

Universidad de Lima

Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas

Carrera de Contabilidad



VALORIZACIÓN DE LA ACCIÓN DE LA COMPAÑÍA CEMENTOS PACASMAYO S.A.A. MEDIANTE EL ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

Trabajo de suficiencia profesional para optar el Título Profesional de Contador Público

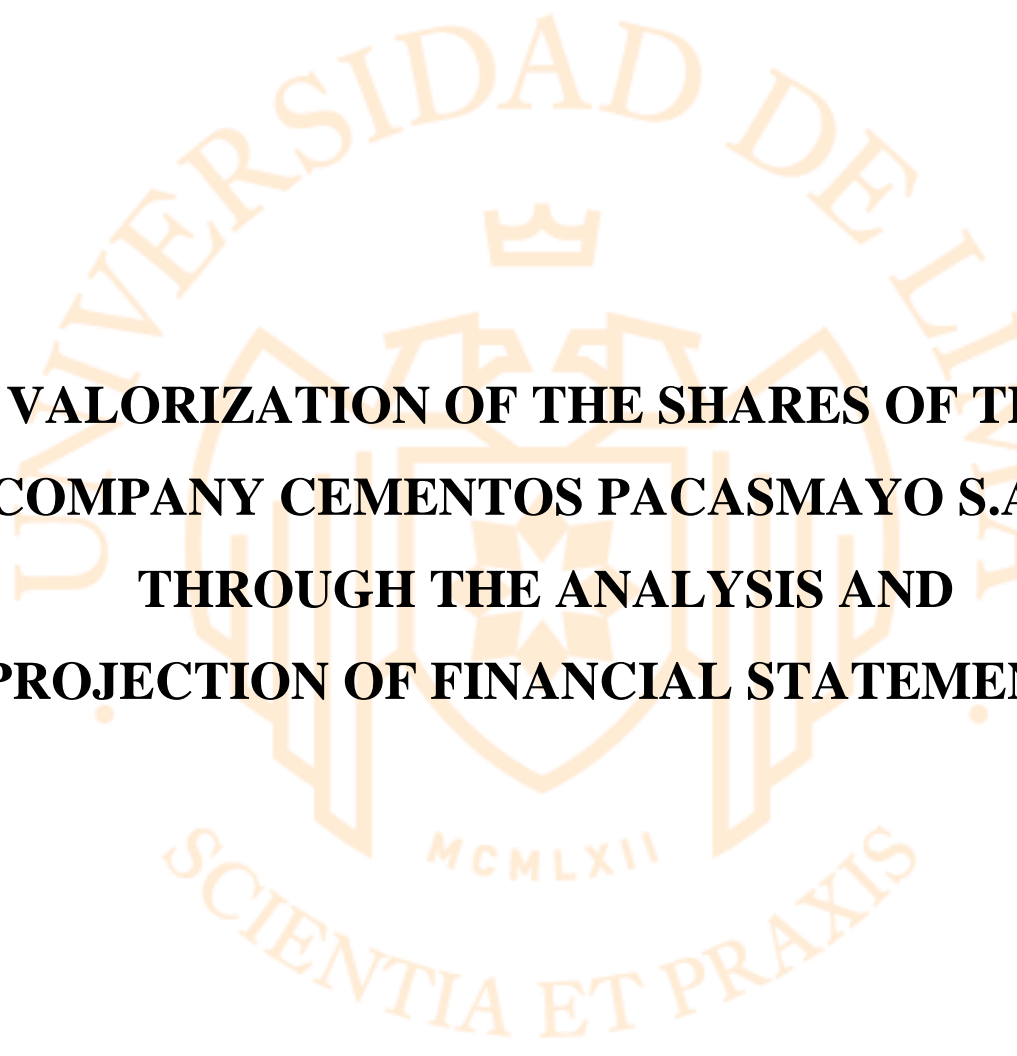
Carlos Rivero Villanueva

Código 20112269

Asesor

Julio Catacora Díaz

Noviembre 2018



**VALORIZATION OF THE SHARES OF THE
COMPANY CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.
THROUGH THE ANALYSIS AND
PROJECTION OF FINANCIAL STATEMENTS**



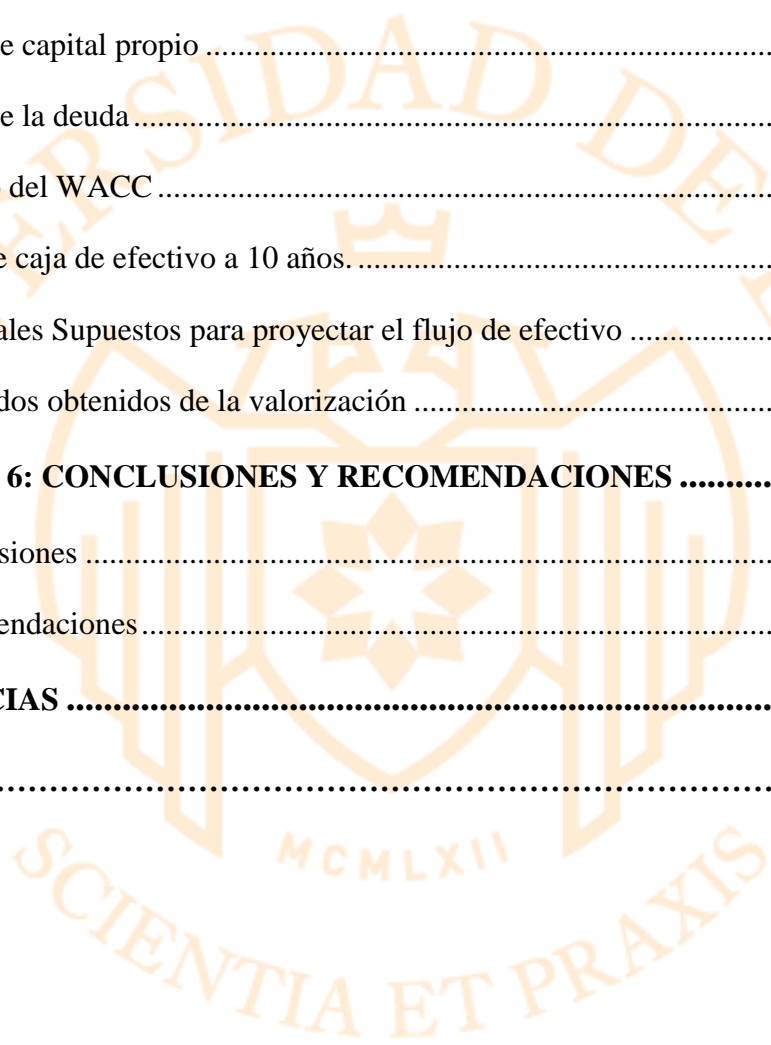
Dedicatoria

Dedico el presente trabajo a mi padre y madre, por el tiempo y dedicación invertidas, a mi familia por su apoyo incondicional y a mi asesor por todas las enseñanzas.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	1
CAPÍTULO 1: ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD	3
1.1 Identificación y actividad económica de la entidad.....	3
1.2 Presencia en el mercado.....	8
CAPÍTULO 2: DESCRIPCIÓN Y OBJETIVOS DEL TRABAJO DE SUFICIENCIA PROFESIONAL	12
2.2 Objetivo general.....	12
2.3 Objetivos específicos	13
CAPÍTULO 3: MARCO METODOLÓGICO	14
3.1 Metodología de recolección de la información.....	14
3.2 Metodología de Análisis de Información.....	14
CAPÍTULO 4: ANALISIS DE INFORMACIÓN FINANCIERA.....	15
4.1 Análisis del Estado de Situación Financiera.....	15
4.1.1 Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera	16
4.1.2 Análisis Horizontal de Estado de Situación Financiera	19
4.2 Estado de Resultados:	23
4.2.1 Análisis Vertical de Estado de Resultados	24
4.2.2 Análisis Horizontal del Estado de Resultados	33

4.3	Análisis de ratios financieros:.....	27
CAPÍTULO 5: VALORIZACIÓN DE LA ACCIÓN DE LA COMPAÑÍA CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.....		32
5.1	Tasa de descuento	33
5.1.1	Costo de capital propio	33
5.1.2	Costo de la deuda	35
5.1.3	Calculo del WACC	35
5.2	Flujo de caja de efectivo a 10 años.....	36
5.2.1	Principales Supuestos para proyectar el flujo de efectivo	37
5.3	Resultados obtenidos de la valorización	47
CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		40
6.1	Conclusiones	40
6.2	Recomendaciones.....	41
REFERENCIAS		42
ANEXOS.....		46



ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1 Capacidad, producción actual y ratio de utilización.....	5
Tabla 1.2 Composición del mercado de cemento	10
Tabla 4.1 Detalle de subsidiarias	17
Tabla 4.2 Composición de las ventas de la Compañía	24
Tabla 4.3 Detalle de ratios de liquidez	27
Tabla 4.4 Detalle de ratios de solvencia	28
Tabla 4.5 Detalle de análisis DUPONT.....	29
Tabla 4.6 Detalle del ciclo del negocio.....	30
Tabla 5.1 Cálculo del costo del capital	34
Tabla 5.2 Cálculo del WACC	35

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafico 1.1 PBI Nacional y del sector construcción.....	8
Grafico 1.2Grandes proyectos por iniciar al final del año 2017.....	11



ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Proyecto de Reconstrucción con cambios.....	47
Anexo 2: Proyección del Estado de Situación Financiera	48
Anexo 3: Proyección del Estado de Resultados	52
Anexo 4: Proyección de Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	54
Anexo 5: Análisis de ratios financieros.....	65



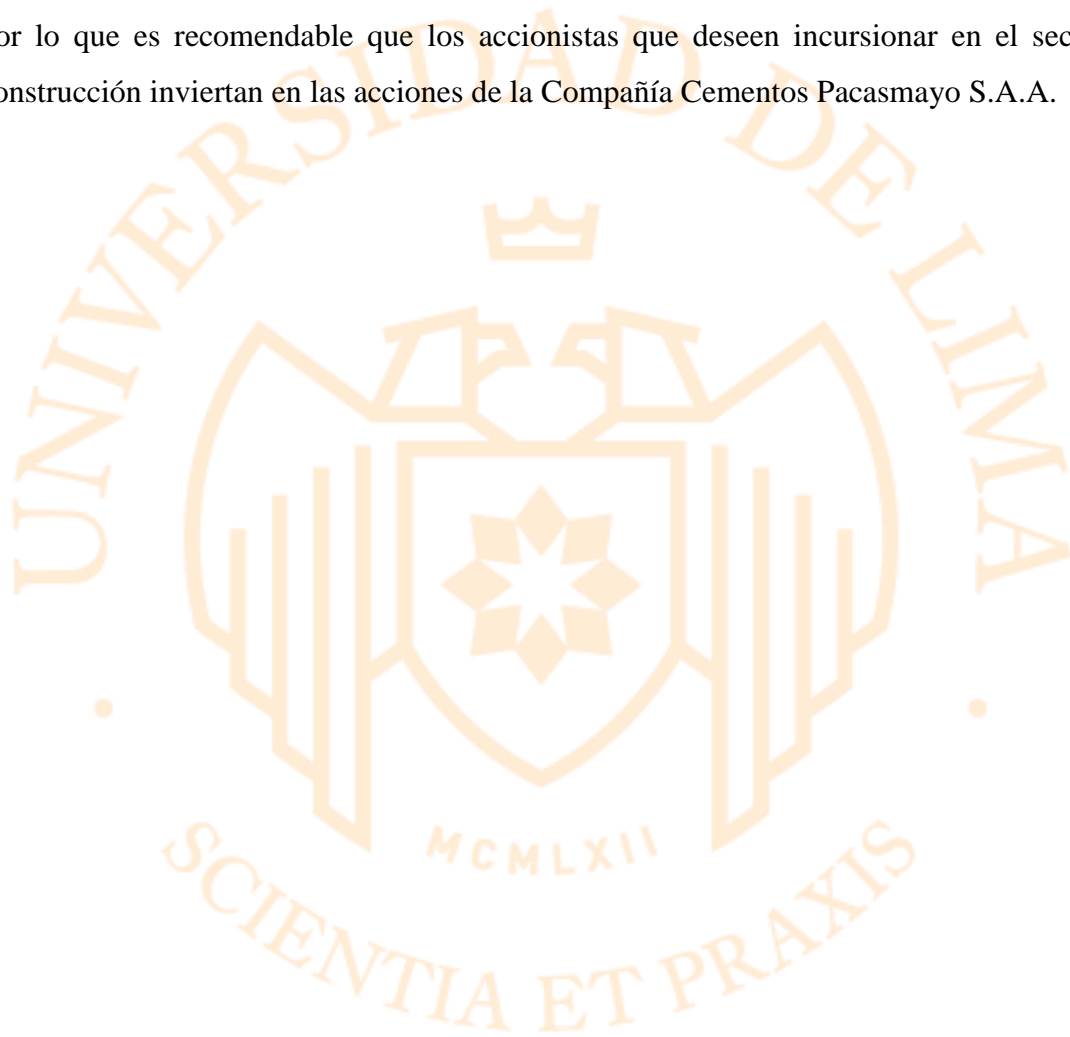
RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo determinar la valorización de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A., bajo la metodología de proyección de flujos de caja descontados, partiendo del análisis de los estados financieros al 31 de diciembre de 2017, y tomando en cuenta los factores económicos y políticos en los que se encuentra actualmente el país.

Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. es una de las empresas cementeras líderes del país, cuya zona geográfica de operación es el norte, zona en la cual mantiene una posición de liderazgo, debido principalmente a la localización de sus plantas y a su amplia red de distribución, la cual es además muy eficiente. Según las cifras de los despachos de cemento a nivel nacional su participación es de 21% (considerando a su subsidiaria Cementos Selva S.A.).

El crecimiento de los ingresos de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. está proyectado considerando el producto bruto interno (PBI) de construcción, debido a que por el proyecto “Reconstrucción con cambios”, se estima que el estado invierta aproximadamente S/25,000 millones desde el año 2018 hasta el año 2025 para la reconstrucción del norte del país por los efectos causados por el Fenómeno del Niño. Además se estima que varios proyectos también comiencen su ejecución en los próximos años.

Luego de aplicar la metodología de valorización, se estima que el valor patrimonial de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. a diciembre 2017, es de S/4.423,956 millones, producto del descuento de flujos futuros de la Compañía, basado en diversos supuestos. Debido a esto, se estima que el precio de la acción común es de S/9.43, 15.81% por encima del valor de mercado reportado al final del año 2017 (S/8.14), por lo que es recomendable que los accionistas que deseen incursionar en el sector construcción inviertan en las acciones de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A.



CAPÍTULO 1: ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD

1.1 Identificación y actividad económica de la entidad.

Cementos Pacasmayo S.A.A., es una de las empresas cementeras líderes en el Perú. Fue constituida en el año 1957, bajo la Ley General de Sociedades, y es subsidiaria de Inversiones ASPI S.A., la cual tiene una mayor participación en las acciones comunes de la Compañía. La sede principal de la Compañía está ubicada en el distrito de Surco-Lima, y sus principales operaciones de negocio tienen lugar en el norte del país.

Cementos Pacasmayo cotiza en la Bolsa de Valores de Lima desde 1999 y en la Bolsa de Valores de Nueva York desde febrero del 2012. Al 31 de diciembre de 2017, se encuentra conformada por 423,868,449 acciones comunes totalmente suscritas y pagadas. Del total de estas acciones 70,097,971 se encuentran listadas en la Bolsa Valores de Nueva York y 419,977,479 en la Bolsa de Valores de Lima.

La estructura del accionariado de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. se encuentra conformado de la siguiente manera: Inversiones ASPI S.A. con una participación de 50.01%, JP Morgan Chase Bank, con una participación de 16%, Fondos de AFP con una participación de 18%; el porcentaje restante lo mantienen otros accionistas minoritarios.

De acuerdo a la Bolsa de valores de Lima (BVL, 2018) explicó que la sociedad tiene por objeto dedicarse a la producción y comercialización de cemento, bloques,

concreto y cal, en el norte del Perú. Asimismo, la sociedad puede realizar todo tipo de actividades mineras de cateo, prospección, exploración, desarrollo, explotación, comercialización, labor general, beneficio y transporte, así como realizar todas las actividades relacionadas con la prestación del servicio de transporte de mercancías en general y de materiales y residuos peligrosos, incluidos insumos químicos y bienes fiscalizados y celebrar y suscribir todos los actos y contratos convenientes para la consecución de su objeto social

La empresa actualmente cuenta con 2 plantas para la producción, con una capacidad de producción total de 4.5 millones de toneladas métricas de cemento y 2.5 millones de toneladas métricas de Clinker (es la principal materia prima para la producción de cemento y se obtiene producto de la calcinación en de la arcilla con la caliza en un horno). La planta principal se encuentra ubicada en la ciudad de Pacasmayo en la región La Libertad; y, la segunda planta, de mayor capacidad y con tecnología de punta recientemente construida, se ubica en la región Piura.

De acuerdo a la nota de prensa presentada por la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. (Pacasmayo, 2016), la nueva Planta de Piura inició operaciones en febrero del año 2016, aumentando la capacidad de producción de la Compañía. Además, gracias a la tecnología instalada en la nueva planta, se ha reemplazado el Clinker importado por el Clinker producido, disminuyendo sustantivamente sus costos; además, se viene trasladando la producción de cemento, de plantas menos eficientes a la nueva planta en Piura, lo cual tiene un impacto favorable en los costos, márgenes actuales y futuros de la Compañía.

A continuación, se muestra el detalle de la capacidad de utilización de las plantas de Piura y Pacasmayo, y un balance de la producción del principal insumo (Clinker) y el principal producto (Cemento) de la Compañía desde el año 2015 al 2017 (en miles de toneladas métricas), de acuerdo a la tabla 1.1

Tabla 1.1

Capacidad, Producción actual y ratio de utilización

	2015		2016		2017	
	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento
Capacidad						
P. Pacasmayo	1500	2900	1500	2900	1500	2900
P. Piura	0	1600	1000	1600	1000	1600
Capacidad Total	1500	4500	2500	4500	2500	4500
Produccion						
P. Pacasmayo	967	1884	887	1177	687	1141
P. Piura	0	161	529	817	746	858
Produccion Total	967	2045	1416	1994	1433	1999
Ratio de Utilizacion						
P. Pacasmayo	64,47%	64,97%	59,13%	40,59%	45,80%	39,34%
P. Piura	0	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%
R. utilizacion	64,47%	45,44%	56,64%	44,31%	57,32%	44,42%

Fuente: Nota de prensa Cementos Pacasmayo al 31 de diciembre de 2017, Elaboración propia.

Cementos Pacasmayo utiliza como materia prima del cemento el Clinker y la caliza, este último se extrae de las propias canteras de la Compañía concesionadas. Para la planta Pacasmayo se realiza la extracción de la cantera “Acumulación tembladera”, ubicada a 60 kilómetros de la planta (se tiene una concesión con un término indefinido para extraer piedra caliza y otros minerales) y para la planta de Piura, se extraen conchas marinas de las canteras de Bayovar 4 y Virrila, ubicadas a 140 y 120 kilómetros de la planta, la cual también mantiene una concesión con término indefinido.

Otros insumos que utiliza la Compañía son el carbón y la electricidad como fuente de energía. En el caso de la electricidad este se obtiene a través de contratos a largo plazo. La empresa estatal Electro Perú abastece a la planta de Pacasmayo y a la planta de Piura. Adicionalmente, la Compañía se abastece de electricidad por su subsidiaria Empresa de

Transmisión Guadalupe S.A.C. Además, utiliza otros insumos como yeso y diversos aditivos que son abastecidos por proveedores locales.

De acuerdo a ASOCEM (Asociación de Productores de Cemento) (2016), cuyo objetivo es la promoción, desarrollo y protección de la industria de cemento, el proceso de producción del cemento consta de los siguientes pasos:

1. Explotación y extracción de materias primas (caliza): la primera etapa de la fabricación del cemento se inicia con la explotación de los yacimientos de materia prima, en tajo abierto. El material resultante de la voladura es transportado en camiones para su trituración. La trituración de la roca, se realiza en dos partes:

Primero se procesa en una chancadora primaria, del tipo cono que puede reducirse a un tamaño máximo de 1.5 cm hasta los 25 cm. El material se deposita en un parque de almacenamiento. En seguida, se verifica su composición química, pasa la trituración secundaria, reduciendo su tamaño a 2mm aproximadamente. El material triturado se envía a la planta propiamente dicha por cintas transportadoras, depositándose en un parque de materias primas. En algunos casos se efectúa un proceso de pre-homogeneización.

2. Molienda de la materia prima: la siguiente etapa comprende la molienda, por molinos de bolas o por prensas de rodillos, que producen un material de gran finura. En este proceso se efectúa la selección de los materiales, de acuerdo al diseño de mezcla previsto, para optimizar el material crudo que ingresará al horno, considerando el cemento de mejores características.

El material molido debe ser homogenizado para garantizar la efectividad del proceso de clinkerización mediante una calidad constante. Este procedimiento se efectúa en silos de homogenización. El material

resultante constituido por un polvo de gran finura debe presentar una composición química constante.

3. Clinkerización: la harina cruda es introducida mediante un sistema de transporte neumático y debidamente dosificada a un intercambiador de calor por suspensión de gases de varias etapas, sobre la base del cual, se instala un moderno sistema de pre calcinación de la mezcla antes de la entrada al horno rotatorio donde se desarrollan las restantes reacciones físicas y químicas que dan lugar a la formación del Clinker. El intercambio de calor se produce mediante transferencias térmicas por contacto íntimo a temperaturas de 950 a 1,100°C en un sistema de 4 a 6 ciclones en cascada, que se encuentran al interior de una torre de concreto armado de varios pisos, con alturas superiores a los cien metros.

El horno es el elemento fundamental para la fabricación del cemento. Está constituido por un tubo cilíndrico de acero con longitudes de 40 a 60 m y con diámetros de 3 a 6 m, que es revestido interiormente con materiales refractarios, en el horno para la producción del cemento se producen temperaturas de 1500 a 1600°C, dado que las reacciones de clinkerización se encuentra alrededor de 1450°C. El Clinker que ingresa al horno de una temperatura de 1200 °C pasa luego a un proceso de enfriamiento rápido por enfriadores de parrilla. Seguidamente por transportadores metálicos es llevado a una cancha de almacenamiento.

Mediante un proceso de extracción controlada, el Clinker es conducido a la molienda de cemento por molinos de bolas a circuito cerrado o prensas de rodillos con separadores neumáticos que permiten obtener una finura de alta superficie específica. Como último punto, el cemento es transportado por medios neumáticos para depositarse en silos de donde se encuentra listo para ser embolsado y despachado.

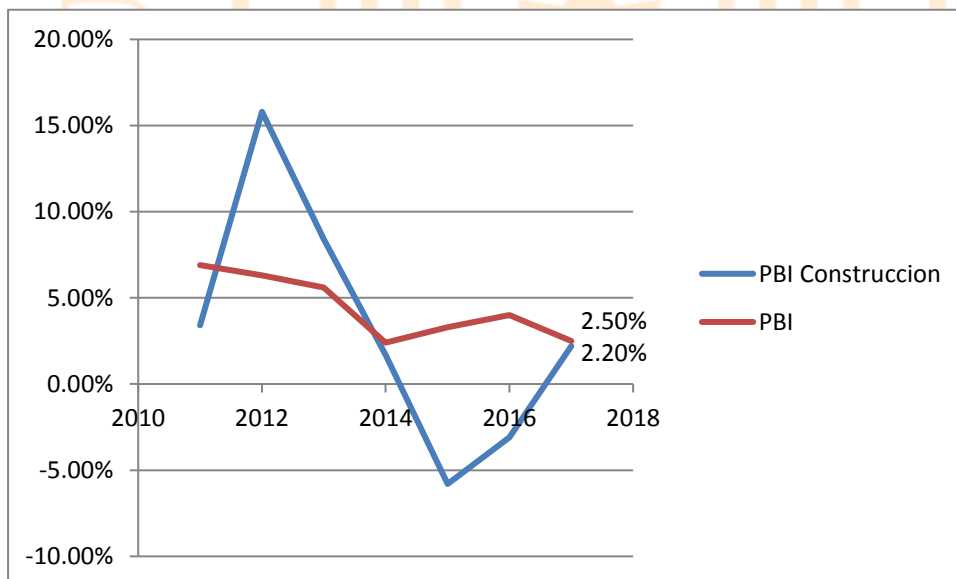
1.2 Presencia en el mercado.

El crecimiento económico se ha venido desacelerando desde finales del 2016 debido a una contracción de la demanda interna, principalmente por una menor inversión pública y privada. Sin embargo, se ha visto una moderada recuperación de la demanda interna hacia el segundo y tercer trimestre del 2017, a pesar de ello, el producto bruto interno terminó con un crecimiento de 2,5%, menor al 4% registrado en el año 2016 (BCRP, 2018),

La industria cementera está correlacionada al PBI del sector construcción, que creció en 2,2% en el año 2017 (siendo -3,1% y -5,9%, en los años 2016 y 2015, respectivamente) y este a su vez, es influenciado en parte por el PBI nacional, mencionado anteriormente, de acuerdo al grafico 1.1.

Grafico 1.1

PBI nacional y del sector construcción



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2018), Elaboración: Propia

El resultado positivo de 2,2% del PBI construcción, se debió a la reversión del efecto económico que presentó El Niño Costero a inicios de año, lo cual se refleja en una

aumento de inversión pública y privada en proyectos de infraestructura en el norte del país en el año 2017, Además, se han aprobado proyectos tales como “El Plan Reconstrucción con Cambios” en setiembre del mismo año, el cual ha planteado contratos de construcción por aproximadamente S/25.6 millones de soles a ser invertidos en el norte del país desde el año 2018 al 2025, para la construcción de infraestructura y asistencia de las regiones afectadas, para mayor detalle ver anexo 1.

El mercado local de cementeras está compuesto fundamentalmente por cuatro grupos empresariales distribuidos en cinco empresas productoras de cemento: i) UNACEM, que atiende principalmente a las regiones del centro del país y que pertenece al Grupo Rizo-Patrón; ii) Yura, que opera en el sur del Perú y está vinculada al Grupo Rodríguez Banda; iii) Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, las cuales atienden principalmente a las regiones del norte del país y pertenecen al Grupo Hochschule; y, iv) Cementos Inca, la cual destina su producción a la zona centro y pertenece a la familia Choy. Adicionalmente, existen importadores de cemento que abastecen básicamente las ciudades de Lima e Iquitos.

De acuerdo al informe de riesgos realizado por Apoyo & Asociados (2017) a Cementos Pacasmayo, el nivel de competitividad de las cementeras depende, básicamente, de su estructura de costos, la cual está en función del costo de la energía, combustibles, costos de materias primas y de transporte. Sin embargo, las empresas cementeras del país sólo compiten en las zonas límites de su radio de acción debido a su distribución geográfica. Entre las características del sector destacan:

- Limitado poder de negociación de los clientes, ante la escasez de una base consolidada de ellos y de empresas que produzcan bienes con mayor valor agregado a base de cemento.
- Reducido poder de negociación de proveedores debido al bajo costo de los principales insumos.

- Baja rivalidad entre las empresas competidoras debido a la exclusividad geográfica actual.
- Alta correlación con la auto-construcción, y con la inversión pública y privada.
- Existencia de barreras de entrada, debido a la alta capacidad instalada, requerimientos de inversión en activo fijo, costo de transporte y necesidad de una red de distribución.

A continuación, se presenta la composición del mercado de cemento en el Perú (en toneladas métricas), de acuerdo a la tabla 1.2:

Tabla 1.2

Composición del mercado del cemento

Región	Compañía	2015	2016	2017	Participación (% 2017)
Norte	C. Pacasmayo	2,022	2,004	1,981	18.53%
	C. Selva	288	281	286	2.68%
	Importaciones	12	-	69	0.65%
	Total	2,322	2,285	2,336	21.85%
Centro	UNACEM	5,546	5,110	4,993	46.71%
	Caliza Inca	357	347	387	3.62%
	Importaciones	507	490	313	2.93%
	Total	6,410	5,947	5,693	53.26%
Sur	Grupo Yura	2,480	2,645	2,618	24.49%
	Importaciones	3	18	42	0.39%
	Total	2,483	2,663	2,660	24.89%
Total Nacional		11,215	10,895	10,689	100.00%

Fuente: Nota de Prensa Cementos Pacasmayo (2018), Elaboración: Propia

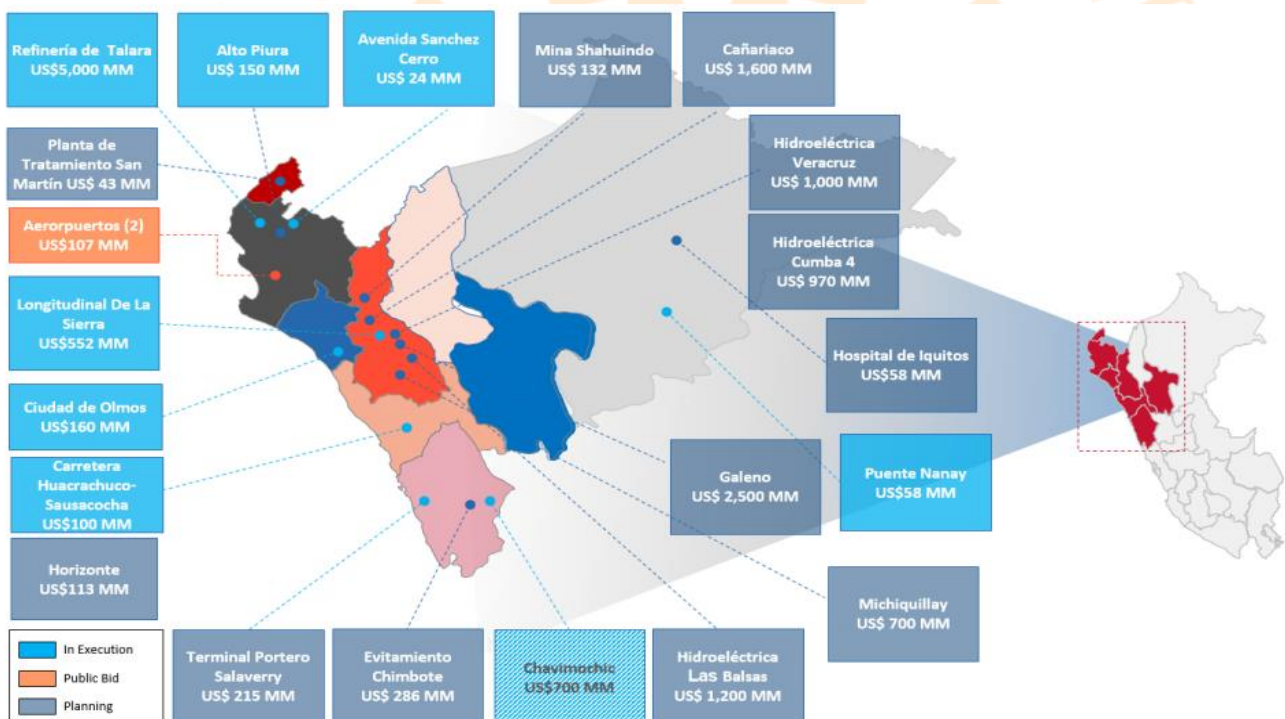
De acuerdo a la Nota de Prensa de Cementos Pacasmayo S.A.A. (2018). Los despachos de Cemento disminuyeron en el 2016 pasando de 11,215 a 10,895 miles de toneladas meticas, esto debido a un avance lento de los proyectos de inversión pública y

a la paralización de algunos proyectos de infraestructura (línea 2 del metro y aeropuerto de Chincheros), lo cual repercute en la ejecución de obras y gasto público. Al cierre de 2017, se observa una disminución de los despachos de cemento producto de los casos de corrupción que afectaron de manera importante a varias constructoras y por ende a varios proyectos que se encontraban en marcha.

Adicionalmente, en la región norte del Perú, donde Cementos Pacasmayo es líder, se están llevando a cabo o están por iniciar algunos grandes proyectos al final del año 2017, los cuales tendrán un efecto positivo en la Compañía, de acuerdo al grafico 1.2:

Grafico 1.2

Grandes proyectos por iniciar al final del año 2017



Fuente: Nota de Prensa Cementos Pacasmayo (2017)

CAPÍTULO 2: DESCRIPCIÓN Y OBJETIVOS DEL TRABAJO DE SUFICIENCIA PROFESIONAL

2.1. Descripción del caso de investigación

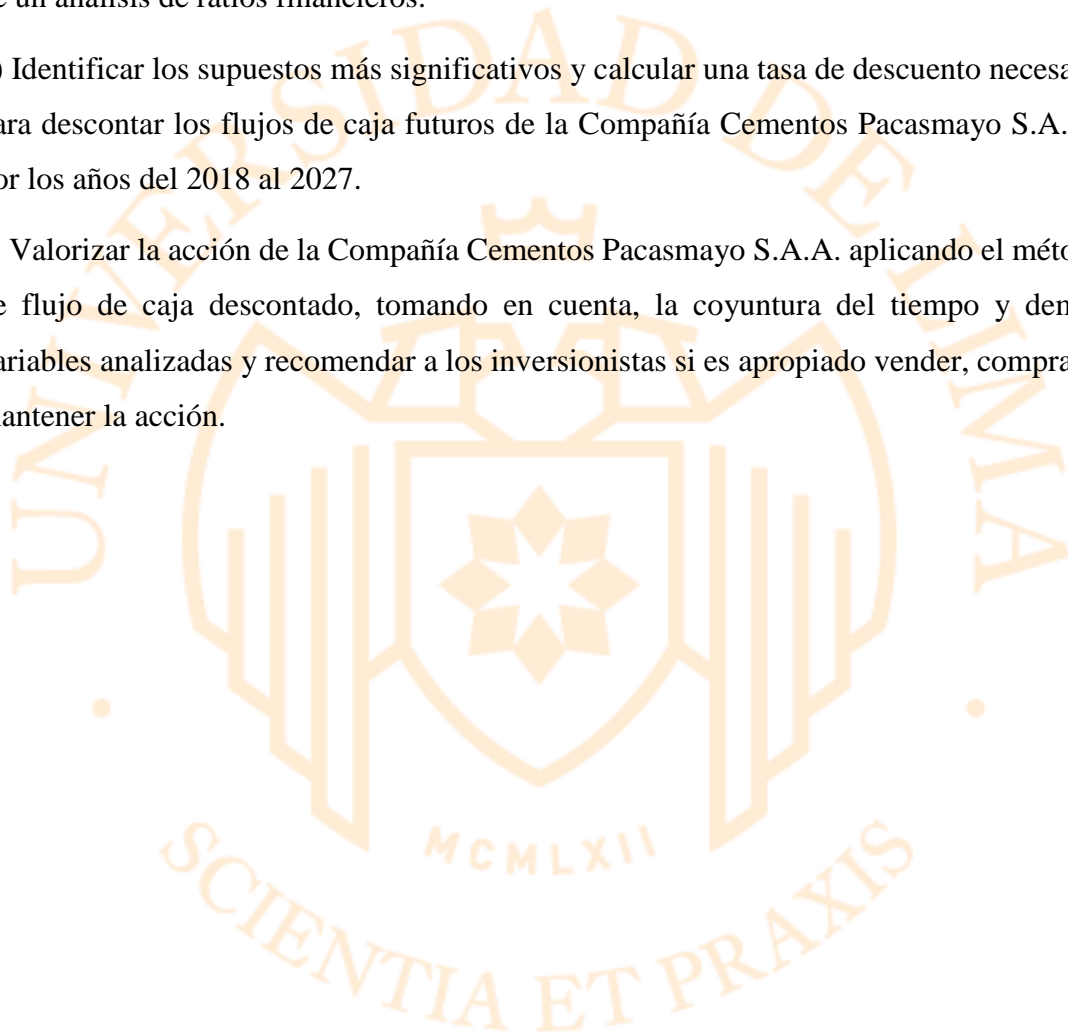
En este caso de investigación se realiza la valorización de la acción de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. Se inicia la investigación, desde el análisis de la información financiera disponible de los años terminados el 31 de diciembre de 2015, 2016 y 2017. Finalmente, se realizará la valorización de la acción de la Compañía, aplicando la metodología de flujo de caja descontado, tomando en cuenta las variables más relevantes analizadas previamente y proyectando los Estados Financieros mediante la identificación de las variables que tengan una mayor relación con los rendimientos en los años posteriores.

2.2 Objetivo general

El objetivo del presente trabajo es realizar la valorización de la acción de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. mediante la aplicación de la metodología de flujo de caja descontado, analizando previamente la situación presente de la Compañía, utilizando el análisis de ratios, para luego desarrollar un modelo de proyección de estados financieros para plantear un flujo de caja descontado, valorizando la Compañía y su acción, para que los accionistas puedan tomar mejores decisiones de inversión.

2.3 Objetivos específicos

- a) Analizar la información financiera (Estado de situación financiera y Estado de resultados) de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. desde el año 2015 al 2017, mediante un análisis horizontal, vertical, evaluando las principales variaciones, además de un análisis de ratios financieros.
- b) Identificar los supuestos más significativos y calcular una tasa de descuento necesaria para descontar los flujos de caja futuros de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A., por los años del 2018 al 2027.
- c) Valorizar la acción de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. aplicando el método de flujo de caja descontado, tomando en cuenta, la coyuntura del tiempo y demás variables analizadas y recomendar a los inversionistas si es apropiado vender, comprar o mantener la acción.



CAPÍTULO 3: MARCO METODOLÓGICO

3.1 Metodología de recolección de la información.

De acuerdo a Mario Bunge (2004), la metodología de investigación se considera y se define como la disciplina que elabora, sistematiza y evalúa los procedimientos, para la búsqueda de datos y la construcción del conocimiento científico.

Para la metodología de recolección de información en el presente trabajo de investigación se utilizarán diversas páginas webs, Estados Financieros, informes de clasificadoras de riesgo, libros, notas de prensa, memorias, entre otros.

3.2 Metodología de Análisis de Información

En cuanto a la metodología de Análisis de información se utilizará:

- Análisis Vertical
- Análisis Horizontal
- Análisis de los ratios más significativos

Además, para realizar la valorización de la acción de Cementos Pacasmayo se utilizará el método de descuento de flujos de efectivo.

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DE INFORMACIÓN FINANCIERA

En el caso del análisis de la información financiera. ésta se ha realizado sobre el estado de situación financiera Separado de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. al 31 de diciembre de los años 2017,2016 y 2015, esto debido principalmente a que la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. representa aproximadamente el 81% y el 95% del total de activos y pasivos respectivamente, a nivel consolidado. Además, en el caso de las ventas de la Compañía, estas se realizan a través de las ventas que le realiza la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. a su subsidiaria Distribuidora Norte Pacasmayo S.A. (debido a que es la distribuidora de la Compañía), sin embargo sus demás subsidiarias no realizan ventas significativas, por lo que se ha realizado el análisis sobre el estado de resultados Separado de Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. de los años 2017, 2016 y 2015.

4.1 Análisis del Estado de Situación Financiera

A continuación se presenta el Estado de Situación Financiera Separado de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. y sus correspondientes análisis vertical y horizontal, para detallar la composición y variaciones de las principales cifras de la Compañía entre el 31 de diciembre de 2015 al 2017:

4.1.1 Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera (en miles de soles):

	Al 31 de diciembre de 2015 S/(000)	Analisis Vertical	Al 31 de diciembre de 2016 S/(000)	Analisis Vertical	Al 31 de Diciembre de 2017 S/(000)	Analisis Vertical
Activos						
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes de efectivo	101,084	3.12%	43,004	1.37%	28,823	1.05%
Cuentas por cobrar comerciales y diversas, a terceros y de relacionadas, neto	147,632	4.56%	89,136	2.83%	119,774	4.35%
Pagos a cuenta de impuesto a la renta	29,890	0.92%	38,554	1.22%	14,984	0.54%
Existencias, neto	252,650	7.81%	299,383	9.51%	324,212	11.78% (A)
Gastos pagados por anticipado	3,001	0.09%	4,346	0.14%	1,771	0.06%
Total activos corrientes	534,257	16.51%	474,423	15.07%	489,564	17.80%
Activos mantenidos para la distribución	-	0.00%	234,195	7.44%	-	0.00%
Activos no corrientes						
Cuentas por cobrar diversas a terceros, no corriente	4,278	0.13%	7,899	0.25%	3,221	0.12%
Gastos pagados por anticipado	-	0.00%	724	0.02%	533	0.02%
Inversiones financieras disponibles para la venta	436	0.01%	657	0.02%	21,206	0.77%
Otros instrumentos financieros	124,770	3.86%	69,912	2.22%	489	0.02%
Propiedad, planta y equipo, neto	1,915,531	59.20%	1,925,840	61.17%	1,857,408	67.52% (B)
Intangibles	7,872	0.24%	7,811	0.25%	10,309	0.37%
Inversiones en Subsidiarias	648,765	20.05%	426,942	13.56%	368,337	13.39% (C)
Total activos no corrientes	2,701,652	83.49%	2,439,785	77.49%	2,261,503	82.20%
Total de activos	3,235,909	100.00%	3,148,403	100.00%	2,751,067	100.00%
Pasivos y patrimonio						
Pasivo corriente						
Cuentas por pagar comerciales y diversas	121,819	3.76%	114,720	3.64%	138,851	5.05%
Provisiones	21,728	0.67%	22,335	0.71%	17,062	0.62%
Total pasivo corriente	143,547	4.44%	137,055	4.35%	155,913	5.67%
Pasivo no corriente						
Obligaciones financieras	1,012,406	31.29%	998,148	31.70%	965,290	35.09% (D)
Provisiones no corrientes	32,638	1.01%	22,042	0.70%	27,613	1.00%
Pasivo por impuesto a la renta diferido	104,264	3.22%	123,718	3.93%	95,691	3.48%
Total pasivos no corrientes	1,149,308	35.52%	1,143,908	36.33%	1,088,594	39.57%
Total de pasivos	1,292,855	39.95%	1,280,963	40.69%	1,244,507	45.24%
Patrimonio						
Capital social	531,461	16.42%	531,461	16.88%	423,868	15.41% (E)
Acciones de inversión	50,503	1.56%	50,503	1.60%	40,279	1.46%
Acciones en tesorería	-108,248	-3.35%	-108,248	-3.44%	-119,005	-4.33%
Capital adicional	553,466	17.10%	545,165	17.32%	432,779	15.73% (F)
Reserva legal	176,458	5.45%	188,075	5.97%	160,686	5.84%
Otros resultados integrales acumulados	11,649	0.36%	-16,602	-0.53%	-43,699	-1.59%
Resultados acumulados	727,765	22.49%	677,086	21.51%	611,652	22.23% (G)
Total Patrimonio	1,943,054	60.05%	1,867,440	59.31%	1,506,560	54.76%
Total pasivos y patrimonio	3,235,909	100.00%	3,148,403	100.00%	2,751,067	100.00%

Fuente: Informes Separados de Cementos Pacasmayo S.A.A 2017-2016, 2016-2015

(A) Al ser una empresa Industrial (productora de cemento y cal) la Compañía mantiene una parte considerable de su activo en las existencias, debido a que aquí se encuentran las materias primas, productos en proceso, repuestos y suministros diversos.

(B) Los activos fijos de la Compañía están compuestos principalmente por edificios, construcciones y maquinaria que se encuentran en las plantas de Pacasmayo y Piura.

(C) Este rubro está compuesto por las siguientes subsidiarias, de acuerdo a la tabla 4.1:

Tabla 4.1

Detalle de subsidiarias

	Actividad	2015	2016	2017
Fosfatos del pacifico	Actividades de exploración y explotación minera	213,062	-	-
Cementos Selva	Producción y comercialización de cemento y otros materiales de construcción afines	210,617	223,915	208,860
Distribuidora Norte Pacasmayo	Producción de concreto, bloques y ladrillos; así como comercialización de cemento, cal, fierro de construcción y diversos artículos de ferretería.	106,969	118,434	117,713
Empresa de Transmisión Guadalupe	Servicios de transmisión de energía a la Compañía.	48,111	48,615	40,739
Salmueras Sudamericanas	Actividades de exploración y explotación minera.	34,064	35,412	439
Calizas del Norte	Actividades de cateo, prospección, desarrollo, explotación y comercialización y transporte de mercancías	35,450	-	-
Otros		492	566	586
	Total	648,765	426,942	368,337

Fuente: Informes Separados de Cementos Pacasmayo S.A.A 2017-2016, 2016-2015, Elaboración: Propia

(D) Este rubro está compuesto por los bonos corporativos de la Compañía, los cuales fueron aprobados por la Junta General de Accionistas celebrada el 7 de enero de 2013. Por ende, el 1 de febrero de 2013, la Compañía emitió bonos corporativos con un valor nominal de US\$300,000,000 con un pago de cupones semestrales a una tasa de interés anual nominal de 4.50% y vencimiento en 10 años desde su fecha de emisión, obteniendo ingresos totales netos de US\$293,646,000 (S/762,067,000).

(E) En el año 2017 el Capital Social de la Compañía está compuesto por 423,868,449 acciones comunes íntegramente suscritas y pagadas, con un valor nominal de un Sol por acción, de las cuales 70,097,971 están listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York y 353,770,478 en la Bolsa de Valores de Lima.

En los años 2016 y 2015 el Capital Social de la Compañía está compuesto por 531,461,479 acciones comunes íntegramente suscritas y pagadas, con un valor nominal de un Sol por acción, de las cuales 111,484,000 estaban listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York y 419,977,479 en la Bolsa de Valores de Lima.

(F) El Capital Adicional de la Compañía está compuesto por 111,484,000 acciones comunes y 928,000 acciones de inversión correspondientes a la oferta pública de acciones de depósito americanas (ADS) registradas en la Bolsa de Valores de Nueva York y la Bolsa de Valores de Lima en el año 2012. Este importe corresponde al excedente de la recaudación total obtenida en esta transacción en relación al valor nominal de dichas acciones.

(G) En esta partida se encuentran todos los resultados acumulados que se han obtenido producto de la actividad económica de la Compañía en años anteriores.

4.1.2 Análisis Horizontal de Estado de Situación Financiera (en miles de soles):

	Al 31 de diciembre de 2015 S/(000)	Al 31 de diciembre de 2016 S/(000)	Análisis Horizontal (Dic 16 - Dic 15)		Al 31 de Diciembre de 2017 S/(000)	Análisis Horizontal (Dic 17 - Dic 16)	
			S/(000)	%		S/(000)	%
Activos							
Activos corrientes							
Efectivo y equivalentes de efectivo	101.084	43.004	↓ (58.080)	-57,46% (A)	28.823	↓ (14.181)	-32,98% (A)
Cuentas por cobrar comerciales y diversas, a terceros y de relacionadas, neto	147.632	89.136	↓ (58.496)	-39,62% (B)	119.774	↑ 30.638	34,37% (B)
Pagos a cuenta de impuesto a la renta	29.890	38.554	↑ 8.664	28,99%	14.984	↓ (23.570)	-61,14% (C)
Existencias, neto	252.650	299.383	↑ 46.733	18,50% (D)	324.212	↑ 24.829	8,29%
Gastos pagados por anticipado	3.001	4.346	↑ 1.345	44,82%	1.771	↓ (2.575)	-59,25%
Total activos corrientes	534.257	474.423	↓ (59.834)	-11,20%	489.564	↑ 15.141	3,19%
Activos mantenidos para la distribución	-	234.195	↑ 234.195	100,00% (E)	-	↓ (234.195)	-100,00% (E)
Activos no corrientes							
Cuentas por cobrar diversas a terceros, no corriente	4.278	7.899	↑ 3.621	84,64%	3.221	↓ (4.678)	-59,22%
Gastos pagados por anticipado	-	724	↑ 724	100,00%	533	↓ (191)	-26,38%
Inversiones financieras disponibles para la venta	436	657	↑ 221	50,69%	21.206	↑ 20.549	100,00% (F)
Otros instrumentos financieros	124.770	69.912	↓ (54.858)	-43,97% (G)	489	↓ (69.423)	-99,30% (G)
Propiedad, planta y equipo, neto	1.915.531	1.925.840	↑ 10.309	0,54%	1.857.408	↓ (68.432)	-3,55%
Intangibles	7.872	7.811	↓ (61)	-0,77%	10.309	↑ 2.498	31,98%
Inversiones en Subsidiarias	648.765	426.942	↓ (221.823)	-34,19% (H)	368.337	↓ (58.605)	-13,73% (H)
Total activos no corrientes	2.701.652	2.439.785	↓ (261.867)	-9,69%	2.261.503	↓ (178.282)	-7,31%
Total de activos	3.235.909	3.148.403	↓ (87.506)	-2,70%	2.751.067	↓ (163.141)	-5,18%
Pasivos y patrimonio							
Pasivo corriente							
Cuentas por pagar comerciales y diversas	121.819	114.720	↓ (7.099)	-5,83%	138.851	↑ 24.131	21,03% (I)
Provisiones	21.728	22.335	↑ 607	2,79%	17.062	↓ (5.273)	-23,61%
Total pasivo corriente	143.547	137.055	↓ (6.492)	-4,52%	155.913	↑ 18.858	13,76%
Pasivo no corriente							
Obligaciones financieras	1.012.406	998.148	↓ (14.258)	-1,41%	965.290	↓ (32.858)	-3,29%
Provisiones no corrientes	32.638	22.042	↓ (10.596)	-32,47%	27.613	↑ 5.571	25,27%
Pasivo por impuesto a la renta diferido	104.264	123.718	↑ 19.454	18,66%	95.691	↓ (28.027)	-22,65%
Total pasivos no corrientes	1.149.308	1.143.908	↓ (5.400)	-0,47%	1.088.594	↓ (55.314)	-4,84%
Total de pasivos	1.292.855	1.280.963	↓ (11.892)	-0,92%	1.244.507	↓ (36.456)	-2,85%
Patrimonio							
Capital social	531.461	531.461	→ -	0,00%	423.868	↓ (107.593)	-20,24% (J)
Acciones de inversión	50.503	50.503	→ -	0,00%	40.279	↓ (10.224)	-20,24%
Acciones en tesorería	-108.248	-108.248	→ -	0,00%	-119.005	↓ (10.757)	9,94%
Capital adicional	553.466	545.165	↓ (8.301)	-1,50%	432.779	↓ (112.386)	-20,62%
Reserva legal	176.458	188.075	↑ 11.617	6,58%	160.686	↓ (27.389)	-14,56%
Otros resultados integrales acumulados	11.649	-16.602	↓ (28.251)	-100,00% (K)	-43.699	↓ (27.097)	100,00% (K)
Resultados acumulados	727.765	677.086	↓ (50.679)	-6,96% (L)	611.652	↓ (65.434)	-9,66% (L)
Total Patrimonio	1.943.054	1.867.440	↓ (75.614)	-3,89%	1.506.560	↓ (360.880)	-19,32%
Total pasivos y patrimonio	3.235.909	3.148.403	↓ (87.506)	-2,70%	2.751.067	↓ (36.456)	-1,16%

- (A) De acuerdo al análisis del estado de flujo de efectivo, la reducción de efectivo y equivalentes de efectivo en los años 2017 y 2016 se debe principalmente a las actividades de inversión por compras de maquinarias y equipos que ocurrieron en ambos años por los importes de S/34,444,000 y S/97,748,000 y a las actividades de financiamiento por la distribución de dividendos de ambos años por los importes de S/124,993,000 y S/154,401,000, respectivamente..
- (B) Esta variación se explica por el aumento del ratio promedio de días de cuentas por cobrar en el año 2017. Ante los efectos causados por el efecto del fenómeno del niño, la Compañía tomó en consideración estas dificultades ambientales y otorgó a sus clientes, días adicionales de tolerancia para el pago de sus facturas.
- (C) La variación de esta partida se debe a que en el año 2016 se realizó un cálculo para los pagos a cuenta según la utilidad tributaria generada en el año 2015, sin embargo en el año 2017 al realizar la declaración jurada del año 2016 se calcularon los pagos a cuenta a realizar sobre la base de la utilidad neta tributaria del año 2016 (que fue aproximadamente la mitad del año 2015), por lo que se redujo esta partida en aproximadamente 60%.
- (D) Esta variación se debe principalmente a la adquisición de repuestos y suministros diversos por el importe de S/ 34,191,000 relacionados a la puesta en funcionamiento de la nueva Planta de Piura.
- (E) De acuerdo al Informe de los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2017 y 2016 de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A:

En septiembre de 2016, la Junta General de Accionistas de la Compañía aprobó el proyecto de escisión para efectuar la transferencia de un bloque patrimonial (compuesto por los activos y pasivos relacionados a la participación de la Compañía en Fosfatos del Pacífico S.A.) en favor de

Fossal S.A.A. (empresa creada como subsidiaria de Inversiones ASPI S.A.). La finalidad de la escisión fue ordenar los activos y pasivos de la Compañía de acuerdo a la especialización de cada negocio, crear mayor flexibilidad para los accionistas y mayor claridad en las operaciones en el largo plazo.

Por cada acción común y de inversión de Cementos Pacasmayo S.A.A., los accionistas recibieron aproximadamente 0.20 acciones comunes y de inversión de Fossal S.A.A. y aproximadamente 0.80 acciones comunes y de inversión de Cementos Pacasmayo S.A.A.

En consecuencia, la inversión mantenida en Fosfatos del Pacífico S.A. al 31 de diciembre de 2016 ascendente a aproximadamente S/234,195,000 fue clasificada como una inversión en operaciones discontinuas y la participación en la pérdida neta de la misma, ascendente a S/851,000 y S/6,307,000 por los años 2017 y 2016; respectivamente, fue clasificada como participación en una inversión discontinua.

- (F) Esta variación se debe a que la fecha de ejecución de la escisión, parte de las acciones de inversión cedidas a Fossal S.A.A., eran de propiedad de Cementos Pacasmayo S.A.A. (acciones en tesorería); como consecuencia, la Compañía recibió 9,148,373 acciones de inversión de Fossal S.A.A., dicha transacción se registró mediante un débito a inversiones disponibles para la venta, al costo, por un importe de S/21,206,000.
- (G) Esta variación se debe a que la Compañía evalúa sus Cross Currency SWAPS en función al valor de mercado, utilizando métodos de cálculos de valor presente, tomando en cuenta la evolución del tipo de cambio año tras año.
- (H) Esta variación en el año 2016, se debe a que la probabilidad de transferencia del bloque patrimonial de las acciones de la subsidiaria Fosfatos del Pacífico S.A. pertenecientes a la Compañía es alta y se tenía planeada realizar la

escisión en marzo del año 2017, debido a esto es que la participación es Fosfatos se presenta a dicha fecha (31 de Diciembre de 2016) como inversión en operaciones discontinuas por el importe de S/234,195,000.

La variación del año 2017 se debe principalmente a que la Compañía ha decidido darle prioridad a sus inversiones en el desarrollo de productos relacionados con la fabricación, venta de cemento y soluciones constructivas. Como consecuencia de esta decisión, en el último trimestre del año Cementos Pacasmayo decidió no continuar con el proyecto Salmueras por lo que al 31 de diciembre de 2017 se ha registrado una provisión por deterioro en los activos de la Subsidiaria Salmueras Sudamericanas S.A.

- (I) El aumento en las cuentas por pagar comerciales y diversas en el año 2017 en relación con el año 2016 se debe principalmente a que en el año 2017 la Compañía mantiene dividendos por pagar por le importe de S/29,725,000 a comparación de los S/5,070,000 que mantenía en el año 2016.
- (J) Todas estas variaciones se deben a la escisión del bloque patrimonial de Fosfatos del Pacifico S.A. a FOSSAL S.A. mencionado anteriormente, el cual fue realizado en marzo del año 2017.
- (K) La variación de esta partida se debe al registro de la pérdida neta por el efecto de los instrumentos financieros de la cobertura de flujos de efectivo (currency SWAPS). La cobertura de flujo de efectivo de los pagos futuros esperados fue evaluada como altamente efectiva (la Compañía se ha cubierto por la totalidad de los bonos corporativos) y en el estado separado de otros resultados integrales se incluye una pérdida no realizada de S/38,230,000 al 31 de diciembre de 2017 (pérdida no realizada de S/39,511,000 en el año 2016).

(L) La reducción de esta partida en los años 2017 y 2016 se debe principalmente a la distribución y pago de dividendos por los importes de S/149,839,000 y S/155,236,000 además de los resultados de los ejercicios de ambos años.

4.2 Estado de Resultados:

A continuación se presenta el Estado de Resultados Separado de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. y sus correspondientes análisis vertical y horizontal, para detallar la composición y variaciones principales cifras de la Compañía desde el 31 de diciembre de 2015 al 2017:

	Al 31 de diciembre de 2015		Al 31 de diciembre de 2016		Al 31 de Diciembre de 2017	
	S/(000)	Analisis Vertical %	S/(000)	Analisis Vertical %	S/(000)	Analisis Vertical %
Ventas	818,875	100.00% [A]	821,426	100.00% [A]	816,019	100.00% [A]
Costo de ventas	(412,651)	-50.24% [B]	(462,131)	-56.26% [B]	(457,214)	-56.03% [B]
Utilidad bruta	406,224	49.45%	359,295	43.74%	358,805	43.97%
Ingresos (gastos) operativos						
Gastos administrativos	(142,873)	-17.39% [C]	(157,290)	-19.15% [C]	(157,744)	-19.33% [C]
Gastos de comercialización y distribución	(7,228)	-0.88%	(7,940)	-0.97%	(8,538)	-1.05%
Otros gastos operativos, neto	15,139	1.84%	9,464	1.15%	4,388	0.54%
Total de ingresos (gastos), neto	(134,962)	-16.43%	(155,766)	-18.96%	(161,894)	-19.84%
Utilidad operativa	271,262	33.02%	203,529	24.78%	196,911	24.13%
Otros ingresos (gastos)						
Ingresos financieros	6,787	0.83%	2,710	0.33%	4,751	0.58%
Gastos financieros	(36,346)	-4.42% [D]	(75,422)	-9.18% [D]	(73,784)	-9.04% [D]
Deterioro de inversion en subsidiarias	0	0.00%	0	0.00%	(6,759)	-0.83%
Participacion en resultado de subsidiarias (Ganancia)Pérdida neta por diferencia en cambio	40,325	4.91%	47,330	5.76%	(1,768)	-0.22%
	12,370	1.51%	(1,294)	-0.16%	(1,847)	-0.23%
Total de otros gastos, neto	23,136	2.82%	(26,676)	-3.25%	(79,407)	-9.73%
Utilidad antes de impuesto a la renta	294,398	35.84%	176,853	21.53%	117,504	14.40%
Impuesto a la renta	(71,062)	-8.65%	(54,372)	-6.62%	(22,871)	-2.80%
Utilidad neta de operaciones continuas	223,336	27.19%	122,481	14.91%	94,633	11.60%
Perdida neta de operaciones discontinuas	(7,804)	-0.95% [E]	(6,307)	-0.77% [E]	0	0.00% [E]
Utilidad neta	215,532	26.24%	116,174	14.14%	94,633	11.60%

4.2.1 Análisis Vertical de Estado de Resultados (expresado en miles de soles):

(A) Las ventas a través de los años 2015 al 2017 está compuestas de la siguiente manera (en miles de soles), de acuerdo a la tabla 4.2:

Tabla 4.2

Composición de las ventas

	2015	2016	2017	% al 2017
Cemento	754,735	746,336	735,312	90%
Cal	64,140	75,090	80,707	10%
Total	818,875	821,426	816,019	100%

Fuente: Estados Financieros Separados de Cementos Pacasmayo del 2017 al 2015.

- (B) Esta Partida se compone principalmente de los suministros diversos consumidos, el mantenimiento y servicios prestados por terceros, la depreciación y amortización y los gastos de personal, para realizar la producción de cemento y cal.
- (C) Los gastos de administración están compuestos principalmente por los gastos de personal (remuneraciones y derechos laborales) y los gastos por servicios prestados por terceros y otros.
- (D) Los gastos financieros se componen principalmente por los gastos de intereses de los bonos corporativos y los gastos por el costo financiero de los instrumentos financieros de cobertura de flujos de efectivo (SWAPS).
- (E) Este concepto es debido al proyecto de Escisión de Fosfatos del Pacífico S.A. mencionado anteriormente, cuya finalidad fue ordenar los activos y pasivos de la Compañía de acuerdo a la especialización de cada negocio.

4.2.2 Análisis Horizontal del Estado de Resultados (expresado en miles de soles):

	Al 31 de diciembre de 2015	Al 31 de diciembre de 2016	Análisis Horizontal (Dic 16 - Dic 15)		Al 31 de Diciembre de 2017	Análisis Horizontal (Dic 17 - Dic 16)	
	S/(000)	S/(000)	S/(000)	%	S/(000)	S/(000)	%
Ventas	818,875	821,426	↑ 2,551	0.31%	816,019	↓ -5,407	-0.66%
Costo de ventas	(412,651)	(462,131)	↑ 49,480	11.99% [A]	(457,214)	↓ -4,917	-1.06%
Utilidad bruta	406,224	359,295	↓ -46,929	-11.55%	358,805	↓ -490	-0.14%
Ingresos (gastos) operativos							
Gastos administrativos	(142,873)	(157,290)	↑ 14,417	10.09% [B]	(157,744)	↔ 454	0.29%
Gastos de comercialización y distribución	(7,228)	(7,940)	↔ 712	9.85%	(8,538)	↔ 598	7.53%
Otros gastos operativos, neto	15,139	9,464	↓ -5,675	-37.49% [C]	4,388	↓ -5,076	-53.63% (C)
Total de ingresos (gastos), neto	(134,962)	(155,766)	↑ 20,804	15.41%	(161,894)	↑ 6,128	3.93%
Utilidad operativa	271,262	203,529	↓ -67,733	-24.97%	196,911	↓ -6,618	-3.25%
Otros ingresos (gastos)							
Ingresos financieros	6,787	2,710	↓ -4,077	-60.07%	4,751	↔ 2,041	75.31%
Gastos financieros	(36,346)	(75,422)	↑ 39,076	107.51% [D]	(73,784)	↔ -1,638	-2.17%
Deterioro de inversión en subsidiarias	0	0	↔ -	0.00%	(6,759)	↑ 6,759	-100.00% (E)
Participación en resultado de subsidiarias (Ganancia) Pérdida neta por diferencia en cambio	40,325	47,330	↑ 7,005	17.37%	(1,768)	↓ -45,562	-96.26% (E)
Total de otros gastos, neto	12,370	(1,294)	↓ -11,076	-89.54% [F]	(1,847)	↔ 553	42.74%
Utilidad antes de impuesto a la renta	294,398	176,853	↓ -117,545	-39.93%	117,504	↓ -59,349	-33.56%
Impuesto a la renta	(71,062)	(54,372)	↓ -16,690	-23.49%	(22,871)	↓ -31,501	-57.94%
Utilidad neta de operaciones continuas	223,336	122,481	↓ -100,855	-45.16%	94,633	↓ -27,848	-22.74%
Pérdida neta de operaciones discontinuas	(7,804)	(6,307)	↔ -1,497	-19.18%	0	↓ -6,307	-100.00% (G)
Utilidad neta	215,532	116,174	↓ -99,358	-46.10%	94,633	↓ -21,541	-18.54%

- (A) El aumento de los costos de venta en el año 2016 y 2017 se debe principalmente a la depreciación generada por la puesta en funcionamiento de la nueva planta de Piura en el mes de febrero del año 2016 (aumento en la depreciación).
- (B) El aumento de los gastos administrativos en el año 2016 se debe a la puesta en funcionamiento de la planta de Piura, lo cual generó un mayor gasto por el nuevo personal (remuneraciones) contratado en la nueva planta. Además, que se realizaron un aumento de servicios de consultoría de Tecnología de Información (TI), medio ambiente, seguridad y servicios logísticos para la planta de Piura.
- (C) La variación del año 2016 se debe principalmente a que se registró un cambio de la estimación de la provisión del cierre de mina por el importe de S/5,259,000. Esta provisión se creó sobre la base de estudios realizados por especialistas internos, los cuales dependen de los precios de mercados futuros para realizar el desmantelamiento.
- Además, en el año 2015 se presentó una desvalorización de existencias por un stock de zinc que mantenía la Compañía, generado por la ex subsidiaria Corianta en el año 2011, sin embargo esa operación fue discontinuada y los activos relacionados provisionados, no obstante el stock de mineral seco de zinc se mantuvo con la intención de utilizarlo en las operaciones futuras o venderlo, en el año 2015 la Compañía decidió que las operaciones no eran probables en el futuro cercano, por lo que decidió provisionar el total del stock por el importe de S/9,335,000.
- (D) Esta variación se debe a que una porción de los gastos financieros por los intereses de los bonos corporativos eran capitalizados en la nueva planta de Piura. Debido a su culminación y puesta en funcionamiento en febrero del año 2016, estos gastos dejaron de ser capitalizados a partir de esta fecha.
- (E) El concepto de Deterioro de inversión en subsidiarias y la reducción de la participación en subsidiarias es debido al deterioro del proyecto Salmueras, mencionado anteriormente. Cementos Pacasmayo se quiere enfocar en sus

inversiones con el desarrollo de productos relacionados con la fabricación, venta de cemento y soluciones constructivas.

(F) Esta variación se debe principalmente a que en el año 2015 los tipos de cambio de compra y venta variaron en S/0.419 y S/0.421 respectivamente en el año, mientras que en el año 2016 los tipos de cambio se mantuvieron más estables y solo variaron en S/0.074 y 0.07, respectivamente.

(G) Este concepto es debido al proyecto de Escisión de Fosfatos del Pacífico S.A. mencionado anteriormente, cuya finalidad fue ordenar los activos y pasivos de la Compañía de acuerdo a la especialización de cada negocio.

4.3 Análisis de ratios financieros:

A continuación se analizarán los ratios que han presentado mayores variaciones del 2015 al 2017 (Para ver el detalle de todos los ratios calculados ver el anexo 5):

- Ratios de liquidez:

Tabla 4.3

Detalle de Ratios de liquidez del 2015 al 2017

	2015	2016	2017
Capital de trabajo	390,710	337,368	333,651
Ratio de liquidez	3.72	3.46	3.14
Ratio de prueba acida	1.96	1.28	1.06
Ratio de Prueba defensiva	70.42%	31.38%	18.49%

Elaboración: Propia

Según Gitman (2003), los ratios de liquidez de una empresa miden la capacidad de la misma para enfrentar sus obligaciones de pago en el corto plazo (p. 49).

En cuanto a los ratios de liquidez de la Compañía lo más resaltante es la variación del capital de trabajo, la prueba acida y prueba defensiva. Se puede apreciar que hubo una caída en el año 2016 en comparación con el año 2015, debido principalmente a una disminución en el efectivo, originado por el pago de dividendos en una proporción mayor en relación a la utilidad generada del año 2016 (comparándola con el año 2015). Esto significa que a la Compañía se le haría más difícil cancelar las deudas en el corto plazo.

- Ratios de solvencia:

Tabla 4.4

Detalle de Ratios de Solvencia del 2015 al 2017

	2015	2016	2017
Ratio de deuda	39.95%	40.69%	45.24%
Ratio de endeudamiento total	66.54%	68.59%	82.61%
Ratio de endeudamiento CP	7.39%	7.34%	10.35%
Ratio de endeudamiento LP	59.15%	61.26%	72.26%
Ratio de cobertura de Gastos Financieros	9.10	3.34	2.59

Elaboración: Propia

- Según Gitman (J.Gitman, 2003), los ratios de solvencia indican en general la cantidad de dinero de terceros que se ha estado utilizando para financiar los activos que generan las ganancias de la Compañía. Normalmente, las deudas más representativas son las de largo plazo, debido a que estas suponen un compromiso de la Compañía durante un periodo largo de tiempo (p. 53)

En cuanto a los ratios de solvencia de la Compañía lo más resaltante es el aumento del ratio de endeudamiento total que ha aumentado a 82.61% en el año 2017 (72.26% pertenece al ratio de endeudamiento de largo plazo y 10.35% a corto plazo), debido principalmente a la ejecución de la escisión del bloque patrimonial de Fosfatos del Pacifico S.A., por lo que el patrimonio fue reducido. Lo que significa que la proporción de la deuda sobre los

recursos propios es muy alta y que la Compañía al año 2017 es muy dependiente de los préstamos de las entidades financieras. Además, el ratio de cobertura de gastos financieros se ha reducido en el año 2016, debido principalmente, a que la Compañía a partir del año 2016 dejó de capitalizar los intereses generados por los bonos corporativos, debido a que la planta de Piura empezó su total funcionamiento (se ha realizado el análisis sin considerar la capitalización de intereses y la variación no resulta significativa). Esto significa que la Compañía redujo su capacidad para cubrir sus gastos financieros (capacidad de endeudamiento).

- Análisis DUPONT

Tabla 4.5

Detalle de análisis DUPONT del 2015 al 2017

DUPONT = Marg N x Rot Act x MAF	2015	2016	2017
Margen Neto	26.32%	14.14%	11.60%
Ratio de rotación de Activos	25.31%	26.09%	29.66%
Rentabilidad sobre Activos (ROA)	6.66%	3.69%	3.44%
Multiplificador de apalancamiento financiero	1.67	1.69	1.83
Rentabilidad de Capital Propio (ROE)	11.09%	6.22%	6.28%

Fuente: Elaboración propia

Según Gitman (2003), la fórmula DUPONT se utiliza para analizar minuciosamente los estados financieros de la empresa y evaluar su situación financiera. Además, permite a la empresa dividir su rendimiento en componentes de ganancias en ventas (Margen Neto) y de eficiencia de uso de activos (Rotación de activos). Finalmente, permite convertir el ROA

calculado a ROE mediante la multiplicación con el multiplicador de apalancamiento financiero (MAF) (p. 65))

En el caso de la Compañía se puede apreciar que los ratios de Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) y Rentabilidad sobre Activos (ROA), han sufrido una disminución en el año 2016 en relación con el año 2015, debido incremento del costo de venta, principalmente por el aumento de la depreciación de los activos fijos relacionados con la nueva planta de Piura, además de un aumento de los gastos administrativos (mayor personal por planta Piura y contratación de servicios adicionales) y la no capitalización de intereses de la planta Piura en el año 2016. Además, en el caso de la rotación de activos este ha aumentado; pero debido principalmente a una disminución del activo por la escisión y no a las ventas, las cuales se han mantenido estables.

- Ratios de actividad o gestión (expresado en días)

Tabla 4.6

Detalle ratio del ciclo del negocio

	2015	2016	2017
Rotación de Cuentas x Cobrar	52	36	47
Rotación de Inventario	223	236	259
Ratio de conversión de efectivo	275	272	306
Rotación de Cuentas por Pagar	108	91	111
Ratio del ciclo del negocio	167	182	195

Fuente: Elaboración propia

Según Court (2012), los ratios del ciclo del negocio mide que tan bien una Compañía gestiona sus activos. Estos son indicadores del desempeño operativo en curso, es decir que tan efectivamente los activos son usados por la compañía (p. 353).

Según Gitman (J.Gitman, 2003), el ciclo de conversión de efectivo se refiere a la velocidad en la cual la Compañía es capaz de convertir las diversas cuentas en ventas o efectivo, es decir ingresos o egresos (p. 50).

En el caso de la Compañía se puede apreciar que lo más relevante es el aumento del ratio de conversión de efectivo del 2016 al 2017, esto debido al aumento del promedio de días de cuentas por cobrar, que se encuentra afectado por los efectos causados producto del fenómeno del niño, ya que la Compañía decidió tener una mayor consideración con sus diversos clientes en el cobro de sus facturas por las dificultades ambientales causadas. Además se puede apreciar que el ratio del ciclo del negocio está en aumento desde el año 2015 al 2017, lo cual significa que la Compañía tiene un mayor desfase entre el tiempo que se demora en convertir en efectivo sus ventas y el pago de sus obligaciones.

- Ratios de rentabilidad

	2015	2016	2017
Margen Bruto	49.61%	43.74%	43.97%
EBITDA	315,370	284,076	292,515
EBITDA / Ventas	38.51%	34.58%	35.85%

Fuente: Elaboración Propia

Según Monteverde (2012), para calcular el EBITDA se debe utilizar el Estado de Ganancias y Pérdidas, y tomar lo que se conoce como la utilidad antes de intereses, impuestos y la depreciación, es por esto que se puede considerar como un indicador rápido de rentabilidad del negocio. Sin embargo, solo representa los flujos operativos, es decir no significa que sea un flujo de efectivo.

En el caso de la Compañía, el EBITDA ha sufrido una reducción en el año 2016 en comparación con el año 2015, debido principalmente al aumento de

los gastos administrativos, producto del inicio de la producción en la planta Piura.

CAPÍTULO 5: VALORIZACIÓN DE LA ACCIÓN DE LA COMPAÑÍA CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.

Según Fernández (2001), para determinar el valor intrínseco de la acción de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. se utilizará el método un flujo de caja descontado, el cual pretende determinar el valor de la Compañía a través de la estimación de los flujos de efectivo que generará en un futuro, producto de sus operaciones, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos. Normalmente se recurre a este método para valorizar acciones, debido a que es el único conceptualmente correcto, porque el valor de las acciones de una Compañía proviene de la capacidad que tiene para generar flujos de efectivo futuros para los propietarios (p. 39).

De acuerdo a lo expuesto, para llegar a realizar la valorización de las acciones de la Compañía Cementos Pacasmayo S.A.A. a través de un flujo de caja descontado, se necesita una tasa de descuento que considere las variables correctas según las condiciones del mercado y un flujo de efectivo basado en supuestos concretos para realizar la proyección de los flujos de caja esperados.

5.1 Tasa de descuento

Según Forsyth (2004), para calcular la tasa de descuento se utilizará el costo promedio ponderado de capital (WACC), el cual es un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida (p.205).

Se encuentra determinado por las siguientes variables:

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd (1 - t)$$

Siendo:

Ke = Costo del capital propio.

Kd = Costo de la deuda.

We = Peso del Capital Propio al valor de mercado.

Wd = Peso de la deuda al valor de mercado.

T = tasa de impuestos proyectada

5.1.1 Costo de capital propio

En el caso del costo del capital propio, se ha optado por utilizar la metodología determinada por Damodaran (2017), quien llega a extender el modelo del CAPM regular y lo adecua a la región Latinoamérica, para países emergentes. Este se encuentra determinado de la siguiente manera:

Costo de capital = Tasa libre de riesgo + Beta (Riesgo de mercado – Tasa libre de riesgo) + riesgo país x el factor de volatilidad

- o Tasa libre de riesgo: Se utilizará el rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años. Al cierre del año 2017, el rendimiento de los bonos del tesoro americano es de 2.41%.

- o **Beta:** De acuerdo al profesor Damodaran (2017c) el beta desapalancado del sector construcción de los mercados emergentes en el año 2017 fue de 0,72 (basado en 529 empresas de suministros para la construcción), por lo que al apalancar dicho beta en base a Cementos Pacasmayo obtenemos un beta apalancado de 0,85.
- o **Prima por riesgo de mercado:** Para calcular este concepto se tomó en cuenta la información publicada por Damodaran entre el diferencial entre el rendimiento promedio anual del mercado (S&P 500) y el rendimiento de los bonos de EEUU. Se tomó el promedio geométrico de los años 1928 al 2017 (4.77%), calculado por Damodaran (2017b).
- o **Riesgo país por el factor de volatilidad:** Para calcular esta variable se toma en cuenta el Emerging Markets Bond Índice (EMBI), que es el diferencial entre el rendimiento de los bonos del Perú contra el rendimiento de los bonos del tesoro americano. Al 31 de diciembre de 2017, el riesgo país ascendía a 1.39%, publicado por el BCRP (2018) , además el riesgo país debe ser ajustado por el ratio de volatilidad relativa, el cual se obtiene luego de dividir la desviación estándar del índice general de la bolsa (IGVL) sobre la desviación estándar del rendimiento de los bonos globales, dando un valor de 1.19 (SBS, 2017). Por ende, el cálculo del riesgo país por el factor de volatilidad se ha determinado con el valor de 1.65%.

Tomando en cuenta todas estas variables el cálculo del costo del capital propio se calcula de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 5.1

Cálculo del Costo de Capital

	Tasa	
Tasa libre de riesgo	2.41%	Damodaran
Beta	0.85	Damodaran

Prima por riesgo	4.77%	Damodaran
Riesgo País	1.65%	BCRP
Costo de Capital	8.11%	

Fuente: BCRP (2017) y Damodaran (2017).

5.1.2 Costo de la deuda

La principal fuente de financiamiento de la Compañía proviene de los bonos corporativos “bullet” emitidos el año 2013. De acuerdo a Bloomberg (2017) el costo de la deuda de acuerdo a la tasa de rendimiento de mercado (YTM) es de 3.68% al cierre del año 2017.

En cuanto a la tasa de impuestos, cierre del año 2017 fue de 29.5%, sin embargo para el cálculo del escudo fiscal se utilizará una tasa de 33.5%, producto del promedio de la tasa de impuesto a la renta efectiva de la Compañía durante los 5 últimos años.

5.1.3 Calculo del WACC

Tabla 5.2

Calculo del WACC

	Tasa	
Costo del capital propio	8.11%	
Costo de la deuda	3.68%	YTM Bono corporativo - Bloomberg
Deuda/(Deuda + Capital)	21.7%	Valor de mercado - Bloomberg
Capital/Deuda + Capital)	78.3%	Valor de mercado - bloomberg
Tasa de impuestos	33.50%	
WACC	6.88%	

Fuente: Bloomberg (2017), Damodaran (2017), BCRP (2017), SBS (2017)

Elaboración: Propia

Finalmente, de acuerdo Coss Bu (2005) al transformar la tasa denominada en dólares a soles se utiliza la fórmula de paridad de tasas, tomando en cuenta la inflación peruana estimada (2%) y la americana (2%) BCRP (2018) como mejor aproximación de las

expectativas del mercado, de acuerdo a lo estimado por el BCRP. Dando un total de WACC en soles de 6.88%.

5.2 Flujo de caja de efectivo a 10 años.

De acuerdo a Forsyth (2004), se debe proyectar el flujo de caja que se espera que generen los activos asociados con el negocio, en base a supuestos. En cuanto al horizonte determinado, un plazo común para la proyección de flujos de caja futuros es 10 años (p. 202).



5.2.1. Principales Supuestos para proyectar el flujo de efectivo

- 1) Periodo de proyección: 10 años en moneda nacional (soles) (desde el año 2018 al año 2027)
- 2) Ventas: Para realizar la proyección de las ventas de la Compañía se ha realizado en base a las proyecciones de crecimiento del PBI del sector de construcción realizadas por el MEF (2018). Se ha utilizado esta tasa debido al proyecto de “Reconstrucción Nacional”, explicado en el anexo 1 y a los proyectos que se van a llevar a cabo según el Cuadro 4: “Grandes proyectos por iniciar al final del año 2017”, descrito en el capítulo 1.
- 3) Márgenes: Para los años del 2018 al 2027 se utilizará un promedio de los porcentajes que representan cada uno de los conceptos según el análisis vertical realizado por los años 2016 y 2017 (no se utilizará el año 2015 debido a que aún no se encontraba en funcionamiento la planta Piura por lo que no se considera como un año representativo). Finalmente para los gastos financieros se asumirá que se mantendrán estables, ya que la mayoría del gasto por este importe proviene de los intereses pagados por el bono corporativo emitido y el cual se renovará en el año 2023. Para mayor detalle ver trabajo realizado en el anexo 3.
- 4) Impuesto a la renta: Se utilizó una tasa promedio efectiva de los últimos 5 años dando un valor de impuesto a la renta por 33.5%.
- 5) Dividendos: La empresa mantiene una política de dividendos estable, por lo que se han calculado en base al promedio histórico de los últimos 3 años definidos por la utilidad neta.
- 6) Tasa de perpetuidad: Se ha calculado como 2%, producto del cálculo de la inflación a largo plazo estimada por el BCRP (2018).

- 7) **Financiamiento:** Se considera el pago de la tasa cupón por 4.50%, por los bonos corporativos a vencer en el año 2023, después de la cual se estima que la Compañía realizará una nueva emisión de deuda por el mismo monto y la misma tasa cupón para mantener la estructura de financiamiento.
- 8) **NOF (Necesidades operativas de fondos):** Según Oliete (2012), para el cálculo del NOF se toma en cuenta los siguientes conceptos: Cuentas por cobrar comerciales, Cuentas por cobrar con relacionadas, inventarios, Cuentas por pagar comerciales, Cuentas por pagar con relacionadas y otras cuentas por pagar a corto plazo, para mayor detalle ver trabajo realizado en el anexo 4 y 2. Estos conceptos se tomarán de las proyecciones a 10 años del estado de situación financiera según el anexo 1.
- 9) **CAPEX:** De acuerdo a una entrevista realizada por Salaverry (2017) a Manuel Ferreyros, vicepresidente de Administración y Finanzas, el CAPEX estimado para los años 2018 y 2019 es de US\$ 21 millones y en adelante un aproximado de US\$15 millones. La diferencia corresponde a una mayor inversión en los primeros años en camiones y en la red de distribución de concreto. Para mayor detalle sobre la proyección del CAPEX y la capacidad de utilización ver anexo 2.
- 10) **Valor patrimonial de las acciones de inversión:** Este efecto patrimonial corresponde a las acciones de inversión de la Compañía, las cuales han sido calculadas mediante un promedio de las cotizaciones de los últimos dos años.

5.3 Resultados obtenidos de la valorización

FCFF	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2027 T
Ebit	281,086	303,010	326,645	352,124	379,589	409,197	441,115	475,522	512,612	552,596	552,596
Impuesto	-94,164	-101,509	-109,426	-117,961	-127,162	-137,081	-147,773	-159,300	-171,725	-185,120	-185,120
Ebit x (1-T)	186,922	201,502	217,219	234,162	252,427	272,116	293,341	316,222	340,887	367,476	367,476
Depreciacion	66,177	93,649	95,853	97,428	99,002	110,118	118,054	119,628	121,202	122,777	104,389
Capex	-69,300	-69,300	-69,300	-49,500	-49,500	-349,500	-249,500	-49,500	-49,500	-49,500	-105,440
Variacion de NOF	7,532	-26,327	-28,381	-30,594	-32,981	-35,553	-38,326	-41,316	-44,539	-48,013	-48,013
Flujo de Caja libre	191,332	199,524	215,392	251,495	268,948	-2,819	123,568	345,034	368,051	392,741	318,413

Valor Terminal	
WACC	6.88%
G	2%
Valor terminal	6,655,345

Valor Patrimonial	
WACC	6.88%
VP FCFF	1,598,080
Valor Terminal Actualizado	3,421,418
Cash	176,748
Deuda	-965,290
Valor Patrimonial	4,230,956
Valor patrimonial de acciones de inversion	235,223
Valor patrimonial acciones comunes (S/000)	3,995,733
Numero de acciones comunes (en miles)	423,868
Valor por accion comun S/	9.43

Valor de la accion al 31.12.2017 (BVL)	8.14
---	-------------

CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1. Conclusiones

- La Compañía a través del método de flujos descontados al 31 de diciembre de 2017 tiene un valor patrimonial de las acciones comunes de S/4,230,956, dando un total de S/9.43 por acción común, un 15.81% por encima del valor de la acción común en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).
- Actualmente, la estructura de capital de Cementos Pacasmayo ha sido afectada por el deterioro de su subsidiaria Salmueras Sudamericanas y la escisión del proyecto Fosfatos (reducción del patrimonio neto), por lo que el ratio de endeudamiento ha aumentado considerablemente desde el año 2015 al 2017.
- Actualmente, la Compañía tiene suficiente expansión disponible de la capacidad de utilización de sus plantas de Piura y Pacasmayo para afrontar el crecimiento económico causado por los diversos proyectos en curso y por realizar en el norte del país (“Proyecto de Reconstrucción con cambios”), hasta aproximadamente el año 2023.

6.2. Recomendaciones

- De acuerdo al valor calculado mediante el flujo de caja descontado (FCD) , tomando en consideración las diversas variables y supuestos expuestos anteriormente, la acción común de Cementos Pacasmayo se encuentra valorizada en S/9.43, lo cual significa que se encuentra valuada por encima del valor de la acción en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) por 15.81% (S/8.14). Por esto, se recomienda comprar a los accionistas interesados en invertir en el sector de construcción e infraestructura del país.
- Se recomienda además que la Compañía emita capital propio en los próximos años, debido a que producto de la escisión de Fosfatos del Pacifico S.A. y el deterioro del proyecto Salmueras su estructura de capital ha sido afectada, aumentando el porcentaje de deuda sobre los activos totales.
- De acuerdo al crecimiento del sector de construcción del país se recomienda que Cementos Pacasmayo invierta en el año 2023 en una nueva planta similar a la de Piura para poder atender al proyecto “Reconstrucción con cambios”, entre otros y pueda incrementar sus ventas.

REFERENCIAS

- Damodaran A. (2017). *Cost of Capital by Industry Sector*. Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate
- Damodaran A. (2017b). *Annual Return on Stocks, T Bonds and T.Bills:1928-2017*. Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- Damodaran A (2017c). *Betas by sector (US)*. Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- ASOCEM. (2016). *Detalle de Produccion del Cemento*. Obtenido de <http://www.asocem.org.pe/productos-a/cual-es-el-proceso-de-fabricacion-del-cemento>
- Asociados, A. &. (2017). *Informe Anual Cementos Pacasmayo S.A.A. y Subsidiarias*.
- Barletta, F., Pereira, M., Robert, V., & Yoguel, G. (2013). Argentina: dinámica reciente del sector de software y servicios informáticos. *Revista de la CEPAL*(110), 137-155. Obtenido de <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/1/50511/RVE110Yoqueletal.pdf>
- BCRP. (Junio de 2018). *Banco Central de Reserva del Peru*. Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2018/junio/reporte-de-inflacion-junio-2018.pdf>
- BCRP. (2018). *Informe de Actualización de proyecciones Macroeconómicas 2018-2021*.

- BCRP. (Junio de 2018). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019*.
Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2018/junio/reporte-de-inflacion-junio-2018.pdf>
- Bu, R. C. (2005). *Analisis y evaluacion de proyectos de inversion*.
- Bunges, M. (2004). *La investigación científica*. Tercera Edición.
- BVL. (2018). *Bolsa de Valores de Lima*. Obtenido de <https://www.bvl.com.pe>
- Capital, L. (Setiembre de 2018). *Liquid Capital*. Obtenido de <https://liquidcapitalcorp.com/es/blog-es/utilice-esta-formula-para-determinar-el-ciclo-de-conversion-de-efectivo-de-su-compania/>
- Choy, M., & Chang, G. (2014). *Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú. Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2014/documento-de-trabajo-07-2014.pdf>
- EY. (2017). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015, junto con el dictamen de los auditores independientes”.
- EY. (2017). “Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016, junto con el dictamen de los auditores independientes”.
- Fernandez, P. (2001). *Valoracion de empresas*.
- Forsyth, J. A. (2004). *Finanzas Empresariales. rentabilidad y valor*.
- García Nieto, J. P. (2013). *Consturye tu Web comercial: de la idea al negocio*. Madrid: RA-MA.
- J.Gitman, L. (2003). *Administración Financiera*.

- LP., B. (2017). *CPACASCI PE - Datos Generales*. Obtenido de <http://www.bloomberg.com>
- Monteverde, E. C. (2012). *Finanzas Corporativas*.
- Oliete, B. (2012). *Análisis y gestión de las Necesidades Operativas de Fondos*. Obtenido de <https://www.empresaactual.com/las-necesidades-operativas-de-fondos/>
- Pacasmayo. (2016). Nota de Prensa Cementos Pacasmayo por los resultados al 31.12.16.
- Pacasmayo. (2018). *Cementos Pacasmayo - Nota de Prensa*. Obtenido de https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/Resultados_1T18.pdf
- Pacasmayo, C. (2017). *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016, junto con el dictamen de los auditores independientes*.
- Pacasmayo, C. (2017). *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015, junto con el dictamen de los auditores independientes*.
- Pacasmayo, C. (2018). *Cementos Pacasmayo - Inversionistas*. Obtenido de https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_page.xsp?page=inversionistas&tab=15
- Pacasmayo, C. (2018). *Nuestras canteras, Cementos Pacasmayo*. Obtenido de https://www.cementospacasmayo.com.pe/Aplicaciones/Web/webpacasmayo.nsf/xsp_pcantera.xsp?tab=74
- Salaverry, E. F. (2017). *Valorización de Cementos Pacasmayo S.A.A. 2017*.
- SBS. (2017). *Curva Cupon cero*. Obtenido de <http://www.sbs.com.pe>
- SMV. (2018). *Superintendencia del Mercado de Valores*. Obtenido de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CPSAA%20Individ.al%20311217%2016.pdf>

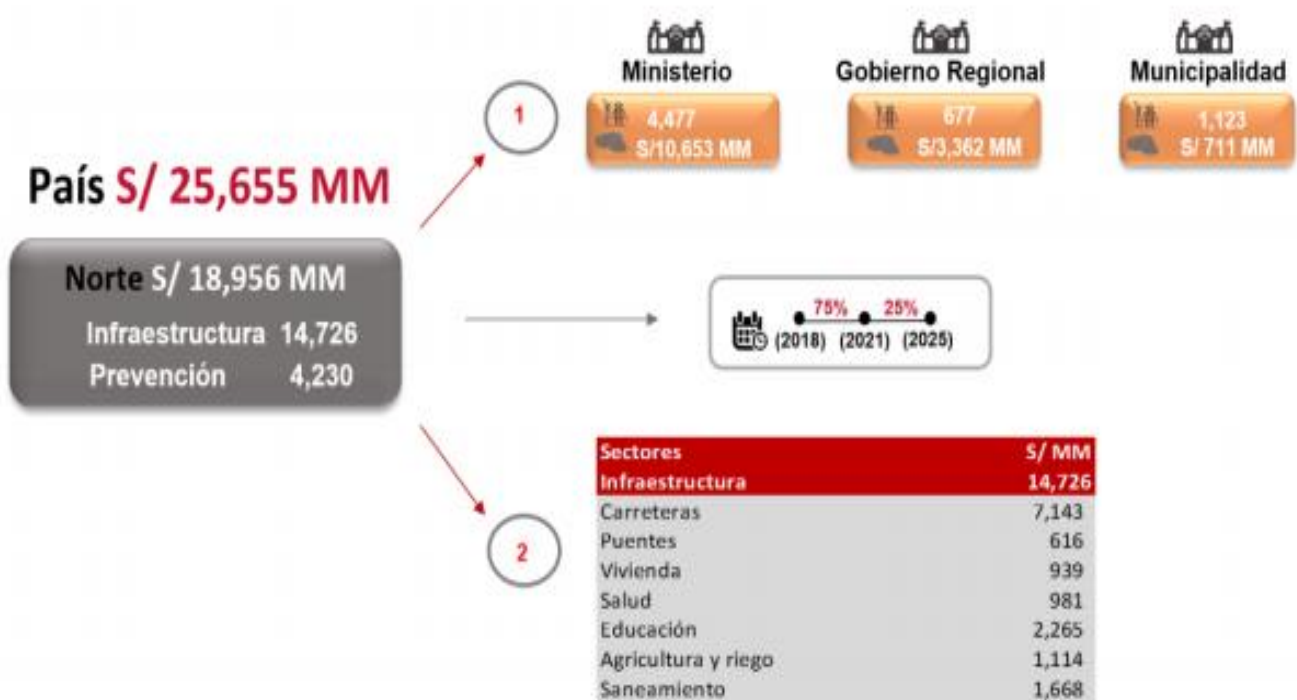
Wittmann, R. (2006). ¿Hubo una revolución en la lectura a finales del siglo XVIII? En G. Cavallo, & R. Chartier, *Historia de la lectura en el mundo occidental* (págs. 435-472). México D.F.: Santillana.





Anexo 1: Proyecto de Reconstrucción con cambios

En el norte del país se va a realizar una gran inversión en infraestructura de parte del estado (aproximadamente S/25 mil millones), por los trabajos de reconstrucción de los efectos causados por El Fenómeno del Niño, llamado “Plan de Reconstrucción con Cambios”, este monto se piensa invertir a partir del año 2018 hasta el 2015.



Fuente: Nota de prensa de Cementos Pacasmayo S.A.A al 31.12.17

Anexo 2: Proyección del Estado de Situación Financiera del 2018 al 2027

Para realizar la proyección del Estado de Situación Financiera desde el año 2018 al año 2027, se calculó al multiplicar el activo total del último año reportado por el porcentaje de aumento de las proyecciones de ventas realizadas en el Estado de Resultados (PBI del sector construcción) y luego se le asignó a cada concepto un porcentaje del mismo en base al promedio del análisis vertical de los conceptos de los años 2015 al 2017. Cabe resaltar que en el caso de inversiones disponibles para la venta se ha decidido mantener estable, debido a que el movimiento generado en el año 2017 que provocó un aumento a S/21,206,000 se debió a la escisión del bloque patrimonial.

En el caso de la proyección de los conceptos de instrumentos financieros y otros resultados integrales acumulados, se han decidido mantener estables, esto se debe a que ambos conceptos varían según el valor razonable de cada año, por lo que sería inexacto y podría afectar la razonabilidad de los estados financieros proyectados si se asume que variarían según el promedio de variaciones verticales de años pasados. Adicionalmente, para el caso de capital social, acciones de inversión, acciones en tesorería y capital adicional, se asume que no se van a realizar a realizar emisiones o compras de acciones en tesorería en años futuros, por lo que todas estas partidas se mantendrán constantes.

Asimismo para la proyección de los dividendos declarados y pagados se ha realizado el cálculo del ratio la utilidad neta / dividendos pagados y declarados de los años 2015 al 2017 dando un promedio de S/1.228 por cada sol de utilidad, este promedio será multiplicado por la utilidad de los años posteriores para calcular el pago de dividendos correspondientes.

Finalmente, en el caso de propiedad, planta y equipo, se ha decidido proyectar en base al promedio del análisis horizontal de los años 2015-2016 y 2017 -2016, debido a que se estima que el CAPEX y depreciación asociados serán similares en años posteriores, sin embargo también se ha considerado que estos aumentarían por el importe de S/300,000,000 y S/200,000,000, en los años 2023 y 2024, debido a que en el año 2024 se llegara aproximadamente a la misma capacidad de utilización que se mantenía en el año 2014, por lo que la compañía tendría que invertir en una planta similar a la de Piura en los años mencionados, para mayor información ver el siguiente análisis de capacidades:



	Real							Proyectado						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Crecimiento de demanda (%)					9,00%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%
Produccion Cemento	2350,20	2333,10	2276,00	2285,90	2491,63	2685,98	2895,48	3121,33	3364,80	3627,25	3910,18	4215,17	4543,95	4898,38
Produccion Clinker	1241,50	1201,90	1730,6	1641,3	1789,02	1928,56	2078,99	2241,15	2415,96	2604,40	2807,55	3026,54	3262,61	3517,09
Cemento	70,80%	65,00%	40,60%	39,40%	42,95%	46,30%	49,91%	53,80%	58,00%	62,52%	67,40%	43,40%	46,78%	50,43%
Clinker	67,60%	64,50%	59,10%	45,80%	49,92%	53,82%	58,01%	62,54%	67,42%	72,68%	78,34%	48,34%	52,11%	56,18%



Anexo 3: Proyección del Estado de Resultados del 2018 al 2027

Para realizar la proyección del Estado de Resultados del 2018 al 2027 se ha realizado la proyección de ventas en base al PBI del sector construcción (debido al proyecto “Reconstrucción con cambios” explicado en el anexo 1 y los demás proyectos explicados en el capítulo 1), luego se ha calculado el porcentaje de cada concepto en base a el promedio del análisis vertical de los años 2016 y 2017 (no se ha utilizado 2015 debido a que no se considera significativo, debido a que aún no se encontraba en funcionamiento la planta de Piura), en el caso de los gastos financieros se ha decidido mantenerlos como estables, debido a que se proyecta que la Compañía siga manejando bonos corporativos por la misma tasa cupón.

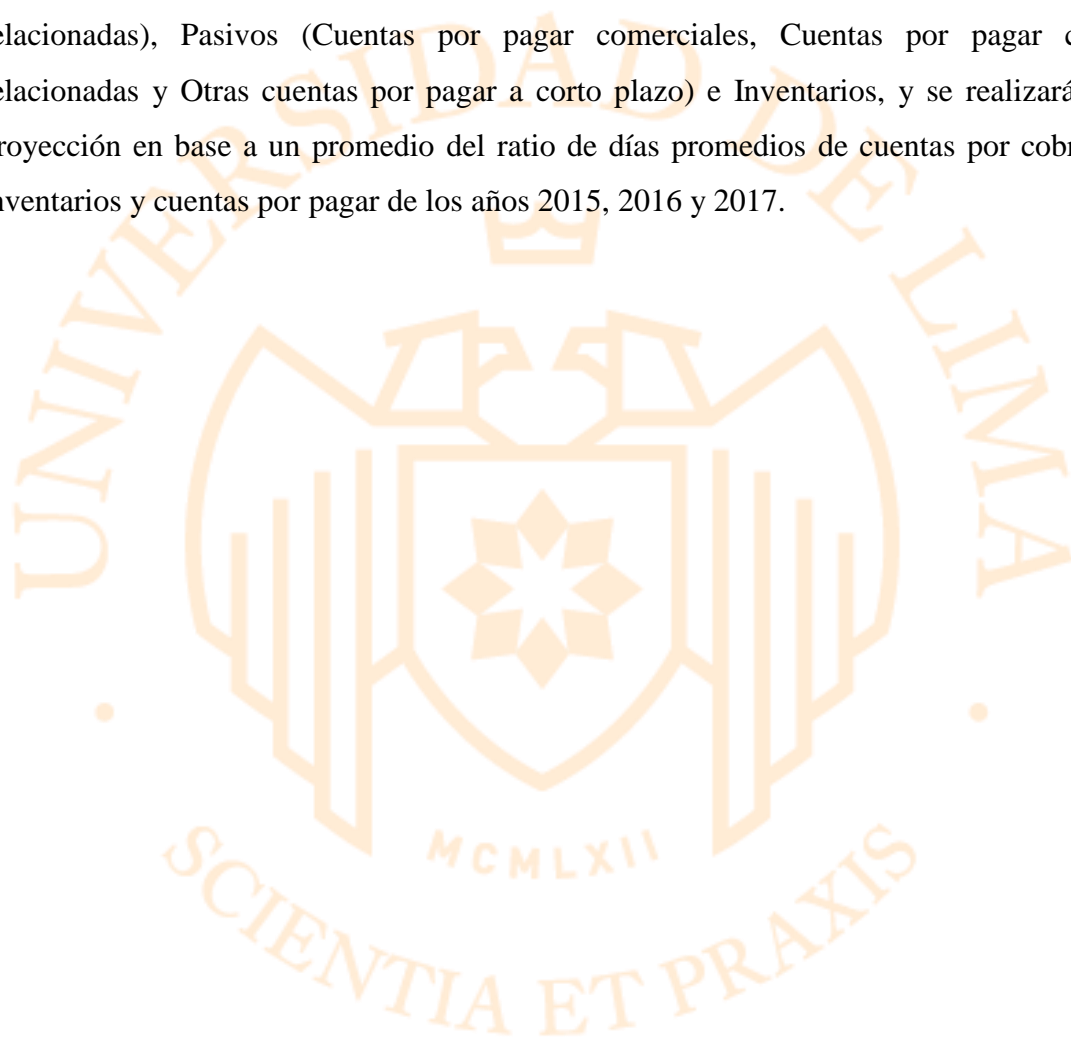


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)	S/(000)
Ventas	1,335,947	1,440,150	1,552,482	1,673,576	1,804,115	1,944,836	2,096,533	2,260,062	2,436,347	2,626,382
Costo de ventas	-796,167	-858,268	-925,213	-997,379	-1,075,175	-1,159,039	-1,249,444	-1,346,900	-1,451,959	-1,565,211
Utilidad bruta	539,780	581,882	627,269	676,196	728,940	785,797	847,089	913,162	984,389	1,061,171
Ingresos (gastos) operativos										
Gastos administrativos	-210,766	-227,206	-244,928	-264,033	-284,627	-306,828	-330,761	-356,560	-384,372	-414,353
Gastos de comercialización y distribución	-46,869	-50,525	-54,466	-58,714	-63,294	-68,231	-73,553	-79,290	-85,475	-92,142
Deterioro de inversion en subsidiarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros gastos operativos, neto	-1,058	-1,141	-1,230	-1,326	-1,429	-1,540	-1,661	-1,790	-1,930	-2,080
Total de ingresos (gastos), neto	-258,694	-278,872	-300,624	-324,073	-349,350	-376,600	-405,974	-437,640	-471,776	-508,575
Utilidad operativa	281,086	303,010	326,645	352,124	379,589	409,197	441,115	475,522	512,612	552,596
Otros ingresos (gastos)										
Ingresos financieros	4,929	5,313	5,728	6,175	6,656	7,176	7,735	8,339	8,989	9,690
Gastos financieros	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759	-73,759
(Ganancia)Pérdida neta por diferencia en cambio	-2,582	-2,783	-3,000	-3,234	-3,487	-3,759	-4,052	-4,368	-4,708	-5,076
Total de otros gastos, neto	-71,412	-71,229	-71,031	-70,819	-70,589	-70,342	-70,075	-69,788	-69,478	-69,145
Utilidad antes de impuesto a la renta	209,674	231,782	255,614	281,305	309,000	338,855	371,039	405,733	443,134	483,451
Impuesto a la renta	-67,982	-73,285	-79,001	-85,163	-91,806	-98,967	-106,686	-115,007	-123,978	-133,648
Utilidad neta de operaciones continuas	141,692	158,497	176,613	196,142	217,194	239,889	264,353	290,726	319,156	349,803
Perdida neta de operaciones discontinuas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad neta	141,692	158,497	176,613	196,142	217,194	239,889	264,353	290,726	319,156	349,803

Fuente: Elaboración Propia

Anexo 4: Proyección de Necesidades Operativas de Fondos (NOF) desde el año 2018 al 2027

Según Olieta (2012), para realizar la proyección de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) desde el año 2018 al 2027 se tomará en cuenta los siguientes conceptos: Existencias, Deudores (Cuentas por cobrar comerciales, Cuentas por cobrar con relacionadas), Pasivos (Cuentas por pagar comerciales, Cuentas por pagar con relacionadas y Otras cuentas por pagar a corto plazo) e Inventarios, y se realizará la proyección en base a un promedio del ratio de días promedios de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar de los años 2015, 2016 y 2017.



					Proyectado									
	2015	2016	2017	Pesos finales	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CxC Comerciales	72,487	67,748	79,614	97.00%	79,512	85,714	92,399	99,606	107,376	115,751	124,780	134,512	145,004	156,315
CxC Relacionadas	1,771	2,676	2,463	3.00%	2,460	2,652	2,859	3,081	3,322	3,581	3,860	4,161	4,486	4,836
Inventarios	307,478	346,535	373,020	100.00%	377,212	406,635	438,352	472,544	509,402	549,135	591,968	638,141	687,916	741,574
CxP Comerciales	86,067	64,098	76,478	69.50%	84,553	91,149	98,258	105,922	114,184	123,091	132,692	143,042	154,199	166,226
CxP Relacionadas	6,329	5,406	5,773	5.25%	6,383	6,880	7,417	7,996	8,619	9,292	10,016	10,798	11,640	12,548
Otras cxp corto plazo	29,071	28,965	27,785	25.25%	30,719	33,115	35,698	38,482	41,484	44,720	48,208	51,968	56,022	60,391
NOF	260,269	318,490	345,061		337,529	363,856	392,237	422,831	455,812	491,365	529,692	571,008	615,546	663,559
Variacion NOF		-58,221	-26,571		7,532	-26,327	-28,381	-30,594	-32,981	-35,553	-38,326	-41,316	-44,539	-48,013
Rotacion de CxC	22	21	24	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Rotacion de inventarios	161	172	186	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173
Rotacion de cuentas por pagar	64	49	55	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56
Ciclo de efectivo	120	144	155	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140

Fuente: Elaboración propia

Anexo 5: Ratios Financieros Analizad

	2015	2016	Variacion (Dic 16 -Dic 2015)	%	2017	Variacion (Dic 17 -Dic 16)	%	Formula
<u>Ratios de Liquidez</u>								
Capital de Trabajo	390,710	337,368	-53,342	-13.65%	333,651	-3,717	-1.10%	AC - PC
Ratio de liquidez	3.72	3.46	-0.26	-6.99%	3.14	-0.32	-9.29%	AC / PC
Ratio de Prueba acida	1.96	1.28	-0.68	-34.90%	1.06	-0.22	-16.96%	(AC - Inv) / PC
Ratio de Prueba defensiva	70.42%	31.38%	-39.04%	-55.44%	18.49%	-12.89%	-41.08%	Efectivo / PC
<u>Ratios de Solvencia</u>								
Ratio de deuda	39.95%	40.69%	0.73%	1.83%	45.24%	4.55%	11.19%	AT / PT
Ratio de endeudamiento total	66.54%	68.59%	2.06%	3.09%	82.61%	14.01%	20.43%	PT / PAT
Ratio de endeudamiento CP	7.39%	7.34%	-0.05%	-0.66%	10.35%	3.01%	41.01%	PC / PAT
Ratio de endeudamiento LP	59.15%	61.26%	2.11%	3.56%	72.26%	11.00%	17.96%	PL / PAT
Ratio de cobertura de Gastos Financieros	9.10	3.34	-5.76	-63.24%	2.59	-0.75	-22.49%	UAI / GF
<u>Ratios de rentabilidad</u>								
Margen Bruto	49.61%	43.74%	-5.87%	-11.83%	43.97%	0.23%	0.53%	
EBITDA	315,370	284,076	-31,294	-9.92%	292,515	8,439	2.97%	
EBITDA / Ventas	38.51%	34.58%	-3.93%	-10.20%	35.85%	1.26%	3.65%	
<u>Analisis DUPONT</u>								
Ratio de rotacion de Activos	25.31%	26.09%	0.78%	3.10%	30%	3.57%	13.69%	Ventas / Act Tot
Margen Neto	26.32%	14.14%	-12.18%	-46.27%	12%	-2.55%	-18.00%	Unet / Vtas
Rentabilidad sobre Activos (ROA)	6.66%	3.69%	-2.97%	-44.60%	3%	-0.25%	-6.78%	Unet / AT
Multiplicador de apalancamiento financiero	1.67	1.69	2.06%	1.24%	1.83	14.01%	8.31%	Act Tot / PAT
Rentabilidad de Capital Propio (ROE)	11.09%	6.22%	-4.87%	-43.92%	6%	0.06%	0.97%	Unet / PAT
<u>Ratios de conversion de efectivo</u>								
Ratio de rotacion de Ctas x Cobrar	52	36	-16	-43.98%	47	11	31.06%	(CXC C * 365) / VTAS
Ratio de rotacion de existencias	223	236	13	5.49%	259	22	9.46%	(Inv * 365) / CVTAS
Ratio de rotacion de Ctas x Pagar	108	91	-17	-18.92%	111	20	22.34%	(CxP * 365) / CVTAS
Ratio del ciclo del negocio	167	182	14	7.90%	195	13	7.30%	(1) + (2) - (3)

