 14.791,00	12.351,00	- 2.541,00	- 2.226,00	- 8.377,00
<b>Utilidad antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>266.257,00</b>	<b>297.909,00</b>	<b>198.110,00</b>	<b>128.417,00</b>	<b>116.141,00</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	- 77.468,00	- 86.242,00	- 78.627,00	- 47.032,00	- 40.995,00
Ganancia (Pérdida) procedente de Op. Discontinuadas, neta de Impuesto			- 6.589,00	- 754,00	
<b>Utilidad</b>	<b>188.789,00</b>	<b>211.667,00</b>	<b>112.894,00</b>	<b>80.631,00</b>	<b>75.146,00</b>
Interes Minoritario	4.038,00	3.865,00	3.280,00	13.151,00	1.553,00
<b>Utilidad Neta</b>	<b>192.827,00</b>	<b>215.532,00</b>	<b>116.174,00</b>	<b>93.782,00</b>	<b>76.699,00</b>

Fuente: Estados financieros auditados (2014-2018). Elaboración propia (2019).

## Anexo 12. Análisis Vertical y Horizontal del Estado de Resultados de la compañía.

	Análisis Vertical					Análisis Horizontal				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Ventas netas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,2%	-0,9%	0,7%	-1,7%	3,5%
Costo de ventas	54,1%	51,7%	51,7%	51,0%	53,5%	-6,2%	-5,2%	0,7%	-3,0%	8,6%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>45,9%</b>	<b>48,3%</b>	<b>48,3%</b>	<b>49,0%</b>	<b>46,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-1,8%</b>
<b>(Gastos) Ingresos operativos</b>										
Gastos de ventas	2,5%	2,6%	3,2%	3,3%	3,4%	2,4%	3,1%	26,7%	1,5%	7,3%
Gastos de administración	14,7%	14,3%	14,3%	14,9%	12,9%	-12,8%	-3,1%	0,4%	2,7%	-10,6%
Otros Ingresos/ Egresos Neto	0,6%	0,3%	0,2%	-4,3%	-0,7%	0,0%	-50,6%	-34,0%	-2225,2%	-83,3%
Depreciación y Amortización Total	-5,2%	-5,8%	-9,0%	-10,2%	-10,3%	-882,0%	9,3%	57,1%	11,6%	4,5%
	21,7%	22,4%	26,3%	32,7%	27,3%	17,2%	1,9%	18,5%	22,3%	-13,6%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>24,2%</b>	<b>25,9%</b>	<b>22,0%</b>	<b>16,3%</b>	<b>19,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-27,2%</b>	<b>21,8%</b>
Ingresos financieros	0,9%	0,3%	0,3%	0,5%	0,4%	-57,0%	-70,3%	-6,8%	80,3%	-14,9%
Gastos financieros	2,5%	3,0%	6,1%	6,0%	9,7%	-15,9%	18,0%	104,8%	-2,2%	65,7%
Diferencia en cambio, neta	1,2%	-1,0%	0,2%	0,2%	0,7%	-69,5%	-183,5%	-120,6%	-12,4%	276,3%
Utilidad antes del impuesto a las ganancias	21,4%	24,2%	16,0%	10,5%	9,2%	13,5%	11,9%	-33,5%	-35,2%	-9,6%
Gasto por impuesto a las ganancias	6,2%	7,0%	6,3%	3,9%	3,2%	-6,0%	11,3%	-8,8%	-40,2%	-12,8%
Ganancia (Pérdida) procedente de Op.										
Discontinuas, neta de Impuesto	0,0%	0,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-88,6%	-100,0%
<b>Utilidad neta</b>	<b>15,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>24,0%</b>	<b>12,1%</b>	<b>-46,7%</b>	<b>-28,6%</b>	<b>-6,8%</b>

Fuente: Estados financieros auditados (2014-2018). Elaboración propia (2019).

### Anexo 13. Costo de Venta

	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de Venta	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
Gastos de personal	71.298,00	67.681,00	90.139,00	76.523,00	84.190,00
Costos de Envase	30.785,00	34.273,00	35.924,00	32.011,00	38.483,00
Consumo de suministros varios	296.188,00	263.804,00	228.002,00	228.881,00	248.040,00
Mantenimiento y servicios de terceros	124.273,00	113.042,00	172.781,00	167.735,00	181.128,00
Otros gastos de fabricación	42.836,00	51.637,00	19.927,00	14.616,00	19.871,00
Depreciación del ejercicio	52.132,00	58.856,00	94.726,00	109.262,00	117.273,00
Costo por flete	106.636,00	106.464,00	95.031,00	103.928,00	107.221,00
<b>Total</b>	<b>724.148,00</b>	<b>695.757,00</b>	<b>736.530,00</b>	<b>732.956,00</b>	<b>796.206,00</b>

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia (2019).

#### Anexo 14. Supuestos de Valoración

- Supuestos de la actividad

Elemento	Supuesto
<b>Periodo de proyección</b>	Diez años en moneda nacional Soles.
<b>Periodo Base</b>	Diciembre 2018
<b>EEFF</b>	Estados financieros consolidados
<b>Ingresos</b>	<p><b>Cantidad:</b> se realizarán regresiones lineales con data histórica (2000-2018) y con frecuencia trimestral, trabajando con despacho de cementos como variable dependiente y como variable independiente PBI Global y precio de cemento.</p> <p><b>Precio:</b> se consideró incrementar los precios de cemento de acuerdo a la inflación, según el Anexo 7, que indica que la empresa tiene como política incrementar precios solo a razón del índice de precios al consumidor.</p> <p><b>Total, de ingresos:</b> para las líneas de negocio como cal, suministros de construcción y otros, se considera el crecimiento el TACC de tres y cinco años, respectivamente.</p> <p>Ver <b>Anexo 15</b></p>
<b>Impuesto a la Renta</b>	Se considero la tasa impositiva actual correspondiente al año 2018. (Fuente: Ley del Impuesto a la Renta). Para hallar el WACC: Tasa calculada considerando impuesto a la renta (29,5%) y participación de trabajadores (10%): 36,55%. Tasa impositiva efectiva = $1 - (1 - 29,5\%) * (1 - 10\%) = 36,55\%$ .
<b>Tipo de Cambio</b>	Se estima un tipo de cambio de S/ 3,31 para el 2019 y S/ 3,33 para el 2019, de acuerdo al Informe de actualización de proyecciones macroeconómicas 2020-2023, elaborado por el MEF. Para el año 2020 en adelante, se considera estable según el último pronóstico de 3,37.
<b>Tasa de Crecimiento a perpetuidad</b>	Se considero una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3,7%

Fuente: Estados financieros auditados, Memorias Anuales Cementos Pacasmayo S.A.A., Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), MEF, Ley del impuesto a la Renta. Elaboración propia (2019).

Elemento	Supuesto																														
<b>Costo de ventas</b>	Se considera un promedio móvil de los tres últimos años (2016-2018) para cada componente del costo de ventas, salvo la depreciación, dado que representa mejor la estructura de costos vigente.																														
<b>Capex</b>	Se considera, según el <b>Anexo 16</b> que la inversión en CAPEX ascenderá a \$ 180 millones en maquinarias y equipos. Cabe resaltar que la ejecución del anterior se considera para el año 2025.																														
<b>Depreciación</b>	<p>La depreciación de los activos se determina sobre una base de amortización lineal a lo largo de las vidas útiles estimadas de esos activos que son:</p> <table style="margin-left: 40px;"> <thead> <tr> <th></th> <th style="text-align: right;">Años</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="2"><b>Edificios y otras construcciones:</b></td> </tr> <tr> <td>Instalaciones administrativas</td> <td style="text-align: right;">Entre 35 y 48</td> </tr> <tr> <td>Estructuras principales de producción</td> <td style="text-align: right;">Entre 30 y 49</td> </tr> <tr> <td>Estructuras menores de producción</td> <td style="text-align: right;">Entre 20 y 35</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>Maquinaria y equipo:</b></td> </tr> <tr> <td>Molinos y calderas horizontales</td> <td style="text-align: right;">Entre 42 y 49</td> </tr> <tr> <td>Calderas verticales, chancadoras y molindas</td> <td style="text-align: right;">Entre 23 y 36</td> </tr> <tr> <td>Instalaciones de electricidad y otras estructuras menores</td> <td style="text-align: right;">Entre 12 y 35</td> </tr> <tr> <td>Muebles y enseres</td> <td style="text-align: right;">10</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>Unidades de transporte:</b></td> </tr> <tr> <td>Unidades pesadas</td> <td style="text-align: right;">Entre 11 y 21</td> </tr> <tr> <td>Unidades livianas</td> <td style="text-align: right;">Entre 8 y 11</td> </tr> <tr> <td>Equipos de cómputo</td> <td style="text-align: right;">4</td> </tr> <tr> <td>Herramientas</td> <td style="text-align: right;">Entre 5 y 10</td> </tr> </tbody> </table>		Años	<b>Edificios y otras construcciones:</b>		Instalaciones administrativas	Entre 35 y 48	Estructuras principales de producción	Entre 30 y 49	Estructuras menores de producción	Entre 20 y 35	<b>Maquinaria y equipo:</b>		Molinos y calderas horizontales	Entre 42 y 49	Calderas verticales, chancadoras y molindas	Entre 23 y 36	Instalaciones de electricidad y otras estructuras menores	Entre 12 y 35	Muebles y enseres	10	<b>Unidades de transporte:</b>		Unidades pesadas	Entre 11 y 21	Unidades livianas	Entre 8 y 11	Equipos de cómputo	4	Herramientas	Entre 5 y 10
	Años																														
<b>Edificios y otras construcciones:</b>																															
Instalaciones administrativas	Entre 35 y 48																														
Estructuras principales de producción	Entre 30 y 49																														
Estructuras menores de producción	Entre 20 y 35																														
<b>Maquinaria y equipo:</b>																															
Molinos y calderas horizontales	Entre 42 y 49																														
Calderas verticales, chancadoras y molindas	Entre 23 y 36																														
Instalaciones de electricidad y otras estructuras menores	Entre 12 y 35																														
Muebles y enseres	10																														
<b>Unidades de transporte:</b>																															
Unidades pesadas	Entre 11 y 21																														
Unidades livianas	Entre 8 y 11																														
Equipos de cómputo	4																														
Herramientas	Entre 5 y 10																														
<b>Dividendos</b>	Se asume que la compañía repartirá 80% de las utilidades del ejercicio basado en el histórico y en la política de dividendos; sin embargo, en el periodo de inversión, el ratio ascendería a 50%.																														
<b>Capital de trabajo</b>	El capital de trabajo se financia principalmente vía generación de flujos. Por tal, se considera el activo corriente menos el pasivo corriente, excluyendo el efectivo y equivalente de efectivo y la deuda.																														
<b>Reserva Legal</b>	En el 2018, se cumple con alcanzar el 20% de reserva exigido por la ley. A partir del 2019, se estima que la cuenta tendrá el mismo valor dado que no se espera incrementos de capital social.																														

Fuente: Estados financieros auditados, Memorias Anuales Cementos Pacasmayo S.A.A.  
Elaboración propia (2019).

## Anexo 15. Proyección de ventas

Se consideró tres diferentes regresiones para estimar las ventas y se eligió la presente debido a que mostró mayor coherencia, tal como se muestra en el siguiente resultado:

Dependent Variable: DESPACHOS				
Method: Least Squares				
Date: 09/16/19 Time: 04:37				
Sample: 2000Q1 2018Q4				
Included observations: 76				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	196,098.10	57517.31	3.409375	0.0011
PBI_GLOB	7.35	0.282265	26.04294	0
PRECIO	- 25,650.48	4192.07	-6.118811	0
R-squared	0.951172	Mean dependent var		398740.3
Adjusted R-sq	0.949834	S.D. dependent var		164033.9
S.E. of regressi	36739.91	Akaike info criterion		23.89979
Sum squared r	9.85E+10	Schwarz criterion		23.99179
Log likelihood	-9.05E+02	Hannan-Quinn criter.		23.93656
F-statistic	7.11E+02	Durbin-Watson stat		2.259311
Prob(F-statisti	0.00E+00			

Se considero las variables de despachos de Cemento, Precio y PBI Global por periodos trimestrales desde el 2000 – 2018 con el fin de predecir los próximos diez años (2019 – 2028).. Cabe resaltar que esta regresión solo se usó para proyectar una línea de negocio “cementos, concreto y bloques”. Para las siguientes líneas de negocio se consideró de acuerdo al siguiente criterio:

Línea de Negocio		Criterio
Ventas de cemento, concreto y bloques		Proviene del Modelo Econométrico
Suministros de construcción	3%	Asume la tasa de la TACC histórica (3 años)
Cal	13%	Asume la tasa de la TACC histórica (5 años)
Otros		Se considera constante de acuerdo con el último año 2018

Se considero las siguientes Variables Macroeconómicas:

Variaciones	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
PBI (1)	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Precio del Cemento (2)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

1. Fuente: PROYECCION BBVA RESEARCH / MMM 2020-2023
2. Media móvil 15 años del incremento anual de precio

## Anexo 16. Entrevista con el vicepresidente de Administración y Finanzas, Manuel

### Ferreyros Peña

Se considero datos claves de una entrevista realizada el 28/06/2017 con el vicepresidente de Administración y Finanzas, Manuel Ferreyros Peña, expuesta en un Trabajo de Investigación presentado para optar al Grado Académico de Magíster en Finanzas en la Universidad del Pacifico. Se adjunta las preguntas realizadas por el grupo compuesto Ernesto Ferrand Salaverry, Kevin Flores Umpire y Fernando Manrique Hermoza.

- ¿Qué tan relevante consideras al área de Investigación y Desarrollo dentro de la cadena de valor de Cementos Pacasmayo? La oferta de cementos es más personalizada, ¿de qué manera ha impactado positivamente?

Para nosotros Investigación y Desarrollo es muy importante. La gente cree que el cemento es un solo producto, pero tenemos varios tipos de cementos que tienen especificaciones para atacar los sulfatos. Para lograr eso necesitamos un área de Investigación y Desarrollo en la cual se investigan nuevos productos, nuevas puzolanas, mezclas de arcilla y ponerle mucha cabeza. Además, nuestro producto tiene un factor de clínker muy bajo con respecto a otras empresas que hay en el mercado y es consecuencia de los esfuerzos que hace la empresa en el área de investigación y desarrollo.

- Acerca de los *commodities* que utilizan, ¿cuáles son los más representativos en su estructura en costos?

Los más importantes son el costo del carbón y la electricidad, que suman alrededor el 30% del costo de producción; caliza y otros productos alrededor del 20% y factores humanos alrededor del 25% y lo demás son varios factores. Pero lo más relevante es carbón y electricidad. En lo que es electricidad, nosotros compramos la electricidad con Electro Perú, tenemos un contrato por diez años, con tarifas pre pactadas. La Compañía de Transmisión Eléctrica Guadalupe hace la transmisión. El carbón lo compramos localmente, tenemos algo de stocks, pero se están reemplazando. La gran ventaja es que compramos del 92% al 94% carbón nacional del Alto Chicama, que tiene poca volatilidad y que no es altamente demandado. Tenemos una mina de carbón y estamos en los trámites para determinar qué destino le vamos a dar.

- ¿Hay impuestos o sobre costos asociados con el uso del carbón y la polución que genera?

Se publicó un impuesto cuando el carbón se usa como combustible; en nuestro caso, el carbón no es combustible sino parte del proceso productivo.

- En cuanto a almacenaje del producto terminado, ¿existe algún manejo específico de inventarios dada la perecibilidad del producto? ¿Los almacenes son propios?

Tenemos muy poco inventario de producto terminado que sale del molino, pasa al empaque y luego al camión. Sí contamos con algo de producto terminado en Piura porque tenemos un sistema de paletizado; es una planta moderna, pero el producto terminado almacenado es lo básico, no tenemos casi nada de producto terminado, es básicamente para un par de días. Tenemos básicamente materia prima y clínker; es más, en Pacasmayo no tenemos almacén de producto terminado, va directamente al camión. En Piura tenemos nuestro propio almacén, pero tenemos tercerizado todo el servicio con Ransa. El cemento, conforme pasa el tiempo, se va degradando por la humedad y otros factores, no necesariamente en cuatro, cinco o seis días, pero mientras menos tiempo lo tengas almacenado es mejor.

- Sobre la competencia de Cemex en Perú, ésta actualmente es marginal, ¿ven ustedes un riesgo hacia adelante con este competidor importante?

Yo no creo que Cemex esté ganando dinero. Es un producto complejo de transportar y de manipular. Está importando cerca de 450.000 t métricas al año y básicamente enfocados a Lima porque ya tienen suficiente costo para llegar a Lima. No olvidemos que Pacasmayo está a 700 km de Lima; si económicamente ganan dinero en Lima es marginal, llevarlo al norte sería inviable. Sí creo que el mercado peruano es relativamente atractivo para los competidores, pero considero que la manera de entrar al mercado no es vía la importación de cemento, es comprando una operación o con una planta. Las barreras de entrada son grandes por el costo de montar una planta. Por el tema de transporte ahora puede soportar el importar clínker, pero es muy variable.

Por ejemplo, a la fecha, hay exceso de capacidad en China. Había años en los que la tonelada de clínker costaba US\$ 120 más que la tonelada de cemento, por lo que es muy riesgoso pensar en una operación basada en molienda.

- Cada uno de los competidores nacionales tienen una segmentación geográfica, ¿ven ustedes riesgo de que los competidores ingresen a su zona de influencia?

Lo que pasa es que es difícil por el costo de transporte que es elevado. Lo veo poco probable porque, por ejemplo, trasladar una tonelada de Lima a Pacasmayo es costoso. El norte está completamente fragmentado, hay muchas ciudades pequeñas y medianas, por lo que no hay un solo punto importante de venta y nosotros tenemos una red de distribución muy importante en el norte. El mercado lo tenemos bastante protegido o más aun comercialmente somos muy agresivos. Tenemos 360 Dinos en todo el norte del Perú, estamos hablando de un territorio que abarca, aproximadamente, 1.000 km entre el norte y el sur. A Unacem no creo que le interese mucho el mercado porque tienen el 40% del mercado nacional y atendiendo a menos ciudades. En cambio, en el mercado del norte, tenemos el 20% del mercado nacional entre la selva, Tumbes, Barranca, es un territorio muy grande.

- Asociada a la pregunta previa, ¿ha tenido el mercado incidente por posición de dominio en los últimos años? De ser positiva la respuesta, ¿cómo fue manejado?

No. El mercado está abierto, quien quiera llevar cemento al norte no hay ningún problema más allá del costo. Económicamente no creo que sea ventajoso.

- En cuanto a conflictos sociales, ¿han tenido alguno relevante en los últimos cinco años?

No. Siempre las comunidades piden más, es el común denominador, sobre todo a las empresas extractivas, pero nosotros no tenemos ninguna incidencia mayor con las comunidades, tenemos excelentes relaciones con ellas. Estamos convencidos que nosotros somos invitados de las comunidades. Tenemos buena relación con ellas, importante apoyo comunitario, aportes a las comunidades y bastante actividad social con ellos para establecer la relación de largo plazo.

- En cuanto a las canteras y derechos de explotación, ¿hasta cuándo tienen los derechos de explotación?, ¿tienen un estudio técnico de recursos?, ¿cuál es la vida útil?

Tenemos reservas en Pacasmayo, en Tembladera, cerca de 80 años con base a piedra caliza, y en Piura más de 100 años que está con base a conchuela. En la selva tenemos piedra caliza. La cantera de menor vida útil tiene recursos para los próximos 35 años.



- Según las memorias de la empresa, el grado o porcentaje de utilización de las plantas está por debajo de 30% para la producción de cemento. ¿Por qué se tiene tanta capacidad ociosa?, ¿por qué se sigue importante material para la producción de cemento?

Actualmente estamos en 50% en cemento y en 60% en clínker. La capacidad ociosa actual se debe, básicamente, a que hemos terminado la planta hace un año con la ampliación de producción de 1.600 t métricas de cemento y 1.000 t métricas de clínker. Previo a eso, nosotros hemos estado importando el clínker. Tenemos suficiente capacidad instalada estimada hasta el 2020, 2021 y 2022, aunque depende mucho de la demanda. Ya no importamos clínker, ahora el 100% es producido por nosotros; por lo que, si ahora observamos los márgenes -a pesar de que el trimestre en ventas ha caído en 12%- el margen ha subido de 28,2% a 29,9%; es decir, ahora estamos con mejor margen Ebitda a pesar de que hemos caído en ventas porque ya no estamos importando clínker.

- En cuanto al capex, luego de la importante inversión en la planta de Piura, queremos conocer cuáles serán las principales inversiones en un horizonte de diez años, tanto orgánico como de mantenimiento.

No vamos a tener una gran inversión extraordinaria en capex de mantenimiento. En los próximos tres años tendremos un capex adicional (de mantenimiento) de US\$ 21 millones y, en adelante, US\$ 15 millones estará bien. En cuanto al capex orgánico, no debe ser antes del 2022, que tendremos que instalar una línea completa, ya sea en Pacasmayo o en Piura, y la inversión no será menor a US\$ 180 millones.

- ¿Harán alguna ampliación en su red de distribución por la fuerte demanda de cemento que se pronostica?

Es por eso que la demanda de capex de este año es de US\$ 21 millones en vez de los US\$ 15 millones que son recurrentes; la diferencia son camiones, trompos o todo lo que es la red de distribución de concreto. Depende, obviamente, del consumo. Ahora tenemos suficiente capacidad para abastecer al mercado.

- Sobre el ciclo de conversión de efectivo y *working capital*, ¿qué políticas de rotación de inventarios, cobros y pagos son las que manejan?

En inventarios depende del producto: en caliza son seis meses; en carbón, cuatro meses con un promedio de materias primas entre cinco y seis meses; aunque algunos son de nueve meses. No es el volumen más eficiente en cuanto a inventario, pero es el más seguro en cuanto a producción. Teniendo el 96% de participación de mercado no podemos darnos el lujo de dejar desabastecido el mercado. Podemos tener un poco más de costo financiero por el nivel de inventarios, pero nunca dejar desabastecido el mercado. Las cuentas por pagar las tenemos en una rotación cercana a 45 días, y están dentro de los 30 días. Tenemos un comité de riesgos semanal donde evaluamos cliente por cliente, utilizando para ello una matriz. Todos los clientes tienen una carta fianza y, dependiendo del récord de pago, pueden acceder a un sobregiro de esta carta fianza hasta por el 100% de su valor, pero el pago en los Dinos es de alrededor de 15 días. Los pagos a más de 30 días corresponden a los clientes grandes. Si se supera el plazo de los 30 días, es obligatorio otorgar una nueva carta fianza. Nuestra morosidad es casi nula. La provisión más grande que tenemos es de S/ 100.000 para S/ 1,2 billones de facturación.

- En cuanto a la estructura de financiamiento, ¿cuál es la estructura óptima a la que apunta la empresa?

Actualmente tenemos un ratio de 2,3 veces el Ebitda. Nosotros nos sentimos cómodos con un ratio entre 1,8 veces y 2,8 veces. Para mí, el rango ideal es de 1,8 veces.

- ¿Las próximas inversiones serían financiadas con una nueva deuda? Luego de pago del principal generado por el bono al 2023 por US\$ 300 millones, ¿se emitiría una nueva deuda para financiar la nueva ampliación?

Nosotros somos autosostenibles en caja; cualquier financiamiento adicional será para la nueva planta en Piura o Pacasmayo. La deuda de US\$ 300 millones se puede mantener en el horizonte posterior al pago del principal del 2023.

- ¿Nos podría comentar acerca de la cobertura que tiene este bono?

La cobertura es por el 100% del principal al vencimiento; la deuda -por lo tanto- está en soles, se emitió con un cupón de 4,5% y el costo del *hedge* es de 2,6%. Ahora tenemos entre 15 o 18 *hedges*, pero el costo promedio es de 2,6%. El *all in* es 7,1%. El pago del *hedge* está en dólares, al igual que el pago del cupón; por lo tanto, ambos no tienen cobertura.

- ¿Con la emisión de bonos se ha suscrito algún *covenant*?

Sí, mantener un máximo de 3,5 veces el margen Ebitda.

- ¿Las nuevas eficiencias que genera el área de innovación y desarrollo y utilización de nuevos materiales les permite proyectar un nuevo Ebitda?

Las que estamos manejando no son oficiales, pero estimamos que este año, a pesar del Fenómeno del Niño, debemos cerrar con 32% de margen Ebitda, pero podríamos llegar hasta 38%, dependiendo de la utilización de la capacidad instalada.

- ¿Lo que motivó la inversión de Piura fue básicamente una reducción en los costos transporte y fabricación de clínker y cemento?

La inversión en la planta de Piura fue estratégica por dos factores: primero, porque los mercados más importantes son Trujillo, Chiclayo, y Piura. De Pacasmayo hasta Piura hay más de 200 km. Segundo, éramos mucho más vulnerables si no teníamos protección en la zona de Piura, porque cualquier podría importar por el puerto de Paita. Además, el estar tan cerca del mercado de Piura nos trae ventajas, por ejemplo, con el Fenómeno del Niño podemos hacer despachos a ambos lados.

La inversión no solamente ha sido realizada por una reducción en los costos, sino también por una decisión estratégica. Adicional a ello, nos permite operar de dos canteras distintas y se tiene menos presión social, al tener dos fuentes importantes de recursos.

- ¿En cuánto tiempo estiman que retornará la inversión del proyecto?

Es la pregunta de todos los inversionistas, pero no lo vemos así. El no hacer la planta Piura hubiera significado perder mercado, que es mucho más. Es un negocio intenso en capital (capex).

- ¿A qué tasa se evaluó este proyecto?

Nuevamente, la peor estimación para nosotros era perder mercado. En general, nuestros proyectos se evalúan con tasas que deben ser superiores al 12%, pero, en el caso de cemento en específico, se observa el todo.

- ¿Qué factores determinan el precio del cemento con el que salen al mercado?

Nosotros normalmente incrementamos el precio del cemento según la inflación.

- ¿Cuán relevante es el costo de transporte en el precio final del producto?

Depende de a dónde se traslada el producto. Por cada 100 km son US\$ 5.

- ¿Por qué otros países exportan a Perú? Si el producto se vende, ¿por qué no lo haría una cementera en Ecuador o un competidor local?, ¿lo ven como una amenaza?

China tiene una capacidad ociosa muy grande, están operando por debajo del 50%. Además, producen sin estándares laborales y ambientales que nosotros sí cumplimos. No salen con el precio real del producto, es un precio marginal. No lo veo como una amenaza. El cemento es un producto delicado, cualquier fenómeno climatológico o la simple humedad altera el producto. Que sea una inversión empresarial lógica.

- ¿En qué medida el impacto del Fenómeno del Niño y la posterior reconstrucción del norte peruano ha modificado sus proyecciones de ventas en el corto, mediano y largo plazo?

En el corto plazo va a depender más del segundo semestre, hemos visto un mayo y junio mejorando tímidamente. Creemos que deberíamos estar por encima del año pasado, vamos en menos 12% en ventas, pero depende mucho de los factores como la reconstrucción. Lo que estamos viendo a diferencia del año pasado es la reparación de las casas, autoconstrucción. No hay proyectos grandes todavía. A mediano plazo o largo plazo tenemos el efecto de la reconstrucción. Incluso antes de eso éramos muy optimistas porque hay proyectos muy grandes y optimistas en el crecimiento. Nuestro modelo de proyección de volumen está basado en un modelo econométrico con variables como PBI construcción y otros. Si se usan variables como el PBI, la proyección no va a ser acertada, ni siquiera el modelo econométrico va a proyectar lo que va a pasar y va a quedar corto por el requerimiento de cemento que se tendrá en los próximos años por los proyectos que han estado parados. Desde el 2014 al 2016 el negocio ha estado parado, que ha sido una consecuencia de la falta de empuje de estos. Cuando Humala anuncia la privatización de la refinería fue el punto de inflexión y generó inestabilidad en la gente. Este gobierno ha despertado muchas esperanzas; lamentablemente, el efecto Odebrecht y el Fenómeno del Niño nos han afectado, pero somos sumamente optimistas. Podríamos llegar a cifras de dos dígitos. Solamente el norte proyecta US\$ 24 billones que podrían diferir en 40%, pero aún hay un crecimiento muy importante.

- ¿Qué sucedería si todos estos proyectos se ponen en marcha en conjunto?

Tenemos capacidad para atender la demanda. Tenemos una buena cantidad de molienda de cemento. El cemento no se almacena, tenemos molienda de 45 millones de toneladas métricas por lo que la capacidad no es un problema. Tendría que duplicarse el consumo para topar la capacidad instalada.

## Anexo 17. Factor de descuento por prima de Emisión

All Transactions Announced Date	Target/Issuer	Exchange:Ticker	Target Stock Premium (%)
12/11/2018	PT Solusi Bangun Indonesia Tbk (IDX:SMCB)	IDX:SMCB	13,97
06/09/2018	Tangshan Jidong Cement Co.,Ltd. (SZSE:000401)	SZSE:000401	9,47
04/05/2018	Taiyuan Lionhead Cement Co.,Ltd. (SHSE:600539)	SHSE:600539	164,84
14/12/2017	Cementos Bio Bio S.A. (SNSE:CEMENTOS)	SNSE:CEMENTOS	1,93
27/11/2017	Cementos Bio Bio S.A. (SNSE:CEMENTOS)	SNSE:CEMENTOS	2,31
27/09/2017	Grupo Cementos de Chihuahua, S.A.B. de C.V. (BMV:GCC *)	BMV:GCC *	1,82
06/02/2017	Sichuan Golden Summit (group) Joint-Stock Co., Ltd. (SHSE:600678)	SHSE:600678	0,423
11/01/2017	Shiva Cement Limited (BSE:532323)	BSE:532323	33,47
11/01/2017	Shiva Cement Limited (BSE:532323)	BSE:532323	14,29
07/10/2016	Cemento Polpaico S.A. (SNSE:POLPAICO)	SNSE:POLPAICO	42,35
01/08/2016	SICHUAN SHUANGMA CEMENT CO., Ltd (SZSE:000935)	SZSE:000935	15,26
01/12/2014	China Shanshui Cement Group Limited (SEHK:691)	SEHK:691	25,14
10/11/2014	Burnpur Cement Limited (BSE:532931)	BSE:532931	1,68
03/09/2014	Anjani Portland Cement Limited (BSE:518091)	BSE:518091	12,73
24/07/2014	Sagar Cements Limited (BSE:502090)	BSE:502090	-6,72
12/03/2014	Anjani Portland Cement Limited (BSE:518091)	BSE:518091	26,44
12/03/2014	Anjani Portland Cement Limited (BSE:518091)	BSE:518091	26,41
28/02/2014	Neelkanth Rockminerals Limited (BSE:531049)	BSE:531049	11,27
17/07/2013	Shenzhen Universe Group Co., Ltd. (SZSE:000023)	SZSE:000023	1,89
09/07/2013	Soprocal, Calerías e Industrias S.A. (SNSE:SOPROCAL)	SNSE:SOPROCAL	7,77
26/01/2013	Najran Cement Company (SASE:3002)	SASE:3002	-8,86
26/06/2012	Shree Digvijay Cement Company Limited (BSE:502180)	BSE:502180	17,92
15/12/2011	Ambuja Cements Limited (BSE:500425)	BSE:500425	99,28
22/11/2011	Andhra Cements Limited (BSE:532141)	BSE:532141	14,66
21/03/2011	Imerys S.A. (ENXTPA:NK)	ENXTPA:NK	18,44
			<b>22,00</b>

Fuente: Capital IQ Transaction Screening Report. Elaboración propia.

## Anexo 18. Betas consideradas en la Sensibilidad.

Para efectos del análisis de sensibilidad, se consideraron los siguientes Betas, los cuales generaron diferentes valores de WACC:

VARIABLE	BETA	WACC
Apalancado (Empresas Comparables).	0,92	8,27%
Beta 5 años mensual bloomberg	0,75	7,66%
Beta 5 años semanal bloomberg	0,81	7,89%
Regresión entre el índice de la bolsa del mercado peruano y el precio la acción de PCMYO (5 años, periodos mensuales).	0,65	7,32%
Beta 2 años mensual bloomberg	0,76	7,72%
Beta 2 años semanal bloomberg	0,85	8,04%
Regresión entre el índice de la bolsa del mercado peruano y el precio la acción de PCMYO (2 años, periodos mensuales).	0,63	7,24%
Beta Damodaran.	1,45	10,12%

Fuente: Bloomberg – Acciones de inversión / Damodaran

## Anexo 19. Balance General proyectado

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
<b>Activo</b>										
<b>Activo Corriente</b>										
Efectivo y equivalentes de efectivo	180	246	291	335	375	512	33	168	214	254
Cuentas por cobrar comerciales terceros y relacionadas, neto	80	87	93	99	107	116	125	136	148	160
Inventarios, neto	381	394	423	450	486	527	571	620	672	728
Gastos pagado por adelantado	6	5	6	6	5	6	5	5	5	5
Otros Activos Corrientes	50	53	52	53	52	52	52	52	52	52
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>698</b>	<b>785</b>	<b>865</b>	<b>942</b>	<b>1.025</b>	<b>1.213</b>	<b>787</b>	<b>982</b>	<b>1.091</b>	<b>1.200</b>
Activos mantenidos para distribución	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Activo no Corriente</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	2.102	2.057	2.016	1.981	1.950	1.924	2.486	2.446	2.406	2.377
Intangibles, neto	45	47	51	54	58	63	69	74	81	87
Otros Activos (Total)	65	53	57	58	56	57	57	57	57	57
<b>Total Activo no Corriente</b>	<b>2.211</b>	<b>2.157</b>	<b>2.123</b>	<b>2.093</b>	<b>2.064</b>	<b>2.044</b>	<b>2.612</b>	<b>2.577</b>	<b>2.544</b>	<b>2.521</b>
<b>Total Activo</b>	<b>2.909</b>	<b>2.942</b>	<b>2.988</b>	<b>3.036</b>	<b>3.089</b>	<b>3.257</b>	<b>3.399</b>	<b>3.559</b>	<b>3.635</b>	<b>3.721</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pasivo Corriente</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos Financieros	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Cuentas por pagar comerciales terceros y relacionadas, neto	77	81	87	93	100	109	118	128	138	150

Otras cuentas por pagar	87	90	86	88	88	87	88	88	87	88
Otros Pasivos corrientes	37	37	40	38	38	39	38	39	39	39
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>279</b>	<b>285</b>	<b>291</b>	<b>296</b>	<b>304</b>	<b>312</b>	<b>321</b>	<b>331</b>	<b>342</b>	<b>354</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos Financieros	1.006	1.008	1.014	1.014	1.014	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040
Otros Pasivos LP	143	137	137	139	138	138	138	138	138	138
Total Pasivo no Corriente	1.149	1.145	1.151	1.153	1.151	1.178	1.178	1.178	1.178	1.178
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.428</b>	<b>1.431</b>	<b>1.441</b>	<b>1.449</b>	<b>1.455</b>	<b>1.490</b>	<b>1.500</b>	<b>1.509</b>	<b>1.520</b>	<b>1.532</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital social	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424
Primas de Emisión	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433
Acciones de inversión	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Acciones en tesorería	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
Reserva legal	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168
Otras reserva de Patrimonio	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12
Participaciones no Controladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados acumulados	549	579	615	655	702	835	968	1.118	1.183	1.257
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>1.482</b>	<b>1.511</b>	<b>1.547</b>	<b>1.587</b>	<b>1.634</b>	<b>1.767</b>	<b>1.900</b>	<b>2.050</b>	<b>2.115</b>	<b>2.189</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>2.909</b>	<b>2.942</b>	<b>2.988</b>	<b>3.036</b>	<b>3.089</b>	<b>3.257</b>	<b>3.399</b>	<b>3.559</b>	<b>3.635</b>	<b>3.721</b>

Fuente: Elaboración propia (2019).

## Anexo 20. Estado de Resultado Proyectado

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)
Ventas netas	1.306,85	1.386,81	1.481,33	1.583,58	1.708,19	1.852,13	2.008,17	2.177,31	2.360,64	2.559,36
Costo de ventas	- 682,09	- 724,61	- 779,95	- 828,93	- 895,46	- 971,97	- 1.052,65	- 1.141,79	- 1.238,06	- 1.342,00
Utilidad bruta	<b>624,76</b>	<b>662,20</b>	<b>701,38</b>	<b>754,66</b>	<b>812,73</b>	<b>880,15</b>	<b>955,52</b>	<b>1.035,52</b>	<b>1.122,58</b>	<b>1.217,36</b>
(Gastos) Ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos de ventas	- 43,47	- 46,63	- 50,02	- 53,13	- 57,47	- 62,33	- 67,51	- 73,24	- 79,40	- 86,07
Gastos de administración	- 170,03	- 179,99	- 188,59	- 205,79	- 221,87	- 240,66	- 259,49	- 282,09	- 306,86	- 334,03
Otros Ing/Egresos Neto	- 3,54	- 5,53	- 5,92	- 5,00	- 5,48	- 5,47	- 5,32	- 5,42	- 5,40	- 5,38
Depreciación y Amortización Total	- 109,70	- 135,11	- 119,42	- 124,70	- 130,29	- 129,00	- 165,00	- 168,21	- 170,31	- 173,54
Utilidad Operativa	<b>298,03</b>	<b>294,94</b>	<b>337,43</b>	<b>366,04</b>	<b>397,61</b>	<b>442,70</b>	<b>458,20</b>	<b>506,56</b>	<b>560,61</b>	<b>618,34</b>
Ebitda	407,73	430,05	456,85	490,74	527,90	571,70	623,20	674,77	730,92	791,88
Ingresos financieros	4,68	5,17	4,94	4,93	5,01	4,96	4,97	4,98	4,97	4,97
Gastos financieros	- 88,66	- 88,78	- 89,02	- 89,02	- 69,06	- 81,39	- 100,54	- 100,54	- 100,54	- 100,54
Diferencia en cambio, neta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes del impuesto a las ganancias	<b>214,05</b>	<b>211,32</b>	<b>253,35</b>	<b>281,95</b>	<b>333,56</b>	<b>366,27</b>	<b>362,63</b>	<b>411,00</b>	<b>465,04</b>	<b>522,76</b>
Gasto por impuesto a las ganancias	- 63,15	- 62,34	- 74,74	- 83,18	- 98,40	- 108,05	- 106,98	- 121,24	- 137,19	- 154,22
Utilidad Neta	<b>150,91</b>	<b>148,98</b>	<b>178,61</b>	<b>198,77</b>	<b>235,16</b>	<b>258,22</b>	<b>255,65</b>	<b>289,75</b>	<b>327,85</b>	<b>368,55</b>

Fuente: Elaboración propia (2019).



## Anexo 21. Flujos de efectivo proyectado

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)	S/ (MM)
<b>Actividades de Operación</b>										
Utilidad antes del impuesto a las ganancias	151	149	179	199	235	258	256	290	328	369
Depreciación, Amortización y Agotamiento	110	135	119	125	130	129	165	168	170	174
Otros ajustes	12	-6	-0,032	2	-1	0,225	0,31	-0,282	0,084	0,038
<b>Subtotal</b>	<b>273</b>	<b>278</b>	<b>298</b>	<b>326</b>	<b>364</b>	<b>387</b>	<b>421</b>	<b>458</b>	<b>498</b>	<b>542</b>
Variaciones en el capitl de trabajo	53	-15	-29	-27	-36	-43	-44	-49	-53	-57
<b>Efectivo neto proveniente de las actividades de operación</b>	<b>326</b>	<b>263</b>	<b>269</b>	<b>298</b>	<b>329</b>	<b>345</b>	<b>377</b>	<b>409</b>	<b>445</b>	<b>485</b>
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Actividades de Inversión</b>										
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Compra de propiedad, planta y equipo	-69	-77	-82	-91	-96	-103	-726	-127	-130	-143
Compra de intangibles	-5	-3	-4	-4	-5	-6	-6	-7	-7	-8
<b>Efectivo neto utilizado en las actividades de inversión</b>	<b>-74</b>	<b>-80</b>	<b>-86</b>	<b>-95</b>	<b>-101</b>	<b>-109</b>	<b>-733</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-151</b>
<b>Actividades de Financiamiento</b>										
Pago por compra de bono corporativo	0	0	0	0	-444	-260	0	0	0	0
Dividendos pagados	-121	-119	-143	-159	-188	-125	-123	-140	-262	-295
<b>Efectivo neto proveniente de (utilizado en) las actividades de financiamiento</b>	<b>-115</b>	<b>-119</b>	<b>-143</b>	<b>-159</b>	<b>-188</b>	<b>-99</b>	<b>-123</b>	<b>-140</b>	<b>-262</b>	<b>-295</b>
Disminución neta de efectivo y equivalentes de efectivo	137	63	40	44	39	137	-479	135	46	40
Efectivo y equivalentes de efectivo al 1 de enero	49	180	246	291	335	375	512	33	168	214
<b>Saldo del efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	<b>180</b>	<b>246</b>	<b>291</b>	<b>335</b>	<b>375</b>	<b>512</b>	<b>33</b>	<b>168</b>	<b>214</b>	<b>254</b>

Fuente: Elaboración propia (2019).

## **Nota Biográfica**

### **Carolina Vanesa Solano Pizarro**

Nació en Lima el 23 de setiembre de 1987. Contadora pública colegiada bilingüe, egresada y titulada de la Universidad Inca Garcilaso de la Vega y especializada en Finanzas y Derecho corporativo por la Universidad Esan. Con estudios en Investigación y Administración y Economía de la Empresa en la Universidad de Salamanca – España.

Cuenta con nueve años de experiencia en Costos, Control presupuestal, Finanzas, Tesorería y Contabilidad. Ha trabajado en importantes empresas de los sectores de consumo, servicios, materiales de construcción en empresas locales y transnacionales. Actualmente, se desempeña como Jefe de Planeamiento Financiero en Agrovvet Market S.A.