

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Análisis Financiero con Valorización de las Empresas Cementos

Pacasmayo SAA Y Cementos México SA

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS
CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Julio César Junior Morales Zambrano, DNI: 47021301

Luis Omar Pérez Chuquimez, DNI: 45049329

Manuel Alejandro Pacheco Arcas, DNI: 71396732

Janet Rosario Rojas Bautista, DNI: 45078286

ASESOR

Asesor: Juan O'Brien Cáceres, DNI: 07873020

ORCID 0000-0002-1019-2224

JURADO

Presidente: Carlos Eduardo, Agüero Olivos

Jurado: Pablo José, Arana Barbier

Asesor: Juan O'Brien Cáceres

Surco, Octubre 2022

Agradecimientos

A Dios por la salud, ya que en estos tiempos de pandemia COVID-19 muchos de nuestros familiares y amigos han perdido a un ser querido.

A nuestros padres y familiares, por el apoyo incondicional que nos brindan, demostrando ser invaluable e irremplazable.

A nuestras profesoras del curso de Metodología de la Investigación y Seminario de Tesis I, que nos ayudaron a refrescar nuestros conocimientos en metodología e investigación, lo cual hace posible desarrollar la presente tesis.

A nuestros compañeros de clases, que a pesar de pandemia y la digitalización hemos logrado ser un grupo muy unido, apoyándonos mutuamente, con *feedback* y organización a pesar de las circunstancias.

Dedicatorias

A mi familia, que es pieza fundamental para poder seguir esforzándome, superando cualquier obstáculo.

Omar Pérez

A mis padres, Rosa María y Julio César; y a mis hermanos, por su apoyo incondicional, sus enseñanzas de vida y por motivarme a seguir creciendo personal y profesionalmente.

Manuel Pacheco Arcas

A Franco, mi hijo, por quien hago todo lo que hago. A mis padres y hermana por su apoyo incondicional, entrega y amor.

Julio Morales

A Dios y a mi querida familia, en especial a mi madre que me ha brindado apoyo durante toda mi carrera profesional.

Janet Rojas

Resumen Ejecutivo

La industria cementera es un sector de vital importancia por el aporte que tiene en la labor de cerrar brechas de infraestructura, brechas no solo relacionadas a infraestructura privada (como la construcción de viviendas o ejecución de proyectos de inversión), si no también pública vía ejecución de obras.

En países en vías de desarrollo, termina teniendo un rol más relevante, pues deben existir compañías que ofrezcan soluciones constructivas de calidad y con un precio accesible que contribuyan a potenciar la competitividad de un país.

Al ser un sector con potencial de crecimiento, es importante tener herramientas que permitan una mejor gestión del negocio, con foco en una mayor generación de valor para todos los *Stakeholders*.

El presente trabajo tiene como objetivo principal estimar el valor fundamental de la empresa y también de las acciones de una de las compañías líderes del mercado cementero peruano, como lo es Cementos Pacasmayo S.A.A; así como también de una compañía de clase mundial y presencia internacional como Cemex S.A.B de C.V.

Para poder cumplir con el objetivo principal, se evaluó no solamente aspectos cuantitativos referidos al análisis de los estados financieros consolidados de cada compañía al 2021, de los cuales se ha obtenido información histórica importante para el modelamiento de las proyecciones de flujo de caja y estados financieros; sino también información cualitativa, teniendo en cuenta la historia, el análisis sectorial y macroeconómico de los lugares de influencia donde opera cada compañía, las tendencias del sector, los impulsores de valor que las posicionan como líderes en sus mercados y el *benchmarking* frente a la competencia.

El presente trabajo plantea ocho capítulos. En el Capítulo I se desarrolla todo el análisis sectorial y macroeconómico de cada compañía. En el Capítulo II se evalúa la

información financiera consolidada, teniendo en cuenta el análisis de ratios y de las políticas financieras existentes para luego, en el Capítulo III, identificar los impulsores de valor de cada compañía.

Del Capítulo IV al capítulo VIII se enfoca en la modelación financiera y la sustentación de los inputs considerados; teniendo en cuenta la proyección de Estados Financieros y valorización (Capítulo IV), los comparables con indicadores de mercado (Capítulo V), el análisis de la estructura de capital (Capítulo VI) y las propuestas de reestructuración planteadas para mejorar el valor de cada compañía (Capítulo VII).

Por último, el Capítulo VIII cierra la presente investigación con las conclusiones y recomendaciones derivadas del análisis y discusión de los hallazgos de los capítulos precedentes.

Abstract

Cement Industry is an important sector due to the contribution that it has to close infrastructure gaps related not only to private infrastructure (such as housing construction and execution of investment projects), but also public infrastructure via public expenditure.

In developing countries, this role is more relevant, because each country needs companies that offer quality construction solutions at an affordable price. The major goal for these companies should be enhancing and boosting the competitiveness of the country where it operates.

Due to the growth potential that this sector has, it is important to have tools that allow better business management, focusing on greater value creation for all stakeholders.

The main purpose of this work is estimating the fundamental enterprise and share value of one of the main companies in Peruvian cement industry, such as Cementos Pacasmayo S.A.A; as well as an international company such as Cemex S.A.B of C.V.

To fulfill the main purpose, it was necessary to investigate quantitative and qualitative aspects. Quantitative aspects are related to the historical financial information analysis. This phase provides an important historical data that must be included in the cash flows forecasting and modelling. On the other hand, qualitative analysis was focused on the company history, sectorial and macroeconomic analysis, sectorial trends, value boosters and benchmark against other companies.

This research is divided into eight chapters. Chapter I includes the sectorial and macroeconomic analysis for each company. Chapter II contains the analysis of consolidated financial information, including ratios analysis and financial policies. In Chapter III, value boosters were identified.

From Chapter IV to Chapter VII, the focus was on financial modelling and inputs that support the assumptions used to forecasting the Financial Statements and estimated the Enterprise Valuation (Chapter IV), market benchmarks (Chapter V), Capital Structure analysis (Chapter VI) and the restructuring proposals to improve the Enterprise Value was treated in Chapter VII.

Finally, Chapter VIII shows the conclusions and recommendations of this research work.



Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Análisis Sectorial y Macroeconómico.....	1
1.1 Cementos Pacasmayo S.A.A	1
1.1.1 Descripción y Principales Características de la Empresa.....	1
1.1.2 Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas	3
1.1.3 Tamaño y composición de mercado.....	6
1.2 CEMEX	11
1.2.1 Descripción y Principales Características de la Empresa.....	11
1.2.2 Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas	15
1.2.3 Tamaño y composición de mercado.....	17
1.3 Principales Innovaciones y Cambios en el Mercado.....	19
Capítulo II: Análisis de EEFF	21
2.1. Cementos Pacasmayo S.A.A.....	21
2.1.1 Ratios.....	21
2.1.2 Políticas Financieras.....	23
2.2 CEMEX.....	24
2.2.1 Ratios.....	24
2.2.2 Políticas Financieras.....	27
Capítulo III: Identificación de Impulsadores de Valor Adicionales	29
3.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	30
3.1.1 Reportes de Mercado.....	30
3.1.2 Reportes de la Empresa	31
3.1.3 Reportes de Clasificación de Riesgo	33

3.1.4 Conclusiones	35
3.2 CEMEX.....	35
3.2.1 Reportes de Mercado.....	35
3.2.2 Reportes de empresa.....	37
3.2.3 Reportes de Clasificación de Riesgo	38
3.2.4 Conclusiones	40
Capítulo IV: Modelamiento Financiero por cada Empresa	41
4.1. Cementos Pacasmayo S.A.A.....	41
4.1.1 Proyección de EEFF	41
4.1.2 Valorización de la empresa	42
4.1.3 Análisis de Riesgo	47
4.2 CEMEX.....	50
4.2.1 Proyección de EEFF	50
4.2.2 Valorización de la empresa	51
4.3 Conclusiones	53
Capítulo V: Comparables con Indicadores de Mercado	55
5.1 Indicadores de mercado.....	55
5.2 Indicadores de crecimiento y rentabilidad	56
5.3 Conclusiones	59
Capítulo VI: Análisis de la Estructura de Capital.....	60
6.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	61
6.1.1 Rangos de Estructura.....	61
6.1.2 Análisis de Riesgo.....	66
6.1.3 Conclusiones	69
6.2 CEMEX.....	70

6.2.1 Rangos de Estructura.....	70
6.2.2 Análisis de Riesgo.....	78
6.2.3 Conclusiones	80
Capítulo VII: Propuestas de Reestructuración.....	81
7.1 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	81
7.1.1 Valorización Base.....	81
7.1.2 Valorización con Mejoras Internas.....	83
7.2 Cementos CEMEX.....	86
7.2.1 Valorización Base.....	86
7.2.2 Valorización con mejoras internas	88
Capítulo VIII: Conclusiones y Recomendaciones.....	90
8.1 Conclusiones	90
8.2 Recomendaciones	91
Referencias.....	92
Apéndice A: Matrices AMOFHIT.....	98
Apéndice B: Matrices MEFI.....	100
Apéndice C: Análisis Financiero	102
Apéndice D: Gráficos de tendencia sectorial CPSAA.	113
Apéndice E: Gráficos de tendencia sectorial CEMEX.	117

Lista de Tablas

Tabla 1 Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas	4
Tabla 2 Proyección de Crecimiento América Latina y el Caribe	5
Tabla 3 Resultados Valorización CPSAA	46
Tabla 4 Resultados Simulación Montercarlo	49
Tabla 5 Indicadores de mercado	55
Tabla 6 Indicadores de Crecimiento	57
Tabla 7 Indicadores de Rentabilidad.....	57
Tabla 8 Ratios empresas peruanas comparables.....	58
Tabla 9 Participación de Empresas Cementeras en el Mercado Mexicano	59
Tabla 10 Evolución del WACC CPSAA	66
Tabla 11 Acciones Cemex 2021	72
Tabla 12 Composición Accionaria CEMEX 2021.....	73
Tabla 13 Evolución del WACC - Cemex	77
Tabla 14 Ratios Financieros Consolidados.....	80
Tabla 15 Ratios históricos CPSAA.....	83
Tabla 16 Estado de Situación Financiera (ESF) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	102
Tabla 17 Estado de Resultados (ER) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	103
Tabla 18 Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ESF Cementos Pacasmayo S.A.A.....	104
Tabla 19 Análisis Horizontal 2016-2021 y Proyección al 2031 del ESF Cementos Pacasmayo S.A.A.....	105

Tabla 20 Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER Cementos Pacasmayo S.A.A.....	106
Tabla 21 Análisis Horizontal 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER Cementos Pacasmayo S.A.A.....	106
Tabla 22 Cálculo del FCFF periodo 2016-2021 y proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.....	107
Tabla 23 Estado de Situación Financiera (ESF) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 – CEMEX.....	108
Tabla 24 Estado de Resultados (ER) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 – CEMEX.....	109
Tabla 25 Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ESF – CEMEX. ...	110
Tabla 26 Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER – CEMEX.	111
Tabla 27 Análisis Horizontal 2017-2021 y Proyección al 2031 del ER – CEMEX..	111
Tabla 28 Cálculo del FCFF periodo 2017-2021 y proyección al 2031 – CEMEX....	112

Lista de Figuras

Figura 1 PBI y VAR anual.....	7
Figura 2. Población Perú y VAR anual.....	8
Figura 3. PBI Construcción con PBI sector eléctrico y agua.....	9
Figura 4. Perú Pirámide Poblacional (año 2019).....	10
Figura 5. Perú Proyección de la masa Poblacional (años 1950-2100).....	11
Figura 6. Estimación del PIB de México.....	16
Figura 7. México Pirámide Poblacional (año 2019).....	17
Figura 8. México Proyección de la masa Poblacional (años 1950-2100).....	18
Figura 9. Distribución de la capacidad instalada en Perú. Review CPSAA.....	31
Figura 10. Pago de dividendos históricos.....	32
Figura 11. Distribución de la capacidad instalada en México.....	36
Figura 12. Incremento de precios del cemento.....	36
Figura 13. Pago de dividendos históricos.....	38
Figura 14. Variación corriente PBI región norte vs ventas CPSAA.....	43
Figura 15. Ratios de utilización de plantas CPSAA.....	44
Figura 16. Sensibilidad WACC - perpetuidad en el Valor de la Empresa.....	47
Figura 17. Sensibilidad WACC - perpetuidad en el valor de la acción.....	48
Figura 18. Regresión Lineal.....	52
Figura 19: Resultado Valorización Cemex.....	53
Figura 20. Estructura Capital – CPSAA.....	61
Figura 21. Acciones Comunes CPSAA (Periodo 2016-2021).....	63
Figura 22. Patrimonio CPSAA 2021.....	64
Figura 23. Estructura Patrimonio - CPSAA.....	65
Figura 24. Estructura Capital - CEMEX.....	71

Figura 25: Deuda Cemex al 2021	74
Figura 26. Patrimonio CEMEX - 2021.....	75
Figura 27. Estructura de Patrimonio - CEMEX.....	76
Figura 28. Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2021.....	82
Figura 29. Flujo de caja de la firma proyectado 2022 - 2031 (escenario base).	82
Figura 30. Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2021.....	85
Figura 31. Flujo de caja de la firma proyectado 2022 – 2031 (con mejoras internas).85	
Figura 32. Flujo de caja de la firma histórico 2017 - 2021.....	87
Figura 33. Flujo de caja de la firma proyectado 2022F – 2031F (escenario base).....	87
Figura 34: Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2022.....	89
Figura 35: Flujo de caja de la firma proyectado 2022F – 2031F (con mejoras internas).....	89

Capítulo I: Análisis Sectorial y Macroeconómico

El presente capítulo se centra en un análisis interno y externo de cada compañía, describiendo su historia, misión, visión, valores y aspectos importantes en el desarrollo de negocio de cada una.

1.1 Cementos Pacasmayo S.A.A (CPSAA).

1.1.1 Descripción y Principales Características de la Empresa

Es una de las tres principales cementeras privadas del Norte Peruano.

1.1.1.1 Historia

En 1949 un grupo de empresarios convencidos del potencial de crecimiento del país decide aprovechar para constituir la Compañía Nacional de Cemento Portland del Norte S.A. e instalar una planta de cemento en Pacasmayo (La Libertad).

En 1955 ingreso del Grupo Hochschild –a través de su brazo industrial Corporación Comercial Sud Americana (Cosmana), continuando con la historia en 1957 la Compañía Nacional de Cemento Portland del Norte S.A. cambia su razón social a Compañía Cementos Pacasmayo S.A.

Luego de casi 40 años de historia en el mercado y sorteando problemas de estatizaciones, recesión económica, terrorismo y crisis política, la compañía logró listarse en la Bolsa de Valores de Lim (BVL) en 1995 bajo el ticker CPACASC1, momento en el cual empezó una expansión vertiginosa. En el 98 adquiere una planta de cemento en Rioja (San Martín), en el 2006 obtienen su certificación internacional ISO 9001 y en el 2007 potencian su área de I+D; siendo la primera cementera peruana en contar con una gerencia de I+D.

Un hito histórico de compañía se da en el 2012, el emitir más de 22MM de certificados ADR en New York, convirtiéndose en la primera cementera peruana en cotizar en NYSE bajo el ticker de CPAC, logrando un financiamiento de USD 246MM.

Actualmente, la compañía ha buscado generar eficiencia en sus procesos, con la construcción de su nueva planta en Piura y apostar por productos con valor agregado.

La alta dirección y gerencia tienen un norte claro, con la misión ser una empresa líder en la provisión de soluciones constructivas que se anticipe a las necesidades de sus clientes y que contribuya con el progreso del país y la misión de crear valor a sus inversionistas, a través de un crecimiento sostenible, para beneficio de sus clientes, colaboradores, comunidades y el país. (Cementos Pacasmayo, 2020)

Sin duda la compañía no habría cosechado éxitos sin valores que rijan su actuar y que son la esencia de esta, entre los más importantes se tienen la integridad, seguridad, innovación, trabajo en equipo, excelencia y eficacia, responsabilidad social, alegría, entusiasmo y orientación al cliente.

1.1.1.2 Código de Conducta.

CPSAA es una empresa con una excelente reputación y una extensa cultura de integridad y conducta ética; el respeto y la confianza ganada a lo largo de los años han permitido que los accionistas la perciban como una buena opción de inversión.

La misma compañía define la importancia de su imagen y reputación:

La imagen y reputación de la Compañía es vital para ellos.

Son conscientes de la importancia de sus actividades y de las consecuencias de sus actos dentro y fuera de la organización. El éxito de Pacasmayo está directamente relacionado al esfuerzo y dedicación de sus colaboradores, por lo que siempre tratan de actuar con rectitud, transparencia e integridad (Cementos Pacasmayo, 2020, 1).

1.1.1.3 Presencia Global

La compañía desarrolla principalmente sus actividades dentro del territorio peruano y para ello cuenta con tres plantas de producción (Pacasmayo, Piura y Rioja). No tiene

presencia internacional, pero si ha presentado exportaciones mínimas; declarando USD 23,000 en el 2020 (Veritrade, 2020), lo cual significa alrededor de 0.04% de sus ventas totales.

1.1.2 Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas

El año 2020 fue un año duro para todas las economías del mundo, este año estuvo marcado por el efecto Covid-19, esta pandemia ocasiono que todas las economías del mundo presenten un decrecimiento cercano al -4.2%, salvo China que creció +1.80%, esta economía a excepción de todas presento un crecimiento bajo pero positivo, esto principalmente por las rápidas medidas implementadas para frenar la propagación del virus y también porque es uno de los principales proveedores del mundo en productos relativos a la pandemia. (France 24, 2021).

Sin embargo, en el periodo 2021 la economía mundial presento una notable recuperación impulsada principalmente por el efecto rebote, este rebote represento un crecimiento de +5.50%, este crecimiento se logró porque las economías comenzaron a abrir sus fronteras comerciales, las fábricas retomaron operaciones, los puertos comerciales del mismo modo, es así que, el año termino con buenas perspectivas para el periodo 2022 a pesar de algunos rebotes del virus.

Inicio el año 2022 y las perspectivas e informes del Banco Mundial proyectaban un crecimiento de la economía mundial de +4.1%, un poco menos que el periodo previo pero positivo, sin embargo, nadie contaba con el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania, este conflicto geopolítico sumado a los rebotes de las nuevas cepas del virus ha hecho que el crecimiento proyectado se contraiga, es decir de lo que se proyectaba +4.1% a mediados del año 2022 se corrigió a 2.9%, esta corrección es explicado en un 70% por la guerra de Rusia con Ucrania, ya que hay escases mundial de alimentos de primera necesidad, a ello sumado la

inflación mundial y las políticas monetarias contractivas que se vienen llevando a cabo por los bancos centrales de cada país. (Banco Mundial, 2022).

Tabla 1

Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas

	2019	2020	2021e	2022f	2023f	2024f	Diferencias de puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de enero 2022	
							2022f	2023f
Mundo	2.6	-3.3	5.7	2.9	3.0	3.0	-1.2	-0.2
Economías avanzadas	1.7	-4.6	5.1	2.6	2.2	1.9	-1.2	-0.1
Estados Unidos	2.3	-3.4	5.7	2.5	2.4	2.0	-1.2	-0.2
Zona Euro	1.6	-6.4	5.4	2.5	1.9	1.9	-1.7	-0.2
Japón	-0.2	-4.6	1.7	1.7	1.3	0.6	-1.2	0.1
Economías emergentes y en desarrollo (EMDEs)	3.8	-1.6	6.6	3.4	4.2	4.4	-1.2	-0.2
Asia oriental y el Pacífico	5.8	1.2	7.2	4.4	5.2	5.1	-0.7	0.0
China	6.0	2.2	8.1	4.3	5.2	5.1	-0.8	-0.1
Indonesia	5.0	-2.1	3.7	5.1	5.3	5.3	-0.1	0.2
Tailandia	2.2	-6.2	1.6	2.9	4.3	3.9	-1.0	0.0
Europa y Asia central	2.7	-1.9	6.5	-2.9	1.5	3.3	-5.9	-1.4
Rusia, Federación de	2.2	-2.7	4.7	-8.9	-2.0	2.2	-11.3	-3.8
Turquía	0.9	1.8	11.0	2.3	3.2	4.0	0.3	0.2
Polonia	4.7	-2.2	5.9	3.9	3.6	3.7	-0.8	0.2
América Latina y el Caribe	0.8	-6.4	6.7	2.5	1.9	2.4	-0.1	-0.8
Brasil	1.2	-3.9	4.6	1.5	0.8	2.0	0.1	-1.9
México	-0.2	-8.2	4.8	1.7	1.9	2.0	-1.3	-0.3
Argentina	-2.0	-9.9	10.3	4.5	2.5	2.5	1.9	0.4
Oriente Medio y Norte de África	0.9	-3.7	3.4	5.3	3.6	3.2	0.9	0.2
Arabia Saudita	0.3	-4.1	3.2	7.0	3.8	3.0	2.1	1.5
Irán	-6.8	3.4	4.1	3.7	2.7	2.3	1.3	0.5
Egipto	5.6	3.6	3.3	6.1	4.8	5.0	0.6	-0.7
Asia meridional	4.1	-4.5	7.6	6.8	5.8	6.5	-0.8	-0.2
India	3.7	-6.6	8.7	7.5	7.1	6.5	-1.2	0.3
Pakistán	3.1	-0.9	5.7	4.3	4.0	4.2	0.9	0.0
Bangladesh	7.9	3.4	6.9	6.4	6.7	6.9	0.0	-0.2
África al sur del Sahara	2.6	-2.0	4.2	3.7	3.8	4.0	0.1	0.0
Nigeria	2.2	-1.8	3.6	3.4	3.2	3.2	0.9	0.4
Sudáfrica	0.1	-6.4	4.9	2.1	1.5	1.8	0.0	0.0
Angola	-0.7	-5.2	0.7	3.1	3.3	3.2	0.0	0.5

Tomado del Banco Mundial 2022

La guerra de Rusia con Ucrania tiene diversas consecuencias en el mundo, como se ve en la Tabla 1 Europa es el continente con mayor impacto económico, esto principalmente por la alta dependencia del suministro de energía de Rusia, la dependencia de alimentos como son los granos que son importados desde Ucrania, en cambio Asia proyecta un crecimiento de +4.4% para el año 2022, América Latina y el Caribe proyecta +2.5%, como se muestra en la Tabla 1. (Banco Mundial, 2022).

Según información publicada por el Banco Mundial, América Latina y el Caribe proyecta un crecimiento de 2.50% para el periodo 2022 y 1.9% para el periodo 2023, sin embargo, Perú proyecta un crecimiento de 3.10% en el periodo 2022 y 2.90% en el periodo 2023 como se muestra en la Tabla 2 a continuación. (El País, 2022).

Tabla 2

Proyección de Crecimiento América Latina y el Caribe

	2022	2023
Latinoamérica y el Caribe	2.50%	1.90%
Panamá	6.30%	5.00%
Colombia	5.40%	3.20%
Argentina	4.50%	2.50%
Bolivia	3.90%	2.80%
Ecuador	3.70%	3.10%
Uruguay	3.30%	2.60%
Perú	3.10%	2.90%
Chile	1.70%	0.80%
México	1.70%	1.90%
Brasil	1.50%	0.80%

Tomado del Banco Mundial 2022

Según el informe perspectiva económica global del Banco Mundial señalo que este crecimiento se logrará por el impulso en la producción minera, la normalización del mercado laboral, que servirá de palanca en el consumo interno; sin embargo, también menciona que la

incertidumbre política podría impactar significativamente sobre esta proyección de crecimiento. Del mismo modo el Fondo Monetario Internacional estimo un crecimiento de 3% para el año 2022, también, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) estimo un crecimiento de 3.4% y el Ministerio de Economía de Perú (MEF) fue un poco más optimista con su proyección dado que estima que su economía crecerá 3.6% en el año 2022. (Infobae, 2022).

1.1.3 Tamaño y composición de mercado.

La PBI de la economía peruana en los últimos 10 años ha crecido de manera constante a excepción del año 2020 que fue un año atípico para todas las economías del mundo, el PBI de Perú creció desde los 47 mil millones de dólares en el 2012 hasta los 62 mil millones de dólares en el segundo trimestre del año 2022, este crecimiento fue logrado principalmente por la fuera inversión en el sector minero, a pesar de la inestabilidad política y la presencia de corrupción, Perú ha sido capaz de tener tasas de crecimiento en su PBI por encima de los países de la región, tal es así que en el año 2012 su tasa de crecimiento fue de +6.1% y en el periodo 2021 tuvo un crecimiento de +13.3% producto del efecto rebote post pandemia COVID-19 después de un año bastante trágico en términos económicos, ya que en el año 2020 el PBI decreció en una tasa de -11% como se muestra en la Figura 1 a continuación.

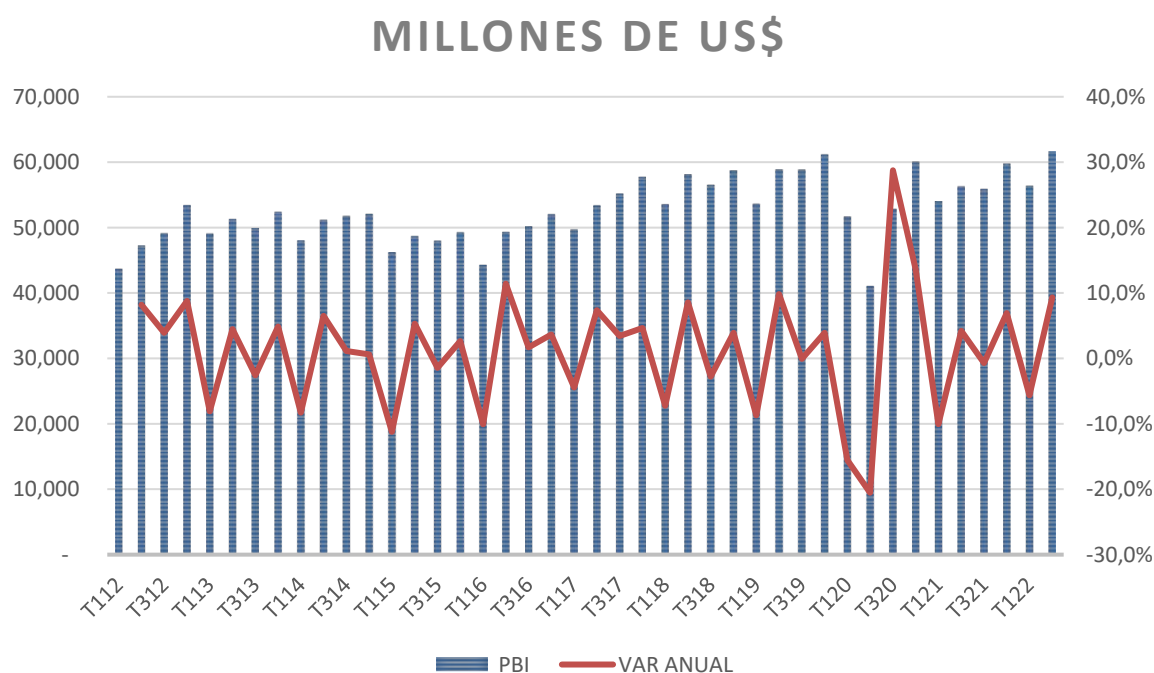


Figura 1

PBI y VAR anual.

Tomado del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El crecimiento del PBI es acompañado al mismo tiempo de la tasa de crecimiento demográfica, el crecimiento de la población también fue de manera constante, tal es así que desde el año 2000 hasta el año 2021 la población creció en +25.18%, es decir paso de 26.3 millones de personas a 33.1 millones de personas, estas cifras según información publicada por el BCRP, como se ve en la Figura 2 a continuación el crecimiento presenta ciclos, desde el año 2001 el crecimiento bajo hasta el año 2008, pero desde el 2008 creció de manera constante hasta el año 2018 y desde dicho año viene presentando un decrecimiento como se muestra en la figura a continuación.

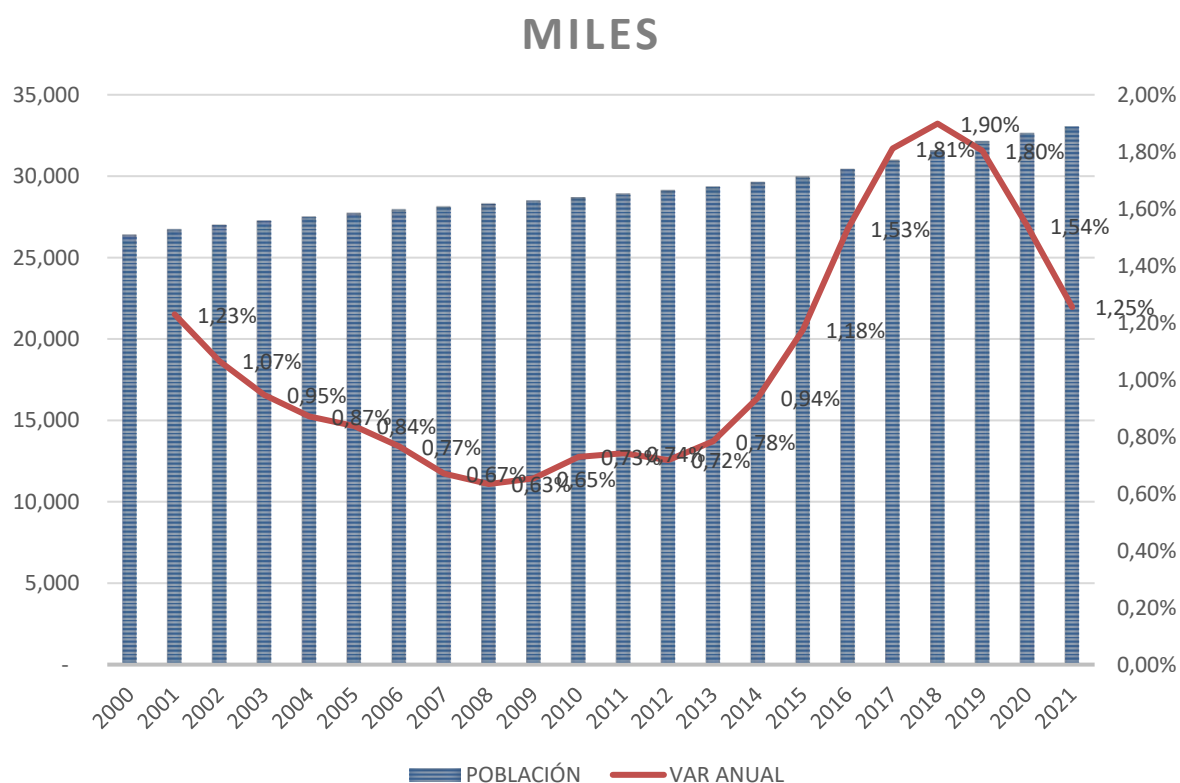


Figura 2

Población Perú y VAR anual.

Tomado del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Al revisar a detalle el PBI por sectores podemos ver que el PBI del sector construcción vs el PBI de consumo eléctrico y agua presentan cierta correlación lineal, dado que cuando un indicador crece o se contrae la otra variable presenta el mismo comportamiento, se observa que en el cuarto trimestre de cada año tiende a crecer de manera más considerable que los tres trimestres anteriores, esto podría estar ligado al efecto campaña y fiestas de cierre de año, dado que las familias tienen a consumir más estos dos servicios y del mismo modo las familias tienden a hacer remodelaciones en sus domicilios para recibir el próximo año nuevo, este comportamiento se ve en la Figura 3 a continuación

Es importante tomar en cuenta estas dos variables dado que están muy vinculadas a la actividad comercial de las dos empresas que estamos analizando, estos indicadores podrían ser tomados en cuenta para las diversas estrategias de negocio que se implementen dentro de la organización.

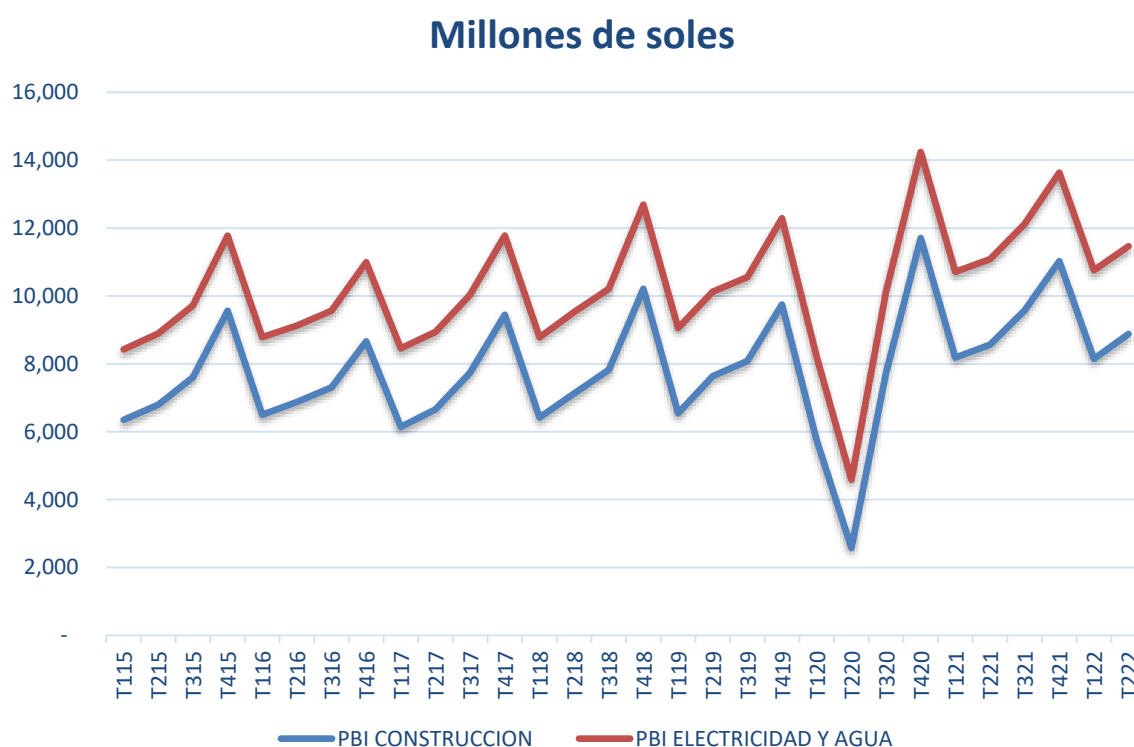


Figura 3

PBI Construcción con PBI sector eléctrico y agua.

Tomado del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Así como la información antes mencionada, también es importante avizorar el futuro de la composición demográfica del país donde opera CPSAA dado que de ello dependerá el consumo a futuro, una mala composición demográfica (muchas personas que formen parte de la tercera edad) podría poner en riesgo la demanda futura de la empresa.

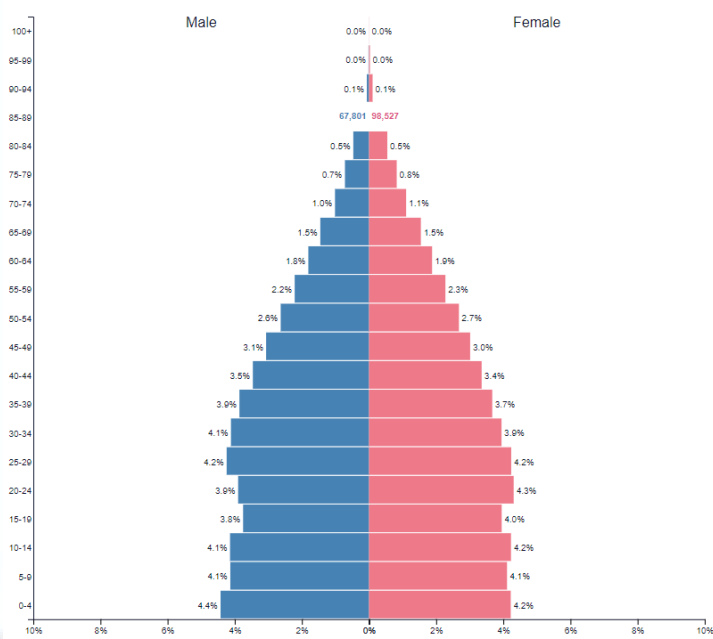


Figura 4

Perú Pirámide Poblacional (año 2019).

Tomado de “Data,” por Population Pyramids of the World from 1950 to 2100

(<http://www.populationpyramid.net>).

Según la estructura de la masa poblacional podemos ver que se encuentra equilibrado, es decir el 50% aprox. Es género masculino y el género 50% aprox. Es femenino, del cual el mayor porcentaje se encuentra compuesto por personas de 25 a 29 años y personas de 0 a 4 años. (ver Figura 4)

Ahora según la proyección del crecimiento demográfico Perú obtendrá su mayor masa poblacional en el año 2065 donde será aprox. 41.6 millones de habitantes y comenzará su descenso, es así como en el año 2100 se estima una masa poblacional de 39 millones de habitantes, ver la Figura 5 a continuación.

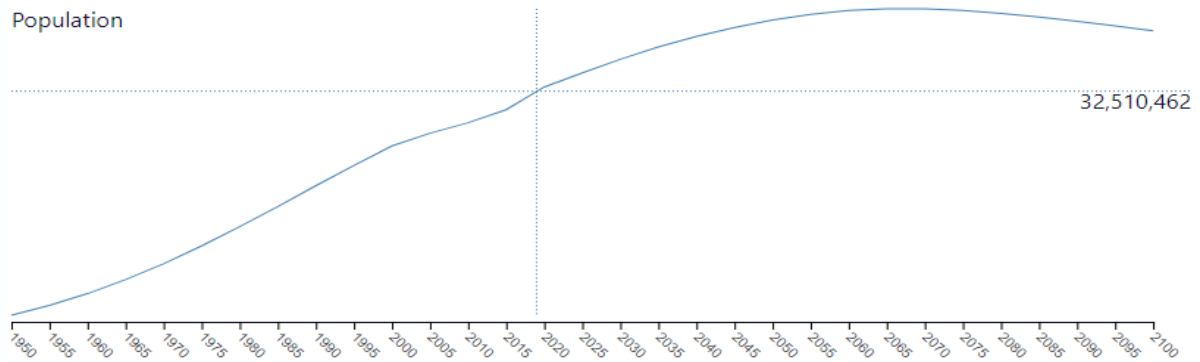


Figura 5

Perú Proyección de la masa Poblacional (años 1950-2100).

Tomado de “Data,” por Population Pyramids of the World from 1950 to 2100

(<http://www.populationpyramid.net>).

1.2 CEMEX

1.2.1 Descripción y Principales Características de la Empresa

Es una de las tres principales cementeras privadas del mundo.

1.2.1.1 Historia

CEMEX es una empresa multinacional líder en el sector de materiales para la construcción a nivel mundial, siendo considerada la tercera empresa más grande en lo que a fabricación de cemento se refiere. Si bien la empresa se creó en el año 1906, no fue hasta 1992 que la empresa comenzó su expansión internacional adquiriendo Valenciana y Sansón, dos de las más grandes cementeras de España. En los años siguientes la empresa continuó con su estrategia de expansión estableciéndose en Estados Unidos y diversos países de Europa y Latinoamérica. Desde 1976 hasta la fecha la empresa empezó su andadura en el mercado de

capitales participando no solo en su país de origen, México, sino también en las bolsas de valores más importantes del mundo entre la que destaca la de Nueva York en 1999.

En la actualidad la empresa cuenta con más de 40 mil empleados en todo el mundo, 65 plantas de cementos y moliendas y cuentan con una capacidad de producción de 93 millones de toneladas anuales (Reporte integrado, 2019). Sus principales productos ofertados son cemento, concreto y agregados y la empresa los produce, distribuye y comercializa (integración vertical).

La empresa apuesta a futuro haciendo más sostenibles sus procesos, reduciendo la huella de carbono en la elaboración de sus productos y centrándose en la innovación como eje principal de la empresa. Además, planea fortalecer su participación en mercados cuya presencia es más pequeña (como es el caso de Latinoamérica).

La misión de la empresa es: “Crear valor sostenible al proveer productos y soluciones líderes en la industria para satisfacer las necesidades de construcción de sus clientes en todo el mundo”

1.2.1.2 Código de Ética.

CEMEX al ser una empresa global, menciona que, es crucial actuar con integridad, puesto son conscientes que actuando con integridad podrán lograr el éxito sostenido, creando un lugar de trabajo en donde su personal pueda prosperar, además, tiene como finalidad ayudar a todo el personal y Stakeholders a lidiar con el dilema, para ello se complementa con un conjunto de políticas locales y globales, otorgando detalles sobre cómo tratar con temas específicos, menciona que en CEMEX la gente es su mayor activo y su objetivo es brindar un excelente lugar para trabajar. El código de ética de la compañía engloba los siguientes ángulos: Salud y seguridad en el trabajo, derechos humanos, acoso y respeto en el lugar de trabajo, diversidad e inclusión social, relaciones con: los clientes, proveedores, la comunidad

y el gobierno, cuidado del medio ambiente, prácticas antimonopólicas, políticas anticorrupción, lavado de dinero, cumplimiento del comercio internacional, cumplimiento normativo, conflictos de interés, obsequios y atenciones, uso de activos de la empresa, actividad política, propiedad intelectual, comunicación y uso de las redes sociales, privacidad y protección de datos personales.

1.2.1.3 Presencia Global

La compañía ocupa el puesto tres de las cementeras más grandes del mundo, tiene presencia en 5 continentes y en más de 35 países alrededor del mundo, hasta la fecha ha comerciado con más de 100 países, cuenta con 56 plantas de cemento en el mundo, de las cuales 15 están localizadas en México; cotiza en las bolsas de (NYSE, Bolsa de Valores de México, Colombia y Filipinas).

(CEMEX, 2019), lo que indica el fuerte compromiso institucional por otorgar productos de gran calidad y valor agregado, filosofía que está fuertemente integrado en su cultura organizacional. Por otro lado, los valores que más identifican el actuar de la empresa son: garantizar la seguridad, enfocarse en el cliente, buscar la excelencia, trabajar como un solo CEMEX y actuar con integridad.

1.2.1.4 Matriz de Evaluación de Factores Internos (MEFI).

De acuerdo con Dorsey, Fiori y Rossa en su texto *Introduction to Industry and Company Analysis*, se debe hacer un *check list* para realizar el análisis de la compañía, el cual debe contener el perfil corporativo, las características de la industria, el análisis de la demanda y oferta los de productos y/o servicios, análisis de precios y análisis de ratios financieros (2019, p. 431 -432). Estas variables se han considerado en la matriz de evaluación de factores internos (MEFI) (apéndice B), con una ponderación de acuerdo con el juicio propio de las principales variables que afectan a las compañías; compañías que se encuentran

es su estado de madurez por el tiempo en el mercado, consolidación de las mismas y altas barreras de entrada. Asimismo, se ha considerado la evolución de demanda por los productos ofertados, capacidad y eficiencia de producción y situación financiera de la compañía; variables que dado el *new normal* son las de mayor importancia para asegurar competitividad en el sector.

Dado que las compañías tienen años en el mercado y cotizan en bolsa; se han visto obligados a adoptar medidas a lo largo de su existencia; tanto por reguladores como para obtener mayor atracción hacia los inversionistas de acuerdo con las tendencias de la época, adoptando prácticas de buen gobierno corporativo (BGC) que refuerzan sus sistemas de control y gestión.

Cementos Pacasmayo es un referente de la industria nacional, consolidando su presencia en el norte peruano. Esto le ha permitido tener la mayor participación de mercado en ese sector y generar una relación sólida con sus clientes. Asimismo, la alta dirección y gerencia son profesionales reconocidos que han orientado al desarrollo de la compañía; preocupándose no solo por el desempeño financiero de la misma, sino también por sus colaboradores, medio ambiente y sociedad. Sin embargo, aún queda realizar mejoras en cuanto al consumo de energía (combustible principalmente) y a la eficiencia en sus procesos de producción. Esta brecha la ha reducido con inversiones en su planta en Piura; y poseen aún un plan ambicioso referente a su huella de carbono y consumo de recursos (Memoria anual, 2020).

Por otro lado, CEMEX lidera también el sector teniendo presencia a nivel mundial, es considerado la tercera cementera más grande del mundo y tiene presencia en más de 50 países del mundo, sin embargo, es en México, EE. UU. y países de Europa donde consolida su hegemonía en la producción nacional de Cemento, Concreto y derivados. Es importante señalar que en la matriz de evaluación de factores internos la empresa se obtuvo un puntaje

de 3.33, lo que demuestra el buen aprovechamiento de sus fortalezas y manejo de sus debilidades. Entre lo más destacable encontramos la gran participación de mercado que tiene en los países donde se encuentra, la fuerte lealtad de los consumidores hacia la marca y el costo de capital en relación con la industria y su competencia, esto último debido a la estructura de capital de grado de inversión como prioridad principal de la empresa (Estrategia de CEMEX hacia el 2023).

1.2.2 Situación Macroeconómica y Tendencias por Especialistas

Según el informe de panorama económico del Banco Mundial señala que México se encuentra entre las 15 económicas más grandes del mundo por su volumen PIB, la deuda pública en el periodo 2020 fue de 60.59% con respecto al PIB, su deuda per-cápita es de 4.47 euros por habitante, México cuenta con los indicadores macroeconómicos más sólidos del mundo y es uno de los países con menos porcentaje de personas desempleadas del mundo, con respecto al PIB per cápita en el periodo 2020 fue de 7,379 euros con el que se ubicó en el puesto 76 del ranking mundial; sin embargo, a raíz de la pandemia COVID-19 la economía presentó una contracción del -8.02% en el periodo 2020, la caída fue principalmente en la mitad del año, resaltando que la recuperación en el periodo 2021 dependerá de la velocidad de la entrega de las vacunas anti-covid.

Según el informe del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) menciona que el PIB tuvo una contracción del -8.5% en el periodo 2020, resaltando que las actividades primarias (sector agro) fueron las únicas que presentaron un avance en dicho periodo, sanciona además que la contracción del periodo 2020 fue la mayor registrada desde la gran depresión del año 1932, en el gráfico a continuación se puede ver la evolución del PIB. (ver Figura 6)

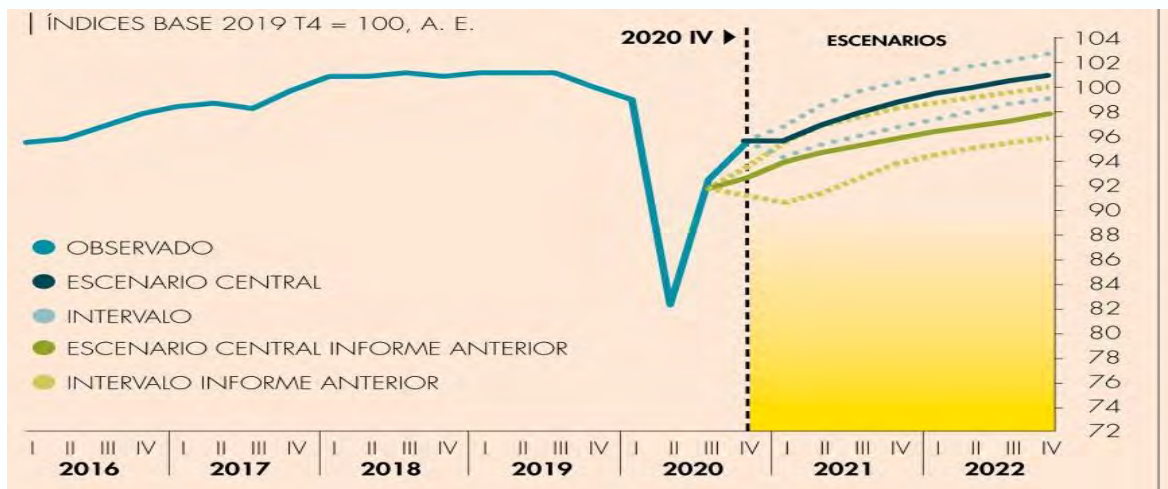


Figura 6

Estimación del PIB de México.

Tomado del Diario El Economista.

Según el informe menciona que unas de las razones para visitar México es la facilidad para hacer negocios, ya que según el ranking Doing Business el país se ubica en el puesto 54 de 190 economías, donde la principal variable es la facilidad que ofrece el país para concretar negocios.

En el ámbito internacional la economía peruana actualmente pertenece a 6 tratados de libre comercio (TLC), de los cuales mencionamos Alianza del Pacífico, G20, FMI, OEA, TLCAN, ONU, OCDE.

1.2.3 Tamaño y composición de mercado

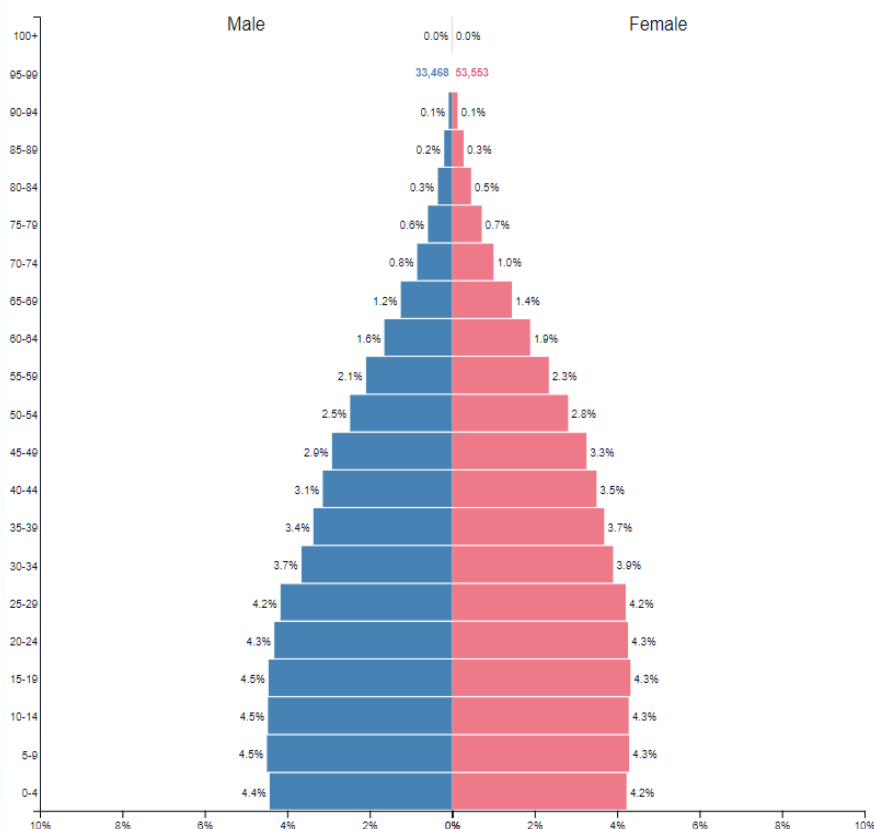


Figura 7

México Pirámide Poblacional (año 2019).

Tomado de "Data," por Population Pyramids of the World from 1950 to 2100

(<http://www.populationpyramid.net>).

La economía al cierre del periodo 2020 presenta una masa poblacional de 127.7 millones de habitantes, que representa una densidad de 65 habitantes por km², la pirámide poblacional de México actualmente está aparentemente equilibrada, donde aproximadamente el 50% está compuesto por personas de género masculino y el otro 50% por el género femenino, además se observa que presenta una pirámide perfecta lo que nos indica que no tendrá escasez de mano de obra en el largo plazo, puesto que tiene una buena base de personas con el intervalo de edades de 0 a 4 años y de 5 a 9 años. (ver Figura 7)

Si observamos la proyección de crecimiento poblacional de México podemos ver que alcanza su máximo crecimiento en el año 2060 donde tendrá 157.1 millones de habitantes y a partir de dicho año comienza su descenso, es así que, en el año 2100 proyecta tener 141.5 millones de personas. Ver figura 8 a continuación.

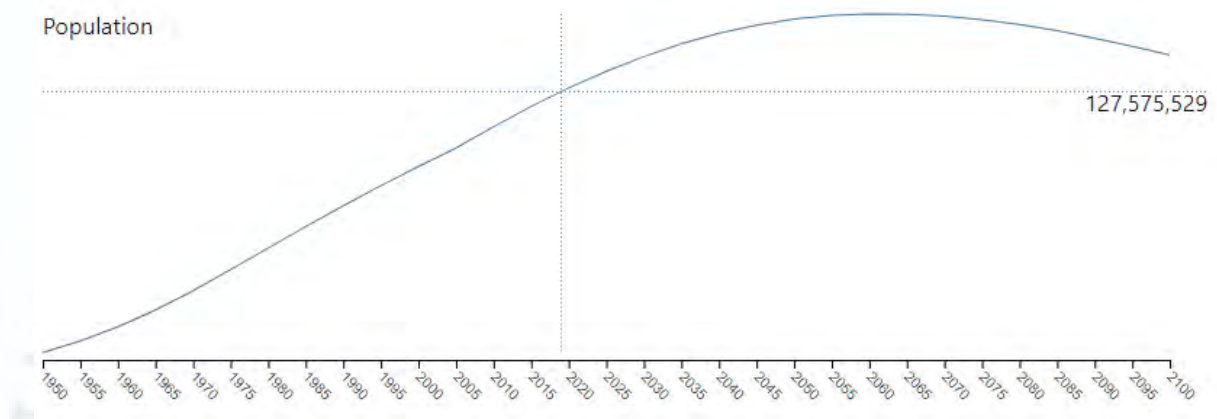


Figura 8

México Proyección de la masa Poblacional (años 1950-2100).

Tomado de “Data,” por Population Pyramids of the World from 1950 to 2100 (<http://www.populationpyramid.net>).

Según la publicación realizada por el diario Expreso menciona que en el año 2020 el sector construcción tuvo una contracción de -25% y en el año 2021 continua con su descenso, tal es así que en el mes de enero 2021 se observó una contracción de 5 mil millones de pesos con relación al mismo periodo del año 2020, el mismo que presento una contracción de -18%; en cuanto al sector laboral en el rubro construcción menciona que la contracción en enero 2021 fue de 3400 trabajadores con respecto al mismo mes del periodo 2020; la contracción de la mano de obra también presento una contracción de 52 mil trabajadores menos, pero se estima que dicha contracción se vea mejorada con los megaproyectos que están en curso a ejecutarse como son: Tren Maya, Dos Bocas, Santa Lucía.

1.3 Principales Innovaciones y Cambios en el Mercado

Las principales innovaciones que se presentan en el sector construcción son: Impresiones 3D, Prefabricación, Drones, Robótica, Plataformas BIM, IoT, Realidad Aumentada, Materiales Sustentables, Hormigón Autorreparable, Big Data, de las cuales pasamos a detallar:

La Impresión 3D se usa regularmente en la fabricación y/o componentes de construcción, normalmente se usan con la finalidad de realizar una construcción en menor tiempo, dando una mayor precisión en cuanto a la complejidad de los diseños, lo que permite optimizar los recursos empleados y disminuir los desperdicios.

En cuanto a la prefabricación, esta tecnología permite aprovechar en mayor medida los tiempos empleados en la construcción, normalmente son procesados en un taller y después se transportan hasta obra, el mismo que otorga gran facilidad de manipuleo.

Los Drones son normalmente empleados en obras de gran envergadura, permitiendo obtener imágenes gráficas en tiempo real sobre el avance de los proyectos y obras, el mismo que permite tener una mejor eficiencia al momento de hacer seguimiento a las etapas de los proyectos, así mismo otorga una mayor seguridad a los trabajadores, puesto disminuye el riesgo de accidentes; su aporte se da normalmente en: logística, inspección, generación de big data, etc.

La Robótica tiene como finalidad optimizar tiempos y precisión, tal es así que en el año 2014 se presentó el robot albañil SAM100 dicho robot coloca los ladrillos a gran velocidad y precisión, del mismo modo garantiza la seguridad para la empresa.

Las Plataformas Building Information Modeling (BIM), es una plataforma de trabajo que integra a los diferentes frentes que participan en un proyecto como son (arquitectos, ingenieros, obreros, supervisores, y otros colaboradores), con esta plataforma se logrará crear digitalmente el proyecto tomando en cuenta los diferentes puntos de vista de cada experto y

así evitar posibles errores al momento de poner en marcha; el sistema incorpora información geométrica, de tiempos, de costos, consideraciones medioambientales, entre otros.

El IoT trabaja de la mano con el sistema de Drones, plataformas BIM y realidad aumentada, etc.

En cuanto a la realidad aumentada busca replicar de manera digital el producto final de la construcción, es decir se podrá visualizar de manera digital la versión final de una obra, aquí podrán interactuar tanto el cliente finalista como la empresa que desarrolla el proyecto, incluso podrán interactuar con el ella.

La tecnología de material sustentable tiene como finalidad ser más amigable con el medioambiente, para ello se emplean materiales que sean menos tóxicos y contaminantes, y la disminución de materiales no renovables, dentro de los cuales mencionamos: asfalto verde, la madera, plástico reciclado, bambú, el corcho, etc.

Ahora con respecto al hormigón autorreparable, es una nueva tecnología que viene revolucionando la construcción, consta de microcápsulas que se subdividen y reparan el hormigón si este sufrió alguna fisura, esta tecnología tiene como finalidad terminar con la obsolescencia de los recursos, ampliando la durabilidad y reduciendo el impacto con el medio ambiente.

El Big Data viene aportando a la construcción a través del análisis predictivo, las bases de datos permiten a los responsables ser más eficientes y eficaces en la toma de sus decisiones de manera anticipada, lo que permite reducir costos y disminuir la cantidad de errores.

Capítulo II: Análisis de EEFF

El presente capítulo se centrará en el análisis de los Estados Financieros de cada compañía, los cuales se pueden encontrar en la página web del regulador correspondiente. Asimismo, el análisis se basará en el cálculo de ratios de liquidez, gestión, solvencia y rentabilidad; en la composición sobre los activos totales y sobre las ventas (análisis vertical) y en la variación período a período (análisis horizontal); con foco especial en el año 2020. El detalle del cálculo de cada año, desde el 2016 al 2021, se presentan en el Apéndice C.

2.1. Cementos Pacasmayo S.A.A. (CPSAA)

2.1.1 Ratios

A nivel de ratios de liquidez, la compañía presenta históricamente niveles de liquidez altos. El mismo rubro del negocio obliga a mantener fuerte inversión en inventarios; mientras que los pasivos corrientes no tienen mayor peso dentro del ESF.

Al inicio del 2021, los ratios de gestión de la compañía, tales como los de rotación (de CxC, Inv. y CxP) iniciaron con una ligera alza producto de la coyuntura mundial de la pandemia. No obstante, se pudieron recuperar al cierre del mismo periodo, ya que la compañía supo afrontar de manera adecuada la situación y se refleja en los márgenes, tanto bruto, operativo como neto. Sin embargo, la pandemia sí tuvo mayor impacto en la rentabilidad de la compañía, medido sobre el retorno de patrimonios y activos.

Por último, los ratios de endeudamiento muestran la sólida posición financiera de la compañía frente a la obtención de deuda, pues si bien aumentó su nivel de deuda, el grado de endeudamiento y el costo de la deuda se han mantenido de manera homogénea comparada con otros años.

2.1.1.1 Análisis vertical

Cementos Pacasmayo presenta una composición homogénea durante el 2020 y 2021 en cuanto a composición Activo corriente – no corriente. El principal componente de activos corrientes se centra en el inventario que distribuye a sus subsidiarias, mientras que los no corriente en Propiedad, Planta y Equipo. Esto se alinea al sector, ya que la inversión en las plantas de producción es indispensable para asegurar productos de calidad.

Los pasivos corrientes no tienen gran representatividad en el análisis, siendo los pasivos no corrientes los que mayor peso tienen. En el primer rubro se encuentran principalmente el financiamiento con proveedores y una parte pequeña de las obligaciones financieras; mientras que en el segundo bloque se encuentran las deudas a largo plazo (bonos corporativos) utilizado para pre-cancelar deuda existente y para la expansión de su negocio de cemento.

Finalmente, el patrimonio tiene una composición mixta y casi homogénea entre capital emitido, primas de emisión y resultados acumulados.

A nivel de resultados, la compañía comienza a sentir el impacto de las inversiones en su nueva planta a nivel de costo de venta, el cual tiene una ligera alza que inicia el 2019 y se mantiene ligeramente alta al cierre del 2020 y 2021 los cuales fueron impulsados mayormente por costo de insumos y suministros, así como costos de envase; pese a mayores ingresos. Las demás líneas del EE. RR se mantienen dentro del histórico de la compañía, salvo algunos ahorros en el 2021 en gastos administrativos producto del *home office*.

2.1.1.2 Análisis horizontal

El efecto de la pandemia impactó en el activo corriente para el año comparativo 2021 y 2020 incrementando este último en un 15% el cual se vio impulsado por el rubro de cuentas por cobrar comerciales principalmente. De igual manera otro rubro que impactó el

incremento del rubro corriente fueron los inventarios, pasando de un 15% a un 18% para los años comparativos 2020 y 2021 respectivamente. Poniendo especial atención en el 2021, los activos corrientes cerraron un poco alto comparado a los años previos cerrando el periodo con un 31.5%. Por otro lado, el rubro PPE tuvo una ligera disminución del 4% impulsado por la venta de bienes y retiros contrapesó el incremento en cash.

Por el lado de los pasivos, el pago de deuda a proveedores permitió un alivio la carga corriente; mientras que el endeudamiento vía bonos corporativos tuvo un incremento a un 22.6% al cierre de 2021. Dicha emisión permitió cancelar deuda pre-existente y reperfilarse los pasivos a un mayor plazo.

Finalmente, a nivel de resultados, la compañía sintió el impacto en ventas y en márgenes; producto de la cuarentena impuesta por el gobierno y por la propia coyuntura de pandemia. La gestión adecuada de los gastos administrativos evitó una mayor caída en el resultado final.

2.1.2 Políticas Financieras

Dado el Gobierno Corporativo establecido en la compañía y las buenas prácticas dentro del sector, se ha desarrollado diferentes políticas financieras con el fin de orientar y guiar el accionar de los *Stakeholders*.

2.1.2.1 Código de Ética para Ejecutivos con Responsabilidad Financiera

Resume la guía referente a los Estados Financieros, la ética profesional, conflictos de interés, confidencialidad, información reservada, hechos de importancia, entre otros, aplicable a todos los ejecutivos de la compañía relacionados al área de finanzas, contabilidad, mercado de capitales, auditoría, impuestos y cualquier otro que pudiera tener influencia o participación en la elaboración de información financiera.

2.1.2.2 Gestión integral de riesgos

Guía correspondiente a la identificación y tratamiento de riesgos (incluidos financieros), identificando los pasos necesarios a seguir y el involucramiento de diferentes áreas para la toma de decisiones.

2.1.2.3 Política tributaria

Busca el cumplimiento de las obligaciones tributarias de manera eficiente y responsable, además de promover con los gobiernos y evitar cualquier tipo de conflictos. Se basa en la aplicación de las mejores prácticas tributarias y actuando siempre con transparencia, claridad y orden.

2.1.2.4 Política de dividendos

La compañía presenta su política de dividendos al ente regulador Superintendencia de mercado de valores (SMV) en la que detalla los lineamientos en la distribución de dividendos: qué se puede distribuir, porcentajes, límites, hechos condicionales, así como las partes involucradas en la determinación del dividendo.

Otras políticas de ámbito financiero, tales como las contables, cuentas por cobrar gestión de capital y obligaciones financieras son supervisadas por la Gerencia General, apoyada en la Gerencia Financiera, la cual asesora sobre dichos riesgos tomando en cuenta las decisiones más apropiadas para la compañía.

2.2 CEMEX

2.2.1 Ratios

En cuanto a las ratios de liquidez podemos apreciar que en conjunto (incluyendo subsidiarias) la empresa CEMEX mantiene niveles de liquidez bajos que no le permitirían poder cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo. Se tiene que tener en cuenta que

esta es una tendencia que la viene siguiendo al menos los últimos 3 años y obedece a estrategias de expansión internacional y fidelización de mercado.

De igual forma que en el caso de Cementos Pacasmayo y en general el sector cementero mundial ha sufrido ligeros aumentos en sus ratios de gestión (periodos promedio de pago, cobro y rotación de inventarios) durante la situación COVID19 en todo el mundo, sin embargo, cabe precisar que esto no ha repercutido en los márgenes brutos de la compañía al cierre de 2021 (se mantuvo el costo de ventas a pesar de la pandemia). A pesar de ello, se mostró margen negativo operativo solo durante el 2020 y tuvieron una recuperación inmediata al cierre del 2021 volviendo a estándar de los ultimo cinco años (debido principalmente a gastos no relacionados con el giro de la empresa pero que se tuvieron que realizar debido a la coyuntura internacional tales como costos de reestructura o pérdidas por deterioro de activos de larga vida).

Por último, es importante señalar que, a pesar de lo mencionado anteriormente respecto a las ratios de gestión, la empresa presenta en conjunto unos adecuados ratios de solvencia ya que sus activos / patrimonio son mayores que su deuda total, lo que se traduce en una fuerte espalda financiera para mantener a la empresa sólida a pesar de la pandemia.

2.2.1.1 Análisis vertical

En cuanto al análisis vertical de su estado de situación financiera podemos apreciar que el activo corriente representa un monto mínimo a comparación de los activos no corrientes de la empresa, esta proporción se mantiene constante durante los últimos 3 años de historia financiera. Durante el 2021 se aprecia una participación del 15.85% de activos corrientes respecto al total de activos siendo inventarios la partida que más repercute, mientras que los activos no corrientes tienen una participación de 84.15% del total de activos siendo las dos partidas más importantes las de propiedad, maquinaria y equipo, y el crédito

mercantil y activos intangibles. Esto último es bastante usual en empresas de este sector que además tengan una presencia internacional tan importante como la de CEMEX.

En cuanto a los pasivos de la empresa vemos en el 2021 que los pasivos corrientes también presentan números bajos siendo este de 20.19% (del total de patrimonio + pasivos) siendo la deuda a proveedores la partida más importante; por otro lado, los pasivos no corrientes representan el 41.27% (del total de patrimonio + pasivos) siendo en esta oportunidad la deuda comercial a largo plazo la más importante.

Finalmente, podemos ver que el patrimonio en su conjunto es una fuente principal que mantiene los activos de la empresa con un total de 38.54% (del total patrimonio + pasivos) durante el 2021, siendo el capital social la partida más importante en este rubro.

A nivel de resultados y acorde con lo mencionado en el análisis de las ratios de gestión podemos apreciar que durante el ejercicio 2021 la partida de utilidad operativa representa una recuperación respecto al año anterior, cerrando con un 11% e impactado principalmente por la reducción de gastos operativos a los que la empresa tuvo que recurrir debido a la pandemia.

2.2.1.2 Análisis horizontal

A pesar de la crisis mundial producto del COVID19 la situación financiera de la empresa se mantuvo estable y uniforme, teniendo un ligero declive en el 2020 sin embargo su reacción fue inmediata y se recuperó al cierre del 2021. Los activos en general (tanto corrientes como no corrientes) se mantuvieron, mientras que las diversas partidas del pasivo redujeron su proporción tanto como para corrientes como no corrientes, pasando de un 67.4% a un 61.46% al cierre del periodo. Las partidas patrimoniales por otro lado cerraron con un ratio del 38.54%, incrementando así en 5% más respecto al año anterior.

A nivel de resultados se observan durante el 2021 que los indicadores mantuvieron su desempeño similar a los últimos cinco años (sin considerar el año atípico de la pandemia 2020), siendo impulsado por un incremento en las ventas del 3% y un costo de ventas estable y una reducción en el costo de ventas del 4%

2.2.2 Políticas Financieras

Debido a la gran importancia de CEMEX en el sector a nivel mundial se espera que la empresa cumpla con adecuadas políticas financieras que le permitan crecer con responsabilidad y con el menor impacto financiero posible. Para efectos de esta sección de usarán las políticas encontradas para el mercado LATAM.

2.2.2.1 Política fiscal

La empresa tiene una estrategia fiscal que busca además del valor sostenible y ser consecuentes en el interés social reducir todo tipo de riesgo fiscal que pudiese suscitarse a causa de malas prácticas financieras.

La empresa menciona en el documento: Política fiscal corporativa 2020 los siguientes principios:

- Cumplimiento con la legislación tributaria en los distintos países donde opere el Grupo CLH, liquidando los distintos gravámenes tributarios que resulten exigibles sobre la base de la actividad económica desarrollada en los distintos territorios.
- Un profundo análisis de la materia tributaria aplicable a las operaciones y transacciones, siempre adaptándose a una aplicación e interpretación razonable de la norma.

- Contribución a las arcas públicas de los Estados donde opere, teniendo en cuenta los principios de capacidad económica generada por la empresa y la equidad tributaria.
- Control y supervisión de los impuestos satisfechos y reporte a los órganos de gestión de estos.
- Comunicación abierta, transparente y veraz con las autoridades fiscales en cada uno de los países donde opere el Grupo CLH, siempre con el ánimo de llegar a acuerdos y con el fin de entablar una relación duradera a largo plazo dentro del marco de la buena fe y la ética en las actuaciones.

2.2.2.2 Política de prevención de lavado de dinero

CEMEX en la búsqueda de poder cubrirse respecto a cualquier incidencia financiera promueve una política de prevención de lavado de dinero para sus trabajadores en general cumpliendo no solo las leyes contra el lavado de dinero de México sino también la ley PATRIOT en USA, directivas afines de la UE, entre otros. Además, esta política también tiene como objetivo proteger las actividades comerciales ejecutados por terceros indirectos de la empresa.

Capítulo III: Identificación de Impulsadores de Valor Adicionales

Continuando con el informe de valorización financiera, se procederá a realizar la identificación de los principales impulsadores de valor a fin de poder diseñar e implementar estrategias que nos permitan maximizar el valor de ambas compañías, asimismo se podrá evidenciar los tipos de riesgos, diferenciando aquellos que son internos y que están bajo el ámbito de acción de ambas empresas y aquellos que son externos sobre los cuales las empresas no tienen mucho dominio y solo tienen como alternativa mitigarlos y/o aprovechar dichas oportunidades.

De acuerdo con (Westerfield,2012) uno de los métodos para poder maximizar el valor de la empresa y así poder maximizar el valor para los accionistas es encontrar la combinación correcta de estructura de capital, es decir cuánto de deuda y cuánto de patrimonio debe de poseer una compañía, ya que de ello dependerá el incremento de beneficios para los accionistas.

Por otro lado, existe otra metodología mencionada en el artículo “El Valor Un Hábito, guía práctica para generar valor” elaborado por la empresa Deloitte, en donde se menciona que el primer paso para crear valor es detenerse. Identificar y eliminar cualquier comportamiento de te impida lograr más, ya que las malas costumbres suelen disfrazarse como estrategias de querer lograr algo, estos pueden ubicarse al momento de desarrollar el planeamiento estratégico de la compañía y otros en lugares más sencillos como son el momento de comunicar o al momento de compartir responsabilidades.

Identificar estos impulsores de valor resulta relevante para poder brindar una mejor visión del desempeño de las empresas, de hecho, estos, son el enfoque principal de las empresas que logran maximizar valor para el accionista (Gartner, 2021).

3.1 Cementos Pacasmayo S.A.A

3.1.1 Reportes de Mercado

Cementos Pacasmayo SAA se destaca por ser la única cementera del mercado peruano en formar parte por dos años consecutivos del ‘The Sustainability Yearbook 2022’ publicado por S&P Global que tiene como finalidad dar a conocer cuáles son aquellas empresas más reconocidas en materia de sostenibilidad corporativa, en línea con ello CPSAA implementó un nuevo empaque “**EcoSaco**” eco amigable para la comercialización de cemento, este empaque busca promover el desarrollo sostenible de la industria cementera (Gestión, 2022, párr.1).

Con este producto se evitará desechar 3,500 toneladas de bolsas al año, dentro de las ventajas: misma resistencia y calidad, mayor higiene para la salud ya que evita el polvo del cemento, menos desperdicios de papel, ahorro de tiempo y trabajo. Esta iniciativa va en línea con el objetivo de la organización dado que desde el año 2021 la empresa implementó iniciativas para que en el año 2050 la compañía sea Carbono Neutro, una ambición climática de la cual forma parte desde el año 2022, este indicador es establecido por la Global Cement and Concrete Association (GCCA), que busca dar sostenibilidad a las operaciones de la compañía. (ver Figura 9)

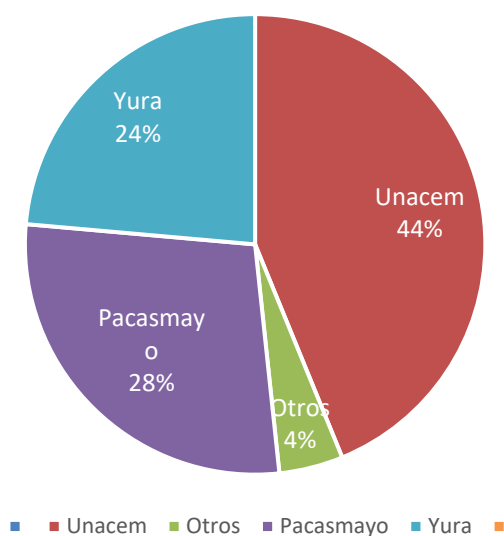


Figura 9

Distribución de la capacidad instalada en Perú. Review CPSAA

Adaptado de Global Cement and Concrete Association

3.1.2 Reportes de la Empresa

3.1.2.1 Memorias

De acuerdo con la memoria anual integrada de La Compañía, para el periodo 2021, Cementos Pacasmayo posee el primer almacén ecológico, el mismo que es abastecido al 100% con paneles solares, adicional a ello la compañía reforestó 31.1 hectáreas en dicho año, dicho logro va alineado a la estrategia de sostenibilidad y responsabilidad con el medio ambiente.

Otros reconocimientos de valor obtenidos por CPSAA al 2021:

- Empresa fue reconocida por tercer año consecutivo como miembro en el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) Mila y 2do año consecutivo en el Sustainability Yearbook.

- También obtuvo el reconocimiento EFFIE de Plata en la categoría Brand Experience con la plataforma Construye Experto.
- Top 3 en el ranking Latin America Executive Team 2021 Peru de Institutional Investor.
- Entre otros reconocimientos en el Merco Empresas, Merco Empresas y Lideres, Merco Talento, Empresa Socialmente Responsable, Empresarios por la Integridad, Alas20 agencia de lideres Sustentables 2020, etc.

3.1.2.2 Presentaciones a inversionistas

Según la memoria anual integrada del periodo 2021 menciona que en dicho periodo la compañía generó 366.7 millones de soles que fueron distribuidos entre todos los accionistas de la compañía a través del pago de dividendos. Asimismo, CPSAA ha distribuido dividendos anualmente lo que muestra un buen manejo de liquidez relacionado a la rentabilidad. (ver Figura 10)



Figura 10

Pago de dividendos históricos.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.

3.1.3 Reportes de Clasificación de Riesgo

De acuerdo con el informe de clasificación de riesgo realizado por Moody's en mayo del 2021 resalta las buenas prácticas de Cementos Pacasmayo, donde menciona que la compañía se destaca por las buenas prácticas de Gobierno Corporativo donde sobresale la aplicación de la Ley Sarbanes-Oxley, las buenas prácticas en materia de Libre Competencia y las Políticas de Gestión Integral del Riesgo, sumado a ello la empresa pertenece a Índice del Buen Gobierno Corporativo (IBGC) de la Bolsa de valores de Lima (BVL) desde el periodo 2010.

Del mismo modo resalta el respaldo patrimonial que recibe la compañía del Grupo Hochschild-Pacasmayo, la experiencia de la plana gerencial y del directorio, sumado a ello el posicionamiento de la compañía en el mercado de cementos peruano, el cual tiene como zona de influencia la zona norte del país, donde cuenta con plantas ubicadas estratégicamente: La libertad, San Martín y Piura siendo esta última la más moderna del mercado Latinoamericano, lo que le permite abastecer al mercado reduciendo los costos de transporte, esta infraestructura y la amplia red de distribución a su vez genera un alta barrera de ingreso para nuevos competidores que pretendan incursionar en el giro.

Según el informe de clasificación de riesgo elaborado por la empresa Class & Asociados en mayo del 2022 menciona que uno de los impulsores de valor es la capacidad de generación de caja para poder financiar su CAPEX de mantenimiento y CAPEX de crecimiento, puesto dichas inversiones le permite incrementar su margen de rentabilidad, un ejemplo de ello es la inversión que la empresa viene ejecutando en la construcción de un horno 4 en Pacasmayo por un valor aproximado de USD:73 millones de dólares, el horno ingresará en funcionamiento en julio del 2023, con este horno incrementarán la producción de

Clinker en aproximadamente 600 mil TM por año, con este horno la empresa reducirá considerablemente la importación de dicha materia prima mejorando así su margen bruto.

Alineado a lo anterior el informe de Clasificación de Riesgo de Apoyo & Asociados una entidad asociada a Fitch Rating en su informe del periodo 2021 menciona que los principales fundamentos que hacen que las emisiones tengan una catalogación de AA+ son: La sólida posición en el mercado peruano, ya que al cierre del periodo 2021 la compañía tiene el 26.6% de participación de mercado con el cual se ubica como la segunda cementera más grande del mercado peruano, destacando que los altos costos y el largo plazo como horizonte de inversión se instaura como una barrera de ingreso para futuros competidores. Otro punto es la Eficiente estructura de costos, ya que el contar con 03 plantas de producción distribuidas en diferentes zonas del norte del Perú hace que sus costos de distribución sean menores (transporte) esto a su vez le otorga una cercanía con el consumidor, se pone énfasis en el costo de transporte ya que es una variable a tomar en cuenta cuando se trata de expandir su zona de influencia, es por esa razón que la compañía solo centra su actividad comercial en el norte del país, si es que desearía expandirse a otros territorios el costo del transporte haría que sea menos competitivo y el consumidor optaría por otro producto con menor precio; la eficiente estructura de costos también se debe a la integración vertical que la empresa ha desarrollado, como se sabe la empresa tiene sus propias reservas de canteras con una reserva por más de 70 años.

Otro punto que es bueno mencionar es la red de distribución, la empresa cuenta con su propia red de distribución de materiales de construcción, que consta de más de 240 minoristas con 379 tiendas físicas bajo la marca DINO, esto a su vez generan el 70% de las ventas del grupo, esto se suma al primer punto, ya se también se convierte como barrera de entrada para otros competidores.

3.1.4 Conclusiones

Por todo lo comentado se puede concluir que CPSAA es una compañía con visión a largo plazo, con fuerte enfoque en la sostenibilidad, consciente de que el manejo amigable del medioambiente no solo le genera sostenibilidad si no le permite trabajar en armonía con las zonas donde opera, ello a su vez se traduce en altos beneficios para sus Stakeholders.

CPSAA si continua con su estrategia es y seguirá siendo la pionera en la fabricación de cemento en el norte del Perú, puesto su amplia red de distribución le permite estar muy cerca de sus clientes y es muy difícil que otra empresa ingrese a dicho mercado a menos que opte por comprar a CPSAA lo cual es muy poco probable.

El respaldo de sus accionistas le permite seguir invirtiendo en CAPEX con la finalidad de reducir sus costos de ventas y tener una menor dependencia del mercado internacional, puesto el mundo está muy convulsionado y no tiene señales de recuperación o tranquilidad, es conveniente que la empresa empuje el proyecto de ampliar su planta de Pacasmayo a fin de poder fabricar su propio Clinker y así no verse perjudicado con el incremento de sus costos.

3.2 CEMEX

3.2.1 Reportes de Mercado

El mercado de productores de cementos en México es una de las principales en el mundo la segunda más grande en América Latina y está liderada por la cámara nacional de cemento (CANACEM) de los cuales CEMEX es el principal productor de cemento. (ver Figura 11)

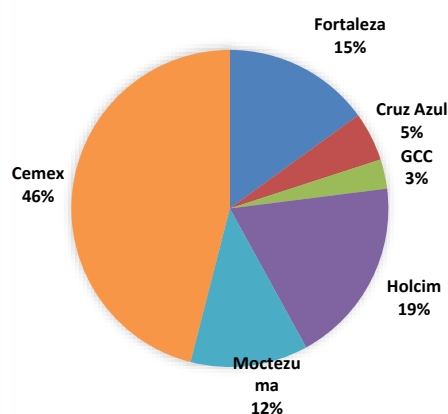


Figura 11

Distribución de la capacidad instalada en México.

Adaptado de la Cámara Nacional de Cemento

A pesar del contexto internacional iniciado por la pandemia, los volúmenes de venta de cemento se han mantenido estables y estos han estado impulsados por la construcción residencial, industrial y comercial. Asimismo, durante el año 2020 la producción de cemento en México estuvo liderado por un aumento en el volumen de cemento debido al sector autoconstrucción en respuesta a los estímulos de programas sociales de gobierno. Por otro y debido al incremento de los precios en el mercado, los precios del cemento también se han visto afectados en el mercado mexicano. (ver Figura 12)



Figura 12

Variación % anual del precio del cemento en México.

Tomado de El Economista

3.2.2 Reportes de empresa

3.2.2.1 Memorias

La producción agregada y las ventas netas de la cementara, cerraron al 2021 con un 14% por encima del año 2020, lo cual se reflejó en una utilidad bruta incrementada en 13% para el mismo periodo comparativo y con un mayor EBITDA del 18%.

Los factores principales que impactaron las ventas al cierre del 2021 fueron el aumento en los precios de cementos y concreto que beneficiaron a todas las regiones en donde CEMEX posee presencia, programas sociales en México y récord de remesas al mismo país. Entre otros factores se encuentran el crecimiento en construcción de residenciales, autoconstrucción e impulso post pandemia.

El mercado Latinoamericano del cemento verde es una realidad y se ve impulsado por las crecientes preocupaciones medioambientales y la creciente demanda de productos sostenibles. “se espera que el mercado latinoamericano del cemento verde crezca a una tasa de crecimiento anual compuesta del 8,9% durante 2021-2026” (Market Report and Forecast, 2022)

Otros reconocimientos de valor obtenidos por CEMEX al 2021:

- Confianza y reputación organizacional, así como una sinergia en la reducción de costos integrados operativos, derivado de sus más de 100 años de experiencia.
- Cemex posee una capacidad anual de producción de cemento de 93 Mtn. Lo posiciona como líder productor en el mercado mexicano.
- Estrategias operativas para la producción de cementos libres de emisiones de CO2 y cemento verde. Entre ellas certificaciones como en biodiversidad del Wildlife Habitat Council y asociaciones con BirdLife International.

- Acceso a financiamiento internacional, sistema bancario y mercado de capitales.
- Barreras impuestas a la entrada de nuevos competidores al mercado mexicanos han hecho que existan bajos niveles de importación de cemento en México.

3.2.2.2 Presentaciones a Inversionistas

Luego de varios años, La Compañía celebró mediante asamblea general de accionistas, el acuerdo de pago de dividendos por 150 millones de dólares en dos armadas. Las acciones de Cemex cotizan en la bolsa de valores mexicana bajo denominación de CPO y en la bolsa de valores de New York bajo la denominación de ADSs (Cemex, 2022)

La estrategia de la compañía de no pagar dividendos anualmente obedece al objetivo de desapalancamiento que les permita obtener el grado de inversión. (ver Figura 13)



Figura 13

Pago de dividendos históricos.

Adaptado de CEMEX 2022

3.2.3 Reportes de Clasificación de Riesgo

3.2.3.1 Reporte de Fitch:

Fitch Ratings aumentó la calificación de largo plazo en escala nacional de CEMEX, S.A.B de C.V. (CEMEX) a 'A(mex)' desde 'A-(mex)'. De igual forma ratificó la calificación

nacional de corto plazo en 'F1(mex)'. La Perspectiva de la calificación de largo plazo pasó de ser negativa a ser estable (Fitch Ratings, 2021)

Este cambio en la calificación es debido principalmente a la recuperación del consumo privado, ya que las familias ahora han vuelto a demandar los productos para la construcción y remodelación de los hogares. Sin embargo, si bien se tiene una clara recuperación, será necesaria reestablecer la confianza empresarial y reorientar el consumo familiar para que la demanda se sostenga en el largo plazo.

De igual forma, se pondera favorablemente el posicionamiento de CEMEX en el mercado cementero mexicano. Los socios más cercanos como USA y Canadá vienen recuperándose de los estragos de la pandemia con lo que la demanda de cemento mexicano para estos países irá recuperándose poco a poco.

3.2.3.2 Reporte de Estándar & Poor's

S&P Global Ratings informó que revisó la perspectiva de la cementera mexicana Cemex a positiva, desde la calificación negativa que poseía.

Esto es debido a una fuerte recuperación, y confirmó sus calificaciones de emisor en escala global de "BB", así como de "mxA/ mxA-1" en escala nacional de largo y corto plazo, de forma respectiva. (S&P, 2021)

Entre los factores del cambio de calificación se tienen:

- Sólida posición de mercado: CEMEX es uno de los productores de cemento en el país con una creciente participación de mercado.
- Los altos costos y el largo horizonte de inversión generan altas barreras de entrada de nuevos competidores, lo que permite inferir que la estructura del mercado se mantendrá en el tiempo.

- Extensa red de distribución: la Compañía ha desarrollado una de las redes de distribución de materiales de construcción más grandes a nivel local. Esto representa una ventaja clave para la empresa y crea barreras adicionales para el ingreso de nuevos competidores.
- Rápida recuperación de las ventas post cuarentena: A pesar de la incertidumbre política que se vive en el país, la demanda de cemento en la región se mantiene sólida, y los despachos de cemento han superado incluso los niveles prepandemia.

3.2.4 Conclusiones

Dado que el brote de COVID-19 la economía se vio ralentizada y con ello el sector construcción en muchos países afectado así todo el año 2020 e inicios del 2021, la industria ha visto una menor demanda de sus productos, lo que produjo un exceso de capacidad. Se espera en gran medida a las empresas cementeras para sobrevivir a la crisis, pero deben fortalecer su sostenibilidad y competitividad.

CEMEX, es una empresa que ha presentado un desempeño sostenido en lo que respecta a la gestión de la deuda y de la liquidez, sin embargo, a pesar de la crisis sanitaria ha logrado crecer en ventas y flujos operativos al cierre del periodo estudiado debido a factores internacionales como es el incremento en los precios del cemento, los programas de recuperación económica para enfrentar la pandemia.

Finalmente, CEMEX ha demostrado por qué es una empresa líder en el rubro, ya que a pesar del desafío de los tiempos actuales ha logrado mantener y mejorar las utilidades de los inversionistas debido a su capacidad de gestión financiera y empresarial.

Capítulo IV: Modelamiento Financiero por cada Empresa

En el presente capítulo se desarrollará el modelo financiero de valorización de las compañías en evaluación; tomando en cuenta inputs indispensables como el análisis financiero histórico, el análisis del entorno operativo, la información del mercado de capitales y la información pública que se anuncia en los entes reguladores y en las memorias de la compañía.

Asimismo, la metodología a emplear para la valorización de la compañía fue el descuento de flujos, específicamente el Flujo de Caja Libre para la firma (FCFF) al cual se le descontará el valor de la deuda para poder obtener el valor para el accionista. La elección del método se basó principalmente en el potencial de generación de valor de la compañía, ya que cuentan con planes estratégicos de crecimiento y como consecuencia, se tendría un incremento de valor.

4.1. Cementos Pacasmayo S.A.A

4.1.1 Proyección de EEFF

Con base en la última información auditada disponible (2022), se realizó el análisis vertical y horizontal del Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados de los últimos 5 años para identificar comportamientos históricos y tendencias de las partidas que conforman cada uno. Asimismo, se complementó el estudio con el análisis de ratios de Liquidez, Eficiencia, Solvencia y rentabilidad.

La pandemia del COVID-19 obligó a las compañías a adaptarse a un escenario completamente nuevo, lo cual se refleja en las variaciones de los dos últimos años del análisis (2021 – 2022); años que han permitido adoptar diferentes estrategias financieras.

Por el lado del Estado de Resultados y para el análisis de las ventas, se optó por ampliar el período de evaluación a 10 años con el fin de tener mayor sensibilidad en cuanto al

comportamiento de ventas. CPSAA registró una tasa de crecimiento (CAGR) de 5.28% para los últimos 10 años y de 4.74% para los últimos años; con participaciones homogéneas sobre ventas a nivel de costos y gastos (ver tabla 22); El porcentaje de crecimiento de ingresos que finalmente se utilizó en la proyección de ingresos fue el CAGR de los últimos 10 años excluyendo el 2021, al ser considerado un año atípico por presentar un efecto rebote versus el año inmediato anterior. Así mismo, durante el 2020 y con la caída de ventas producto del Covid 19, la compañía planteó estrategias para lograr eficiencias y compensar el impacto negativo en ventas; lo cual se ha visto reflejado también en el año 2021.

Por el lado de la Situación Financiera, para las partidas de activos y pasivos se estudiaron los ratios de liquidez, gestión y solvencia para replicar la historia de la empresa; así como también la información pública de la empresa en materia de endeudamiento e inversión en CAPEX para poder impactar dicha información en la proyección (ver Apéndice C). Dado que la compañía ha emitido deuda en los últimos años para financiar su plan de expansión y modernización de sus plantas en el 2016, se ha considerado una inversión adicional de USD 70MM en el año 2022 para la ampliación del horno 4 en la planta Pacasmayo más una inversión menor referente a CAPEX por reposición.

En cuanto a las cuentas patrimoniales, la única partida con variación fue la de Resultados Acumulados; por lo que se proyectó el Estado de Resultados con inputs más específicos para poder obtener una utilidad neta que sea representativa; así como la razón de pago de dividendos (RPD) de los últimos 5 años. No se estima ninguna reducción de capital ni ninguna otra variación en las Reservas de Capital.

4.1.2 Valorización de la empresa

La principal variable de estimación fue el crecimiento de los ingresos. Dentro del análisis de datos para proyectar el crecimiento de las ventas se tuvieron las siguientes:

- Información interna de la empresa / opinión de experto: entrevista vía Semana Económica a Humberto Nadal, CEO de la compañía, donde brindaba un estimado de crecimiento para el 2022 entre 3% - 5%.
- Regresión Lineal simple: se realizó una regresión lineal simple de los últimos 10 años de ventas, obteniendo resultados poco significativos, con un R^2 de 28.5%.
- Variación Real Ventas – PBI Región Norte: se tomaron las ventas de CPSAA históricas y se calculó la variación correspondiente, así como la del PBI del sector de influencia de la compañía (región norte); incluyéndose en el análisis a los departamentos de Amazonas, Cajamarca, La Libertad, Lambayeque, Loreto, Piura, San Martín y Tumbes. A continuación, ver Figura 14 resumen:



Figura 14

Variación corriente PBI región norte vs ventas CPSAA.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021

De acuerdo a lo observado en el gráfico, a partir del año 2014 no se observa una relación entre la variación del PBI región norte y las ventas de CPSAA. Por otro lado, no se cuenta con información final por parte del INEI, solo con información estimada para el rango

de años 2016 – 2020; lo cual significó una limitante para considerar esta alternativa como input en el cálculo de la proyección de ventas.

- CAGR: se calculó el crecimiento anual compuesto de los últimos 10 años de la compañía excluyendo el año 2021, ya que representó un crecimiento de 49.5% de las ventas sobre el 2020, explicado principalmente por las medidas sanitarias aplicadas en Perú durante el 2020 producto del Covid 19. El CAGR fue de 2.68% en el período 2011-2020 y fue este porcentaje de crecimiento el que se aplicó para la presente valorización.

Para la estimación del CAPEX se consideró información cualitativa de la compañía sobre la expectativa de inversión en los próximos años, así como los ratios de utilización de la plantas Pacasmayo, Piura y Rioja; las cuales presentan un porcentaje de utilización inferior a su capacidad instalada máxima. (ver Figura 15)

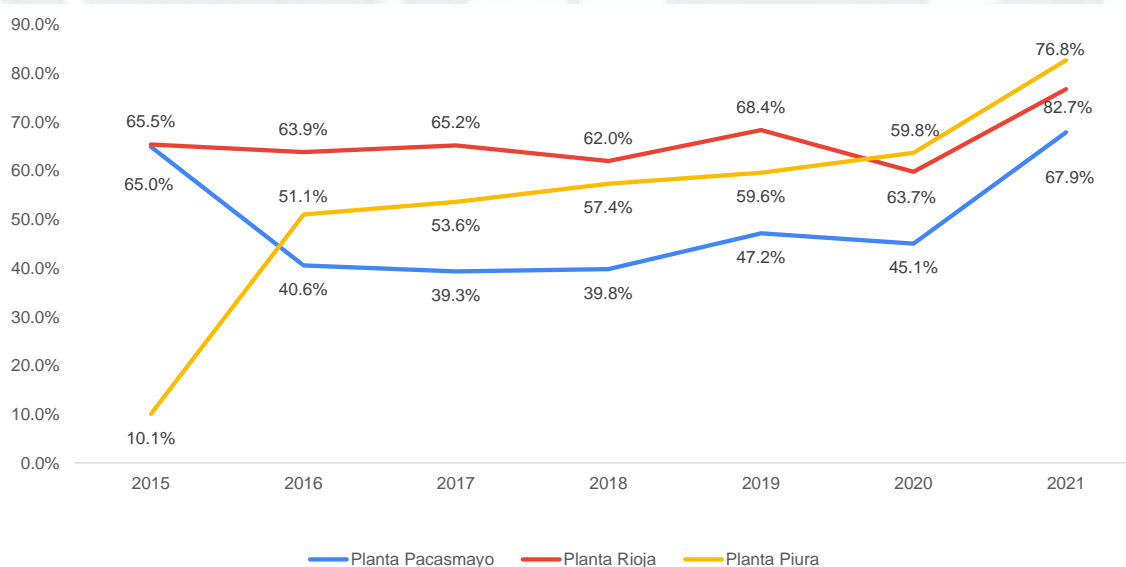


Figura 15

Ratios de utilización de plantas CPSAA.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021

(<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CP%20Memoria%202021.pdf>).

El análisis de los ratios de utilización permitió identificar la potencial necesidad de inversión en años próximos. Con un crecimiento de ventas de 49.5% en el 2021 y con un ratio consolidado de utilización menor a 75%; no se estiman mayores inversiones en nuevo CAPEX, pero se ha considerado una inversión menor por reposición de activos.

Por el lado del *Working Capital*, las variaciones YoY se han basado en la proyección de EE.FF. descrita en el apartado 4.1 del presente capítulo y que están alineadas al crecimiento proyectado de la compañía.

Finalmente, se estimó la tasa de crecimiento perpetuo (o perpetuidad). Al respecto, se evaluaron diferentes criterios para poder obtener la tasa de crecimiento, dentro de las cuales

- a) Crecimiento alineado al PBI / PBI potencial: según el MEF, se estima un crecimiento de 3.6% para el período 2022 – 2025 según el Marco Macroeconómico Multianual (MMM)

Por otro lado, el estudio Thorne&Associates estimó una tasa de crecimiento del PBI potencial de 2%. El PBI potencial se define como la cantidad máxima de bienes y servicios que una economía puede producir operando a su máxima capacidad; por lo que se puede tomar como supuesto una tasa de crecimiento perpetuo similar al PBI potencial del país.

- b) Modelo de descuento de dividendos de Gordon - Shapiro: según este modelo, el valor presente de una acción equivale al dividendo del siguiente período actualizado a la tasa de rentabilidad menos la tasa de crecimiento estimado. Al respecto, se puede derivar la tasa de crecimiento implícito con la siguiente expresión matemática: $g = ROE \cdot (1 - \text{Razón de Pago de dividendos})$. Mediante esta metodología se obtiene una tasa de crecimiento (g) de 3.32%, el cual sería el crecimiento perpetuo o sostenible de los dividendos de CPSAA.

c) Múltiplos de mercado actuales o futuros: bajo esta metodología, se toma en cuenta múltiplos de empresas que operen en el mismo sector. Para el presente estudio, se tomó como base un promedio simple de los múltiplos objetivos de EV/EBITDA de Damodaran actualizados al 2022, específicamente de los sectores *Building Materials*, *Construction Supplies* y *Homebuilding*. Esta aproximación otorga un múltiplo EV/EBITDA de 12x; el cual sería el objetivo de CPSAA dado el tamaño de la compañía y el posicionamiento dentro del mercado peruano. De esta manera y derivando matemáticamente las expresiones correspondientes para obtener un múltiplo de 12x EBITDA, se obtuvo una tasa de crecimiento perpetuo de 3.31%.

Para las valorizaciones, tanto de CPSAA como de CEMEX, se optó por trabajar con la metodología de múltiplos de mercado actual, teniendo en cuenta que la tasa de crecimiento es también una variable sensible y cualquier variación al respecto impactaría en el valor fundamental de la compañía.

Lo anterior descrito forma parte de la valoración base, la cual resulta en un valor de la empresa de S/ 4,074MM y un valor de la acción de S/5.95, tal como se muestra en la Tabla 3 a continuación:

Tabla 3

Resultados valoración CPSAA

Concepto	
Valor de la empresa (S/MM)	4,075
Valor de la deuda financiera (S/MM)	1,551
Valor del patrimonio (S/ MM)	2,523
Nro de acciones (MM)	424
Valor de la acción (fundamental)	5.95

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.

La acción cotizaba en la BVL (a la fecha de consulta - Junio 2022) en S/ 5.05, lo que indica una oportunidad de compra al encontrarse subvaluada (por debajo de su valor fundamental).

4.1.3 Análisis de Riesgo

Durante el presente estudio, se ha identificado algunas variables que podrían impactar en el valor fundamental de la acción de CPSA, siendo principalmente el crecimiento de ventas, la estructura deuda capital, la tasa de crecimiento perpetuo y los factores internos tales como riesgo político, económico y social. Estos últimos factores internos se han incluido en la simulación aleatoria de la tasa de crecimiento de ventas.

4.1.3.1 Sensibilidades

Las principales variables sujetas a sensibilización fueron la perpetuidad y el WACC, con bandas de +/- 5% para la tasa de perpetuidad por considerarse más volátil al depender de factores externos y no netamente de la gestión de la alta Gerencia y de +/- 0.05% para el WACC. Se plantearon 5 estados para poder visualizar con mayor amplitud las variaciones en cada variable. A continuación, se presenta el valor de la empresa y de la acción de CPSAA tomando en cuenta los rangos mencionados:

A) Valor de la empresa expresado en S/ MM (ver Figura 16)

		Perpetuidad (g)							
		0.00%	1.00%	2.00%	2.98%	3.15%	3.31%	3.48%	3.64%
W A C C	8.37%	3,125	3,338	3,618	3,993	4,070	4,152	4,240	4,334
	8.42%	3,106	3,315	3,590	3,957	4,033	4,113	4,199	4,291
	8.47%	3,087	3,293	3,563	3,922	3,996	4,075	4,158	4,248
	8.52%	3,068	3,271	3,536	3,888	3,960	4,037	4,119	4,206
	8.57%	3,050	3,249	3,509	3,854	3,925	4,000	4,080	4,165

Figura 16

Sensibilidad WACC - perpetuidad en el Valor de la Empresa

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.

B) Valor de la acción (ver Figura 17)

		Perpetuidad (g)							
		0.00%	1.00%	2.00%	2.98%	3.15%	3.31%	3.48%	3.64%
W A C C	8.37%	3.71	4.21	4.88	5.76	5.94	6.14	6.34	6.57
	8.42%	3.67	4.16	4.81	5.68	5.85	6.04	6.25	6.46
	8.47%	3.62	4.11	4.75	5.59	5.77	5.95	6.15	6.36
	8.52%	3.58	4.06	4.68	5.51	5.68	5.86	6.06	6.26
	8.57%	3.54	4.01	4.62	5.43	5.60	5.78	5.97	6.17

Figura 17

Sensibilidad WACC - perpetuidad en el valor de la acción

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.

De acuerdo a lo explicado en el apartado 4.1.2, en el aspecto de las tasas de crecimiento perpetuo, se considero dentro del análisis de sensibilidad tasas de crecimiento de 0%, 1% y 2%; adicional a los rangos de +/-5% sobre los valores base.

Los cuadros anteriores muestran potenciales mejoras (o deterioro) del valor de la acción de CPSAA si la alta gerencia decide modificar su estructura de capital. Esta decisión se deberá evaluar siguiendo los comparables de mercado del sector y tomando en cuenta la política de endeudamiento: si la empresa decide optar por el crecimiento tomando los recursos propios (Pecking Order) o por financiamiento vía deuda (Trade Off).

4.1.3.2 Aleatorio probabilístico

Como parte de la valorización de la compañía, se realizó una estimación del valor de la misma basada en un análisis aleatorio probabilístico.

Dada la coyuntura política y económica del Perú producto de la pandemia y del nuevo gobierno izquierdista de Pedro Castillo, se determinó que la única variable que seguiría una distribución de probabilidad sería el crecimiento de ventas. La justificación de esta elección se basa principalmente en el desarrollo económico que podría tener el país y en la capacidad demostrada de la alta gerencia en buscar eficiencias en gastos.

La tasa de perpetuidad y el WACC no siguen distribuciones probabilísticas ya que responden más a criterios de largo plazo, mucho más allá de 5 años que es la duración del período presidencial en Perú. En el corto plazo, tanto la tasa de crecimiento perpetuo y el costo de capital podría verse impactado negativamente. Es por ello que solo se ha considerado dentro del análisis de sensibilidad.

La distribución de probabilidad asignada para las ventas es una distribución triangular, ya que el panorama actual es de alta volatilidad y riesgo por los factores políticos y económicos y resulta complicado hacer estimaciones más precisas, por lo que se optó por trabajar con datos razonables y representativos de la propia compañía.

La distribución triangular cuenta con un valor mínimo, un valor máximo y una moda (la cual fue reemplazada por un promedio simple de los últimos 10 años excluyendo el 2021). De esta manera se obtiene un valor mínimo de 0% asumiendo que la empresa no decrecerá en ventas versus el período anterior, un valor máximo de 5.2% que es equivalente a la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de los últimos 10 años y el promedio equivalente a 3.2%.

Se realizó la simulación con 1000 iteraciones y el resumen se muestra en la Tabla 4, con algunas de las cifras expresada en miles de soles:

Tabla 4

Resultados Simulación Montecarlo

FCFF	
Media	5,302,811
Error típico	3,195
Mediana	5,302,349
Moda	-
Desviación estándar	101,047
Varianza de la muestra	10,210,524,186
Rango	628,101
Mínimo	4,972,224
Máximo	5,600,325

Suma	5,302,810,595
Cuenta	1,000
Nivel de confianza (95.0%)	6,270
<hr/>	
Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.	

Tomando los parámetros mencionados como input, se obtiene al 95% de confianza un valor promedio de la compañía de S/ 5,302MM, con mínimos de S/ 4,972MM y máximos de S/ 5,600MM; lo que significa un valor por acción mínimo de S/ 8.07, un valor máximo de S/9.55 y un promedio de S/8.85.

Las diferencias con el escenario base planteado se originan por la variación en la tasa de crecimiento de las ventas, ya que se planteaba un escenario flat de crecimiento de ventas versus tasas de crecimiento diferenciadas según la distribución elegida.

4.2 CEMEX

4.2.1 Proyección de EEFF

La evaluación financiera de CEMEX fue metodológicamente similar a la de Cementos Pacasmayo.

En cuanto a las ventas, se analizó la información histórica de los últimos 10 años, obteniendo alta variabilidad YoY. Con un crecimiento histórico de 4.57% durante el período evaluado, las tasas de variación resultaron muy variables durante los últimos 6 años, motivo por el cual no se consideró el crecimiento histórico para la proyección de ventas.

Posterior al análisis inicial y teniendo en cuenta la información disponible de la compañía referida al crecimiento y planes futuros, se decidió tomar como base los ingresos generados por la compañía durante el 2021 comparados con el año 2015, obteniendo una CAGR de 1.18%.

Para la proyección de las partidas del Estado de Situación Financiera se analizó, al igual que Cementos Pacasmayo, los ratios históricos de liquidez, gestión y solvencia.

Se consideró pertinente estimar los activos y pasivos con ratios muy similares a los vistos durante los últimos 3 años. Este supuesto se enfoca en la trayectoria, el tamaño y el desempeño de la compañía. Es decir, al ser una empresa con experiencia en el mercado, se tiene poco margen de maniobra en su esquema de costos, activos y pasivos, ya que se asume que la compañía tiende a optimizar las partidas antes descritas para lograr posicionarse como líder en el sector.

4.2.2 Valorización de la empresa

Dada las variaciones YoY que presenta en cuanto a sus ingresos y la disponibilidad de la información respecto a la compañía, se analizaron dos alternativas para la estimación de ingresos, las cuales se detallan a continuación:

a) Regresión lineal: se realizó una regresión cuadrática de los últimos 10 años ya que era la que más se asemejaba a la evolución de ingresos de la compañía, obteniendo un R^2 de 70.72%. Sin embargo, los últimos años de evaluación mostraron una tendencia al alza, impactando de manera optimista en la proyección de ingresos. (ver Figura 18)

Bajo esta metodología, los ingresos proyectados mostraban crecimientos importantes versus el comportamiento histórico, por lo que se desestimó debido a la volatilidad en la tasa de crecimiento que se mencionó en el apartado 4.1.2.

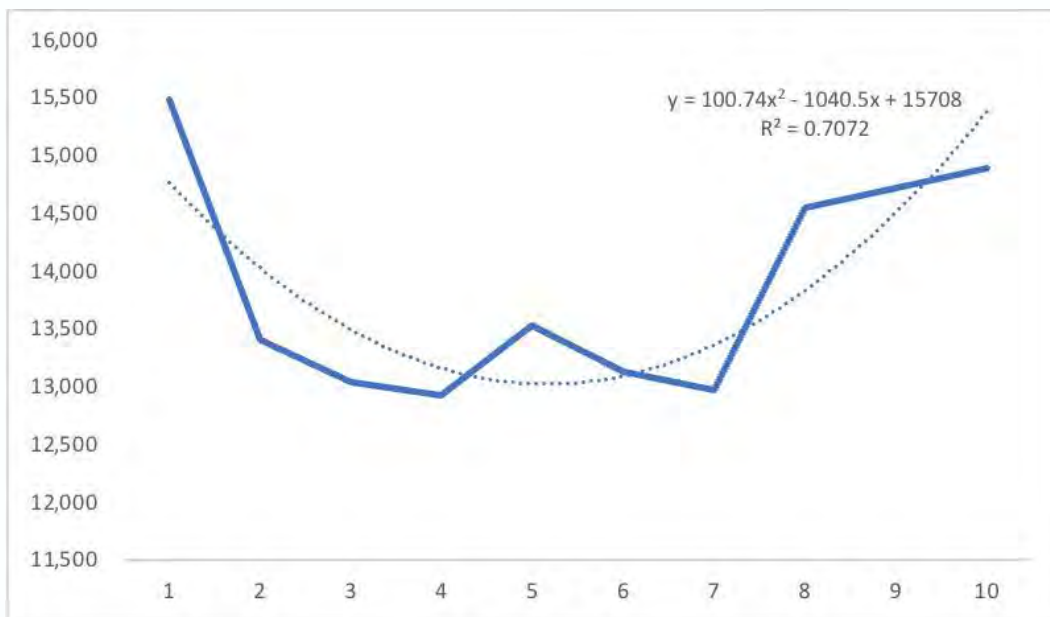


Figura 18

Regresión Lineal

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

- b) CAGR: se estimó una tasa de crecimiento promedio de 1.18% en base al crecimiento del 2021 respecto al 2015 utilizando como referencia los últimos 7 años debido a las fluctuaciones que tuvo la compañía.

Para el cálculo del CAPEX, se utilizó el promedio de los últimos 2 años tanto en inversión de PPE como en inversión en intangibles, ya que CEMEX no planea un incremento en CAPEX para los próximos años y aún se encuentra con ratios de utilización por debajo de su capacidad.

Por el lado del *Working Capital*, se estimó con los ratios promedio del último periodo (2021), teniendo en cuenta que se encuentran alineados al crecimiento proyectado de la empresa.

De manera similar a Cementos Pacasmayo, la perpetuidad fue calculada tomando como referencia el promedio de los valores EV/EBITDA indicados por Damodaran de los sectores *Building Materials*, *Construction Supplies* y *Homebuilding*, el cual fue aproximadamente de 12x; llegando a obtener una tasa de crecimiento perpetuo de 5.21%.

Finalmente, el Valor Empresa estimado para CEMEX fue \$18,047,200.60 y un valor por acción de \$0.6044, tal como se puede apreciar en la Figura 19:

Concepto	
Valor de la empresa	18,047
Valor de la deuda (financiera)	9,157
Valor del patrimonio	8,890
Nro de acciones ()	14,708
Valor de la acción (fundamental)	0.604

Figura 19

Resultado Valorización Cemex

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

4.3 Conclusiones

El presente capítulo se ha enfocado en determinar el valor fundamental de la acción considerando aspectos tanto cualitativos como cuantitativos; así como análisis estadístico adicional.

En análisis cuantitativo permitió establecer tendencias en cuanto a la gestión financiera y operativa de la compañía (data histórica), mientras que el análisis cualitativo brindó información adicional de importancia para poder conocer los planes futuros de la compañía, el desarrollo del mercado y del sector; así como el potencial dinamismo o estancamiento del mismo.

Por otro lado, la simulación de Montecarlo o valorización incluyendo el factor aleatorio probabilístico permite mitigar el posible impacto del escenario de incertidumbre que se observa no solo a nivel nacional sino también internacional, con una metodología estadística y con un nivel determinado de confianza.

Finalmente, la valorización de las acciones evaluadas ha permitido conocer su valor fundamental y determinar si se encuentran por debajo del precio del mercado (subvaluadas), al precio de mercado o por encima del precio de mercado (sobrevaluadas) y busca brindar un sustento técnico para transacciones en el mercado financiero; por lo que, de acuerdo a los supuestos tomados, la acción de CPSAA se perfila como una buena alternativa de compra, ya que su valor fundamental se encuentra por encima del valor de mercado (S/5.95 vs S/5.05); mientras que la acción de CEMEX presenta una acción “sobre valuada” (US\$: 0.604 vs US\$:0.392).

Capítulo V: Comparables con Indicadores de Mercado

Las compañías seleccionadas en el presente estudio son compañías de sectores de alta transaccionalidad que cotizan en la Bolsa de Valores y, por la tanto, presentan información financiera relacionada a estas como lo son: market cap, dividendos pagados, seguimiento de analistas financieros, entre otros. Mediante el uso de la plataforma Bloomberg se ha recopilado información de mercado para comparar la situación financiera de Cementos Pacasmayo y CEMEX, líderes del sector en el mercado nacional peruano como en el mercado internacional, respectivamente.

En el presente capítulo busca comparar las compañías seleccionadas con su competencia directa en ámbito competente (nacional / internacional). Asimismo, se han incluido compañías latinoamericanas adicionales para ampliar el alcance de la comparación.

5.1 Indicadores de mercado

Dentro de los indicadores de mercado que existen, en el presente estudio se resalta el market cap, EV y EV/TTM EBITDA (Trailing Twelve Months EBITDA). A continuación, se muestra en la Tabla 5 un resumen de las empresas del que se han tomado como referentes:

Tabla 5

Indicadores de mercado

Nombre de la compañía	Mkt Cap (USD)	EV (USD)	EV/TTM EBITDA (x)
Cementos Pacasmayo	426.8	763.6	7.47
Unacem Corp	715.6	1,739.6	5.18
GCC	2,028.7	1,913.4	6.50
Caribbean cement co ltd	361.7	370.9	-
Cemento Polpaico s.a.	209.9	376.2	8.30
Cementos Argos	1,314.4	3,233.6	8.45
Cemex SAB-cpo	5,627.7	14,237.6	6.17
Holcim ltd	24,994.8	39,009.6	6.20
Heidelbergcement ag	8,578.2	15,622.9	5.13

Adaptado de Bloomberg Markets.

El cuadro presentado permite comparar, de manera muy general, los valores *target* al que podrían aspirar las empresas evaluadas (locales vs internacionales) y complementan el análisis cuantitativo ya que promueven el cuestionamiento de variables como solidez en el sector, participación geográfica, impulsores de valor, gestión de la alta gerencia, entre otros; variables que podrían impactar en la valorización de las compañías evaluadas.

El *Market Cap* nos permite identificar el valor patrimonial que se cotiza en el mercado en un momento determinado. Es un indicador importante ya que recoge las expectativas de inversionistas referente a un activo al atribuirle mayor o menor valor, lo cual se refleja en el precio de negociación.

Por otro lado, para el cálculo del EV se incorpora la deuda financiera expresada a valor de mercado y posterior a ello, se utiliza el EV como input para calcular el ratio EV/TTM EBITDA. Esta razón termina siendo un indicador importante ya que al emplear el EBITDA se está descontando cualquier efecto de políticas contables para registrar el agotamiento de activos (llámese depreciación o amortización); así como también se excluye (vía intereses) el nivel de endeudamiento que puede presentar la compañía.

5.2 Indicadores de crecimiento y rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad permiten identificar la capacidad que tienen las empresas y sus activos para generar beneficios durante un período determinado. La comparación de dichos indicadores también brinda información sobre la capacidad de la gerencia en buscar mayores beneficios vía búsqueda de estrategias de crecimiento y eficiencias; así como también ayuda a identificar oportunidades de mejora según las tendencias del sector y de la competencia directa. Las Tablas 6 y 7 muestran los indicadores comparativos tomados en cuenta:

Tabla 6*Indicadores de Crecimiento*

Nombre de la compañía	Sales Growth (%)	EBITDA Growth (%)	Net Income Growth (%)	EBITDA Margin (.000 USD)	Net Profit Margin (.000 USD)
Cementos Pacasmayo	49.48	44.57	172.19	23.33	7.88
Unacem corp	40.68	40.14	106.82	27.75	8.84
GCC	14.10	18.25	21.04	32.03	14.59
Caribbean cement co LTD	14.70	-15.46	4.67	30.88	18.16
Cemento Polpaico	24.71	40.15	-	10.02	3.13
Cementos Argos	10.27	4.97	20.47	18.35	1.96
Cemex SAB-cpo	14.49	-15.36	46.07	17.68	4.45
Holcim ltd	15.95	14.90	36.17	24.66	10.15
Heidelbergcement ag	6.33	-43.70	10.85	18.37	7.63

Adaptado de Bloomberg Markets.

Tabla 7*Indicadores de Rentabilidad*

Nombre de la compañía	Capex/Sales (%)	P/E	Return on Invested Capital	Return on Assets	Return on Equity
Cementos Pacasmayo	4.42	10.00	7.64	4.91	11.91
Unacem corp	6.74	5.89	6.78	4.26	9.47
GCC	4.96	13.38	9.38	7.20	12.43
Caribbean cement co ltd	7.07	19.33	-	16.38	29.41
Cemento Polpaico s.a.	2.99	20.23	5.98	2.85	7.64
Cementos Argos	4.59	14.33	1.21	1.02	2.34
Cemex SAB-cpo	5.51	16.89	5.15	2.44	7.12
Holcim ltd	5.71	10.50	7.11	4.82	10.13
Heidelbergcement ag	7.44	4.77	5.85	4.33	9.95

Adaptado de Bloomberg Markets.

También se ha realizado un análisis adicional sectorial del mercado cementero peruano (Apéndice E) de los últimos 5 años, ya que al ser un mercado geográfico más pequeño y compacto, con pocas compañías sólidas en el mercado y con una distribución geográfica bastante marcada es más factible identificar oportunidades de mejora; además de contar con más información disponible. A continuación, en la Tabla 8 se presenta un resumen de indicadores de la compañía evaluada (CPSAA) y el promedio del sector, que incluye a UNACEM y Cementos Yura.

Tabla 8

Ratios empresas peruanas comparables

Indicador	CPSAA			Promedio sector - Perú		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Costo de ventas / Ventas	65.0%	71.1%	71.1%	69.8%	75.0%	70.8%
G.Adm / Ventas	12.5%	12.6%	10.1%	8.9%	9.3%	8.1%
G.Ventas / Ventas	3.2%	3.1%	2.7%	3.7%	3.5%	3.0%
D / (D + E)	44%	48%	56%	50%	51%	52%
Liquidez Corriente	2.12	3.31	1.40	1.52	1.89	1.28
Deuda Financiera / EBITDA	2.76	4.06	3.43	3.98	5.63	3.85
Pasivos totales / Patrimonio	0.78	0.93	1.30	1.02	1.04	1.11
Patrimonio / Total Activos	56.3%	51.7%	43.5%	50.0%	49.2%	47.7%

Adaptado de Bloomberg Markets.

Finalmente, se añade información relevante del mercado cementero mexicano durante el 2021 donde podemos observar la sólida presencia de CEMEX en dicho territorio. (ver Tabla 9)

Tabla 9*Participación de Empresas Cementeras en el Mercado Mexicano*

Empresa	Número de plantas	Participación de mercado
Cemex México	15	54%
Holcim Apasco	6	22%
Cycna	4	14%
Cementos Moctezuma	2	6%
Gcc Cementos	3	2%
Lafarge Cementos	2	2%

Adaptado de Cámara Nacional de Cemento (CANACEM).

5.3 Conclusiones

La evaluación y comparación con empresas similares permite identificar potenciales mejoras internas. Aunque con diferente alcance geográfico, las empresas evaluadas tienen como principal actividad económica producción y comercialización de cemento. En ese sentido, la comparación en sus indicadores de rentabilidad podría permitir identificar eficiencias para generar mayor valor.

Capítulo VI: Análisis de la Estructura de Capital

Analizar la estructura de capital tiene como finalidad esclarecer como están fondeadas las compañías, es decir si estas funcionan apalancadas a través de la toma de financiamientos por parte de los diversos bancos comerciales, bancos de inversión, etc. o si estas funcionan desapalancadas con únicamente el aporte de capital por parte de los accionistas; revisar la estructura de las dos compañías es importante porque dependiendo de cómo están compuesto su capital las compañías podrán obtener mayor valor en el mercado y mayor valor para sus accionistas o carecerán de la generación de valor para los accionistas.

También es importante mencionar que las empresas deben ser capaz de determinar el nivel óptimo de endeudamiento, dado que si estas toman deuda en demasía podrían estar expuestas a un riesgo crediticio bastante alto, ya que según la historia se ha podido ver la quiebra de grandes compañías, esto principalmente porque se sobre endeudaron y de pronto su demanda se contrajo u ocurrió un siniestro inesperado que terminó con su quiebra.

Según Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J.F. (2012) en su libro de Finanzas Corporativas mencionan que si una compañía hace cambios en su estructura de capital esta solo beneficiará a los accionistas siempre en cuando el valor de la compañía haya incrementado, es por ello que los gerentes deben ser capaces de determinar la estructura óptima de capital, eligiendo el que genera mayor valor para la compañía, porque esta beneficiará a sus accionistas.

Del mismo modo según Gitman, L.J. & Zutter, C.J. (2012) en su libro de Principios de Administración Financiera indican que, determinar la estructura correcta de capital para una compañía es la parte más compleja, dado que esta decisión tendrá impactos en otras variables de decisión financiera, una mala relación en la estructura generará un alza o baja en el costo del capital, un alza reducirá el VPN de los diversos proyectos e incluso hará inviable las inversiones y esto a su vez ocasionará una baja en el valor de la empresa y los accionistas.

6.1 Cementos Pacasmayo S.A.A

6.1.1 Rangos de Estructura.

Según información de los estados financieros auditados del periodo 2021, Cementos Pacasmayo S.A.A. o “CPSAA” tiene el 14% de sus activos financiados con deuda financiera de corto plazo, dicha deuda está compuesta por financiamientos obtenidos del Banco de Crédito del Perú con tasas de interés anuales que van desde 1.55% a 2.62%; el 34% de sus activos están financiados por deuda financiera de largo plazo, el cual está compuesto por la emisión de bonos corporativos con tasas de interés que van desde 4.50% a 6.84% respectivamente; el 34% de sus activos están financiados con capital propio; es así que la empresa tiene el 48% de sus activos financiado con deuda financiera de CP y LP y solamente el 34% es el aporte de sus accionistas. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021). (ver Figura 20)

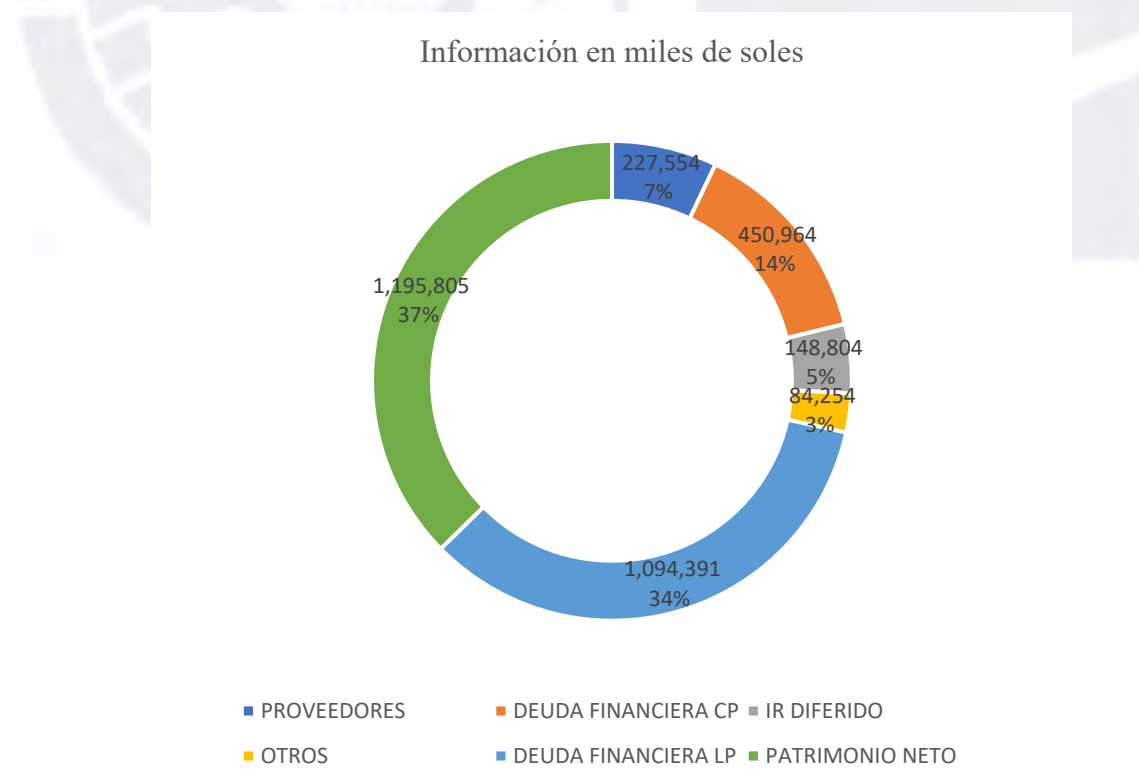


Figura 20

Estructura Capital – CPSAA.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021.

Con respecto a la deuda de largo plazo CPSAA se fondea principalmente emitiendo bonos corporativos a largo plazo, actualmente esto compone por 03 emisiones:

Primera: Emisión por 525.4 millones de soles, emitido en dólares con tasa de 4.50% cuyo vencimiento es el 08 de febrero del 2023, estos bonos fueron emitidos en el año 2013, los fondos fueron destinados para la cancelación de deuda existente y el saldo se usó como capital de trabajo en la producción de cemento. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

Segunda: Emisión por 259.5 millones de soles, emitido en soles con tasa de 6.69% cuyo vencimiento es el 01 de febrero del 2029, este otro tramo de bonos fueron emitidos en el año 2019, dichos fondos fueron destinados para poder cancelar obligaciones a mediano plazo que tenía la compañía. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

Tercera: Emisión por 309.4 millones de soles, emitido en soles con tasa de 6.84%, cuyo vencimiento es el 01 de febrero del 2034, este bono también fue emitido en el año 2019 y corresponde al saldo de bonos emitidos en la segunda etapa, dado que en dicho periodo la compañía ha emitido un total de 1'000 millones de soles en dos tramos con distintas tasas de interés. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

6.1.2.1 Estructura del Patrimonio.

De acuerdo con los EE.FF. auditados de Cementos Pacasmayo S.A.A. (2021), el capital se compone por 423.8 millones de acciones comunes pagadas y suscritas, las cuales tienen un valor nominal de 1 sol cada acción, de este total 34.2 millones de acciones están listadas en la Bolsa de Valores de New York y 389.6 millones de acciones comunes están listadas en la Bolsa de Valores de Lima, esta estructura de capital se ha mantenido sin cambios en los años anteriores excepto en el periodo 2017, donde la compañía tuvo una reducción en su capital social, en las acciones de inversión, en el capital adicional y en la reserva legal, los montos fueron de: 107.6 millones de soles, 10.2 millones de soles, 118.6 millones de soles y 37

millones de soles respectivamente, estas reducciones se dieron producto de una escisión dentro de la compañía, ya que por acuerdo de directorio se decidió que la empresa Fosfatos del Pacífico S.A. salga del grupo CPSAA y todos los activos y pasivos pasen a favor de Fossal S.A.A. empresa creada como subsidiaria de Inversiones ASPI S.A., el objetivo de este proceso fue enfocarse en el modelo de negocio que es la fabricación y comercialización de cemento, es así que desde este cambio en el año 2017 en adelante no ha existido variaciones, salvo algunos incrementos y reducciones en el monto de acciones en cada bolsa pero de manera total el monto es el mismo , como se ve en la Figura 21 a continuación.

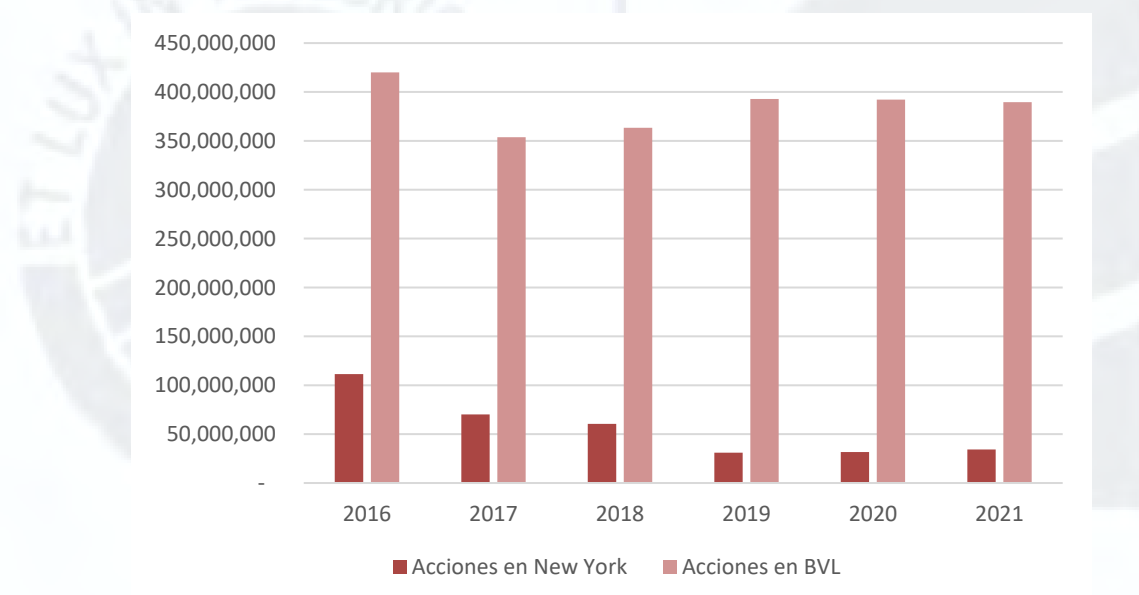


Figura 21

Acciones Comunes CPSAA (Periodo 2016-2021).

Adaptado de EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021

Si revisamos la estructura del patrimonio en el periodo 2021, las partidas que tienen mayor participación son, capital con el 35% de participación, del mismo modo el capital adicional que representa el 36%, seguido de resultados acumulados que representa el 23% y finalmente el de la reserva legal con el 14% respectivamente. (ver Figura 22)

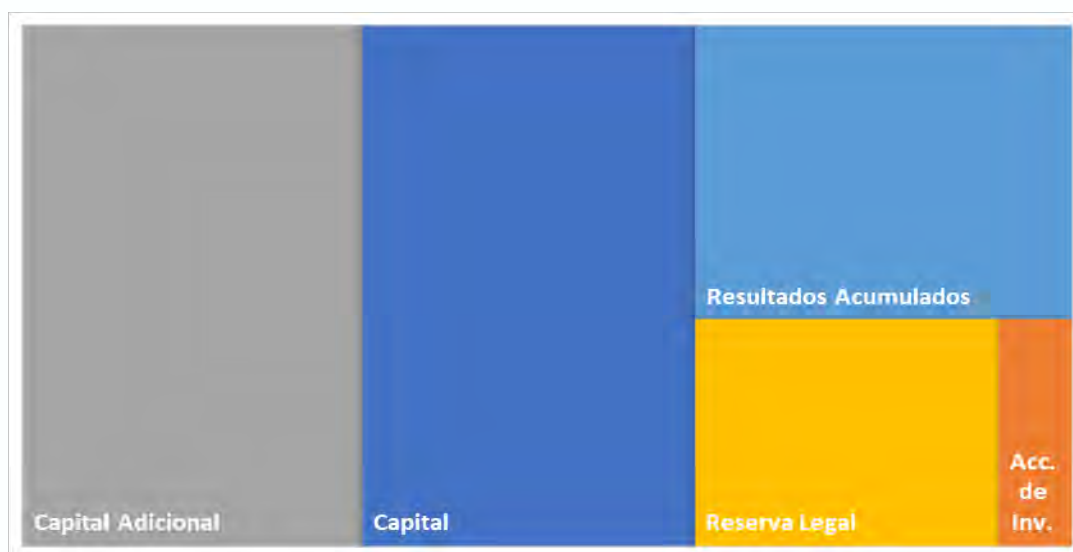


Figura 22

Patrimonio CPSAA 2021.

Adaptado de EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2021

Por otro lado, revisando la evolución de la estructura de patrimonio de la compañía en los últimos 6 años podemos ver que este ha presentado una reducción, ya que pasó de 1.9 millones de soles en el 2016 a 1.2 millones de soles en el 2021, esta reducción se dio principalmente porque hubo reducción en las cuentas, capital social, acciones de inversión, capital adicional y la reserva legal producto de la escisión en el año 2017 que ya se explicó anteriormente, además de ello la cuenta resultados acumulados también presentó variación, esta variación se dio principalmente porque la compañía ha venido repartiendo utilidades a sus accionistas, en el año 2016 pagó dividendos por 5 millones de soles, en el 2017 pagó dividendos por 29.7 millones de soles, en el año 2018 pagó 19.3 millones de soles, en el año 2019 pagó dividendos por 52.5 millones de soles, en el año 2020 pagó dividendos por 7.7 millones de soles y en el año 2021 pagó dividendos por 9.5 millones de soles. En el gráfico a continuación se puede ver cómo ha ido evolucionando las cuentas del patrimonio desde el periodo 2016 hasta el periodo 2021. EE.FF. auditados de Cementos Pacasmayo S.A.A., (2021). (ver Figura 23)

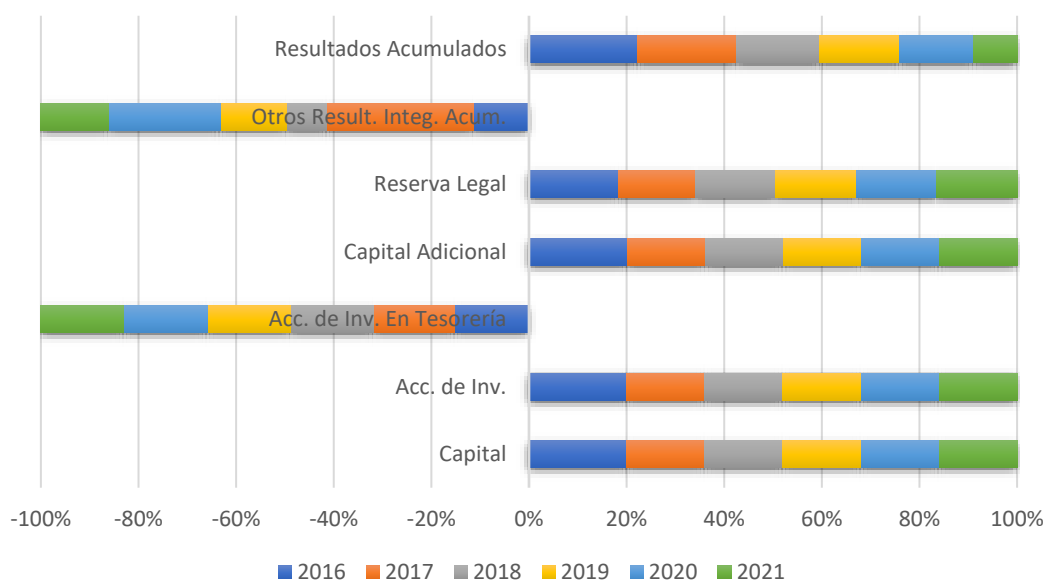


Figura 23

Estructura Patrimonio - CPSAA.

Adaptado de EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021.

6.1.2.2 Análisis del Weighted Average Cost of Capital “WACC”.

La estructura antes descrita ha hecho que el Weighted Average Cost of Capital “WACC” de la compañía presenta una mejora desde el año 2017 donde fue de 11.30%, bajando hasta 6.20% en el periodo 2020, salvo en el año 2021 donde presenta un incremento, el cual se debe principalmente por el incremento de la tasa libre de riesgo que pasó de 3.5% en el periodo 2020 a 5.90% en el periodo 2021, también vemos un incremento en la tasa de riesgo de mercado que pasó de 11.60% en el periodo 2020 a 20.80% en el periodo 2021, estos incrementos se deben principalmente al impacto causado por la pandemia COVID-19 a nivel mundial y Perú fue uno de los países que tuvo inconvenientes con la mitigación de esta pandemia, otra de las variables presentó un incremento es la estructura D/E que pasó de 93% a 130%, a continuación se presenta la tabla con el cálculo histórico del WACC donde se

evidencia los incrementos mencionados. Es bueno mencionar que al cierre del periodo 2021 la compañía se fondeó principalmente con la emisión de Bonos Corporativos. (ver Tabla 10)

Tabla 10

Evolución del WACC CPSAA

EVOLUCION DEL WACC - CPSAA					
	2017	2018	2019	2020	2021
Tax Rate efectiva	37.2%	35.3%	32.1%	32.6%	31.7%
Costo de la Deuda (antes de impuestos)	4.5%	5.1%	5.2%	5.2%	4.6%
Beta apalancado consolidado	0.77	0.57	0.95	0.639	0.638
Beta desapalancado de la Industria	0.27	0.25	0.45	0.44	0.42
Beta apalancado separado	0.38	0.37	0.72	0.72	0.42
RF	5.2%	5.6%	4.2%	3.5%	5.9%
RM	20.1%	11.6%	11.3%	11.6%	20.8%
KE	16.7%	9.0%	10.9%	8.7%	15.4%
Estructura D/E	64%	75%	78%	93%	130%
D/(D+E)	39%	43%	44%	48%	56.5%
E/(D+E)	61%	57%	56%	52%	43.5%
WACC	11.3%	6.6%	7.7%	6.2%	8.47%

Adaptado de EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021.

6.1.2 Análisis de Riesgo.

Por el modelo de negocio la compañía está expuesta a riesgos de mercado, crediticio, liquidez, políticos, tipo de cambio, interés, etc. Es así como, la gerencia de riesgos del grupo supervisa en sinergia con la gerencia financiera el cumplimiento del marco normativo. El rol de la gerencia financiera es brindar seguridad a la gerencia del grupo de que las actividades y el nivel de riesgo aceptado se encuentran reguladas por las políticas y procedimientos de la compañía, es así que en esa línea estos riesgos se identifican, se cuantifican, se dimensionan, se miden y se gestionan. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

Es así en esta línea con lo mencionado al cierre del periodo 2021 y del 2020 todos los financiamientos tomados por la empresa cuentan con una tasa de interés fija, por tal motivo

no es relevante realizar sensibilizaciones en la tasa de interés; ahora con respecto al riesgo de tipo de cambio la empresa a fin de coberturar su exposición de conversión de moneda de sus bonos corporativos que están en moneda dólar estadounidense, la empresa cuenta con Cross Currency Swaps. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

Según el informe de Clasificación de Riesgo de Apoyo & Asociados una entidad asociada a Fitch Rating en su informe del periodo 2021 menciona un detonante para que la clasificación de riesgo de la compañía se deteriore sería que la demanda se vea frenada por la incertidumbre política, el cual podría producir un deterioro de los márgenes ocasionando que el nivel de endeudamiento sea mayor a 3.5x y como sabemos la compañía tiene covenants asociados a sus márgenes. (Apoyo & Asociados, 2022).

De otro lado, la clasificación de la compañía podría mejorar en el hipotético caso que la demanda mejore con respecto al periodo 2021, haciendo que el nivel de endeudamiento se reduzca de manera sostenida; si vemos la estrategia de la empresa en construir su horno 4 de Clinker en Pacasmayo esta medida podría ser una posibilidad, ya que producir su materia prima le favorecerá en sus márgenes brutos y operativos. (Apoyo & Asociados, 2022).

Según la memora anual integrada del periodo 2021 la compañía informa que trabaja bajo un sistema de gestión integral del riesgo el cual está basado en el estándar COSO Enterprise Risk Management, el cual está aprobado por el directorio, la gestión del riesgo busca proteger, agregar valor a la compañía y asegurar la continuidad del negocio, dentro del proceso de gestión del riesgo se menciona 5 etapas: Identificación de Riesgos, Análisis y Valorización de Riesgos, Tratamiento de los Riesgos, Monitoreo y Supervisión y Comunicación y Consulta; para su gestión y manejo la compañía cuenta con áreas que lo desarrollan, dentro de los cuales mencionamos: El Comité de Auditoría, Comité de Riesgos, Gerencia de Riesgos, Equipo de Riesgos. (Cementos Pacasmayo S.A.A., 2021).

6.1.2.1 Covenants Financieros.

De acuerdo con los EE.FF. auditados de Cementos Pacasmayo S.A.A. (2021), se pudo revisar que la empresa toma mayormente sus financiamientos en el mercado de capitales, para ello emitió bonos corporativos, el levantamiento de dichos fondos ha llevado que la empresa tenga que asumir Covenants Financieros que tienen como finalidad mitigar el riesgo crediticio y asegurar el repago de las obligaciones, los covenants son:

- El ratio de cobertura de SD (servicio de deuda) que incluye tanto la amortización como el interés debe ser como mínimo 2.5 a 1.
- El ratio deuda financiera a Ebitda no podrá ser mayor que 3.5 a 1.

En adición a lo anterior de acuerdo con los EE.FF. auditados de Cementos Pacasmayo S.A.A. (2021), la compañía recientemente obtuvo la aprobación de un préstamo financiero mediano plazo por 860 millones de soles a través de la modalidad CLUB DEAL donde participaron dos bancos peruanos (BCP y SCOTIBANK), este préstamo tiene como finalidad el pago de las obligaciones financieras que vencen en el 1T-2022, el primer desembolso ya se efectuó por 159 millones de soles en enero 2022, al igual que los bonos corporativos, para poder recibir este financiamiento la compañía tuvo que aceptar Covenants Financieros, los cuales son:

6.1.2.1.1 Covenants de cumplimiento:

- Ratio de Endeudamiento (Deuda Financiera/EBITDA) $\leq 3.50x$
- Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (FCSD/SD) $\geq 1.15x$
- Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (EBITDA/SD) $= 1.50x$

La revisión de estos covenants será al cierre de cada trimestre calendario, en base a la información de los EE.FF. consolidados de los últimos 12 meses, los mismos que son elaborados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera – NIIF.

6.1.2.1.2 Covenants obligaciones de hacer:

- a) Subordinar cualquier obligación que tuvo o pueda tener a este préstamo.
- b) Mantener el préstamo con un estatus igual a otros financiamientos senior de la Compañía.
- c) Mantener sus activos en buen estado y debidamente asegurados.
- d) Mantener todas las licencias, autorizaciones, concesiones, permisos, títulos y derechos requeridos por autoridades gubernamentales.

6.1.2.1.3 Covenants obligaciones de no hacer:

- a) Abstenerse de pagar dividendos, reducir capital social u otra distribución a sus accionistas si ello conlleva a incurrir en incumplimiento de las obligaciones asumidas.
- b) Que la Compañía y sus subsidiarias participen en procesos de liquidación, transformación, reorganización societaria, adquisición de empresas, fusión o escisión.
- c) Transferir, vender, enajenar, donar ni dar en usufructo, arrendamiento, dar en dominio fiduciario, gravar sus activos, flujos de ingreso y/o derechos de cobro.
- d) Otorgar financiamientos, garantías personales o reales a favor de terceros.

6.1.3 Conclusiones

De acuerdo con la información publicada en los EE.FF. auditados del periodo 2021 menciona que, el objetivo principal de la gestión de capital es la maximización de valor para los accionistas, lo que a su vez termina generando valor para la compañía como ya se mencionó anteriormente.

Es bueno precisar que el grupo económico es consciente de la adecuada gestión de la estructura de capital, es así que si considera necesario realizarán los ajustes pertinentes según los cambios de las condiciones económicas y financieras del mercado, estos cambios podrían

ser: mantener o ajustar el capital, emitir nuevas acciones, ajustar el pago de dividendos o incluso devolver el capital a los accionistas.

CPSAA gestiona con debida diligencia los riesgos que conlleva su negocio, es así que cuenta con equipos calificados, gerencias bien estructuradas que tienen como finalidad mitigarlos y siempre actuando dentro del marco y su política corporativa.

6.2 CEMEX

6.2.1 Rangos de Estructura.

Según información publicada en los EE.FF. Cemex S.A.B. DE C.V. Y Subsidiarias, (2021) se puede ver que la empresa CEMEX financia sus activos principalmente con patrimonio, esta partida representa el 39% del total de sus activos, la segunda cuenta de mayor relevancia es deuda financiera de LP que representa el 31%, la otra cuenta que tiene mayor importancia es proveedores con el 10% del total de sus activos y otras cuentas que tienen una menor participación. (ver Figura 24)

Información en millones de dólares

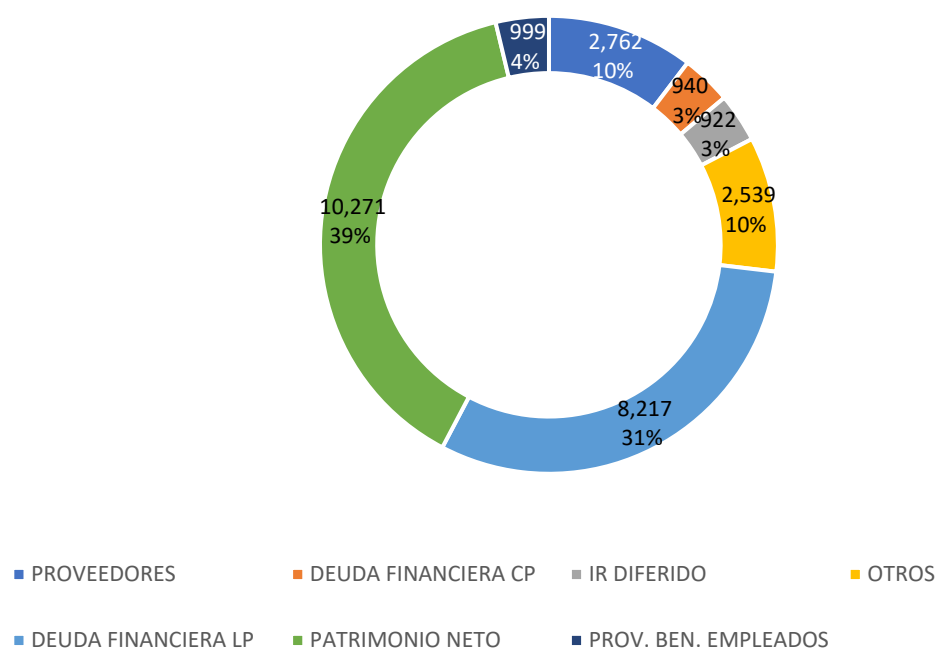


Figura 24

Estructura Capital - CEMEX.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

6.2.1.1 Estructura del Patrimonio.

De acuerdo con los EE.FF. auditados de CEMEX, S.A.B. DE C.V. y SUBSIDIARIAS (2021), el capital social de la compañía se compone por 318 millones de dólares de capital social y 7,492 millones de dólares en prima en colocacion de acciones, estas partidas a su vez se distribuyen en acciones de tipo “A” y acciones de tipo “B”, en donde 13’068 millones son acciones de fijas y 32’441 millones corresponden a acciones variables como se ve en la Tabla 11 a continuación.

Tabla 11*Acciones Cemex 2021*

Acciones	AÑO 2021		AÑO 2020	
	Serie A	Serie B	Serie A	Serie B
Suscritas y pagadas	29,457,941,452	14,728,970,726	29,457,941,452	14,728,970,726
Acciones no emitidas autorizadas para pagos a ejecutivos con acciones	881,442,830	440,721,415	881,442,830	440,721,415
Recompra de acciones	-	-	756,323,120	378,161,560
Acciones que respaldaban la emisión de obligaciones convertibles	-	-	1,970,862,596	985,431,298
Acciones autorizadas para la emisión de capital u obligaciones convertibles	-	-	302,144,720	151,072,360
TOTALES	30,339,384,282	15,169,692,141	33,368,714,718	16,684,357,359

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

La compañía menciona que las acciones de serie “A” o mexicana tiene que representar como mínimo el 64% del capital social, mientras que las acciones de serie “B” o de suscripción libre puede representar hasta el 36% del capital social.

En la Tabla 12 se observa al cierre del periodo 2021, la composición accionaria de CEMEX.

Tabla 12*Composición Accionaria CEMEX 2021*

Acciones	AÑO 2021			AÑO 2020		
	Serie A	Serie B	TOTAL	Serie A	Serie B	TOTAL
Suscritas y pagadas	29,458	14,729	44,187	29,458	14,729	44,187
Acciones no emitidas autorizadas para pagos a ejecutivos con acciones	881	441	1,322	881	441	1,322
TOTAL	30,339	15,170	45,509	30,339	15,170	45,509
Porcentaje	66.67%	33.33%	100.00%	66.67%	33.33%	100.00%

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

Acciones de tipo “A” (mexicanas): representan como mínimo el 67% del capital social (establecido mínimo por la compañía 64%) y las acciones de tipo “B”, el 33%, estas últimas pueden representar hasta el 36% del capital social, por ser de suscripción libre.

Asimismo, las acciones de la empresa están representadas por un CPO, el cual incluyen dos acciones de serie A y una acción de serie B. Al cierre del 2021 las acciones CPO en circulación es de 14,708,429,449. (Cemex, 2022).

El precio de las acciones en el mercado bursátil cotizaba un precio de USD 5.1700 y USD 6.8100 al cierre de 2021 y 2020 respectivamente, reflejando un incremento del 32% producto del buen desempeño positivo de este último año. (Yahoo finance, 2022).

En la Figura 25 se observa la estructura de deuda de Cemex.

Estructura de la Deuda				Denominación de moneda		
	2021	2020	% Var		2021	2020
Deuda CP	4%	4%		Dólar Americano	86%	64%
Deuda LP	96%	96%		Euro	3%	23%
Efectivo Neto	613	950	35%	Peso Mexicano	7%	4%
Deuda Total	7,379	9,339	21%	Otras monedas	4%	9%
Deuda Neta	6,766	8,389	19%			
				Tasa de Interés		
				Fija	90%	83%
				Variable	10%	17%

Figura 25*Deuda Cemex al 2021*

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

Asimismo, la deuda financiera de CEMEX está compuesta por 2,017 y 2,754 millones de dólares que corresponden a préstamos bancarios y 5,362 y 6,518 millones de dólares corresponden a instrumentos de deuda por pagar (notas de mediano plazo), al cierre de 2021 y 2020 respectivamente. Las notas emitidas por la compañía se encuentran garantizadas por CEMEX Concretos, CEMEX Operaciones México, Cemex Innovation Holding y CEMEX Corp.

De acuerdo con lo mencionado el patrimonio de CEMEX está en su mayoría compuesto por capital social, el cual representa el 76% del total de su patrimonio, la otra cuenta de mayor importancia son las utilidades retenidas el cual representa el 33%, sin embargo se menciona que al cierre del periodo 2021 la compañía tiene la cuenta otras reservas el cual es negativo con el -13.35%, esta cuenta contrae el patrimonio de la empresa, a continuación se presenta la figura 26 donde se muestra la composición del patrimonio.



Figura 26

Patrimonio CEMEX - 2021.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2021.

Si revisamos la evolución del patrimonio de CEMEX en los últimos 5 años no ha presentado variaciones significativas de manera global, sin embargo, si revisamos a detalle cuenta por cuenta, vemos que la cuenta capital social ha presentado algunas contracciones, dado que en el año 2019 hacia tras esta partida representaba el 96% del total del patrimonio, en el 2020 y 2021 se redujo, ahora solo representa el 76%, la variación se da principalmente porque en el periodo 2020 la empresa tuvo deterioro de crédito mercantil, el cual está relacionado con el valor en uso de las Unidades Generadoras de Efectivo “UGEs” de los activos operativos que posee la empresa en los Estados Unidos, España, Egipto y Emiratos Árabes Unidos. Según análisis la compañía menciona que este deterioro se realizó como consecuencia de los efectivos negativos de la pandemia mundial COVID-19, así como la alta incertidumbre de cuánto tiempo durara sus efectos en los distintos mercados donde opera la empresa. (ver Figura 27)

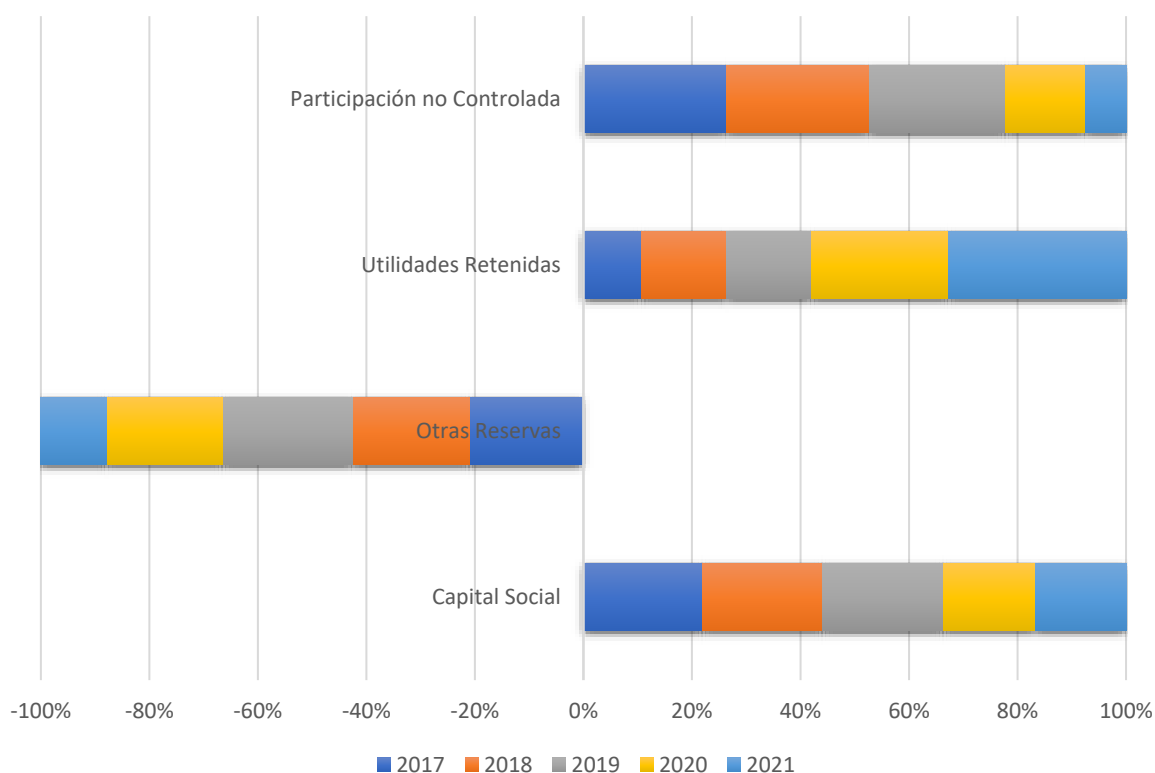


Figura 27

Estructura de Patrimonio - CEMEX.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2017-2021.

6.2.1.2 Análisis del Weighted Average Cost of Capital “WACC”.

Según la información publicada en los EE.FF. auditados de CEMEX, S.A.B. DE C.V. y SUBSIDIARIAS periodos (2017-2021) se evidencia que el Weighted Average Cost of Capital “WACC” no ha presentado variaciones significativas, sin embargo este indicador evidencia una mejora, dado que se ha ido reduciendo pasando desde 8.79% a 8.34%, es bueno mencionar el impacto que tuvo la pandemia mundial COVID-19 en WACC de la compañía dado que en el 2020 fue 7.46% y en el periodo 2021 se incrementó a 8.34%, esto principalmente por el incremento en la tasa libre de riesgo que paso de 5.55% a 7.57%, del

mismo modo el incremento en la estructura D/E que pasó de 108.92% a 124.94% en el periodo 2021, a continuación la Tabla 13 con el detalla de lo mencionado.

Tabla 13

Evolución del WACC - Cemex

EVOLUCION DEL WACC - CEMEX					
	2017	2018	2019	2020	2021
Tax Rate efectiva	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
Costo de la Deuda (antes de impuestos)	4.91%	5.02%	4.57%	4.93%	4.41%
Beta apalancado consolidado	1.04	1.36	1.60	1.38	1.18
Beta desapalancado de la Industria	0.59	0.64	0.65	0.68	0.72
Beta apalancado separado	0.98	1.02	1.05	1.17	1.08
RF	7.66%	8.66%	6.91%	5.55%	7.57%
RM	14.89%	14.85%	11.05%	10.57%	12.21%
KE	15.17%	17.07%	13.54%	12.46%	13.03%
Estructura D/E	139.21%	119.14%	106.38%	108.92%	124.94%
D/(D+E)	54.37%	51.55%	52.14%	55.54%	47.13%
E/(D+E)	45.63%	48.45%	47.86%	44.46%	52.87%
WACC	8.79%	10.08%	8.15%	7.46%	8.34%

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2017-2021.

La empresa ha realizado diversas estrategias para disminuir su deuda, como parte de su objetivo de mejorar una estructura adecuada, reducir riesgos financieros, disminuir el apalancamiento y tener un WACC deseado como se puede observar en los últimos cinco años en donde la estructura deuda-capital es de un 52% y un 48% en promedio. Una de las evidencias, es el refinanciamiento de deuda de \$3,250 millones de dólares que logró concretar a mejores condiciones de mercado y sostenibilidad. Asimismo, al cierre del periodo 2021 el 90% de la deuda se mantiene a tasa fija. (2022, memoria Cemex, resultados cuarto trimestre).

6.2.2 Análisis de Riesgo.

CEMEX es consciente del riesgo al que están expuestos por el desarrollo de sus actividades comerciales, con sus proveedores, clientes, mercado, etc. Es por ello que la compañía ha establecido un consejo de administración del riesgo por parte de la controladora los cuales establecen y supervisan el marco de gestión de riesgos, los cuáles a su vez son administrados por diversos comités, este lineamiento tiene como finalidad mitigar el cambio potencial en el valor de los activos, el cambio potencial en el valor de los pasivos, el cambio potencial en el valor de los servicios, materias primas, productos, los que pueden ser prestados y adquiridos o por adquirir o prestar, etc., del mismo modo la compañía analiza la concentración de clientes a la que puede estar expuesta. Las principales categorías de riesgo analizados por la compañía son:

Riesgo crediticio; dentro de esta categoría la empresa analiza la pérdida financiera a la que está expuesta CEMEX con sus clientes principalmente, es por ello que, la administración ha diseñado políticas para la autorización del crédito los cuales son: monitorear el comportamiento de pagos, revisar el historial de pagos, revisar la capacidad de pago, analizar la solvencia económica de cada cliente, solicitar referencias bancarias, límites de compra al crédito.

Riesgo de tasa de interés, la empresa balancea su exposición con tasas de interés fijas y variables, esto principalmente porque el mercado es muy cambiante, la empresa sabe que ante una contracción a la baja en las tasas de interés le permitirán reducir sus cargas financieras recomprando la deuda, según información financiera anualizada del periodo 2021 al 31 de diciembre el 10% de la deuda de LP está con tasa de interés variable.

Riesgo en moneda extranjera, al tener sus operaciones en distintos países la empresa está afecto a diversos tipos de cambio, es así para hacer frente a esta situación la empresa usa derivados financieros para poder afrontar la volatilidad del mercado, según información

financiera al cierre del periodo 2021 el 86% de la deuda está en dólares, el 6% en euros, el 3% en pesos, el 2% en pesos filipinos y el 3% en otras monedas.

6.2.2.1 Covenants Financieros.

Con el objetivo de dotar de liquidez a la compañía CEMEX en el año 2021 tomó un financiamiento importante, un préstamo sindicado por 3,250 millones de dólares, dinero que fue destinado para poder pagar un financiamiento del año 2017, la empresa tomo este financiamiento porque el monto fue superior en 600 millones de dólares en comparación del periodo 2017; en el proceso de toma de este financiamiento la empresa aceptó ciertos covenants que tiene que cumplirlos, estos covenants son:

Según la información publicada en los EE.FF. auditados de CEMEX, S.A.B. DE C.V. y SUBSIDIARIAS periodos (2021) afirma lo siguiente:

Bajo el Contrato de Crédito 2021, al cierre de cada trimestre para cada periodo de cuatro trimestres consecutivos, CEMEX debe cumplir con una Razón de Apalancamiento Consolidada máxima de 3.75 veces durante toda la vigencia, así como con una razón de cobertura de Flujo de Operación a gasto financiero (“Razón de Cobertura Consolidada”) mínima de 2.75 veces. Las razones financieras se calculan utilizando las cifras consolidadas bajo IFRS.

Además de lo mencionado las razones financieras de los estados financieros consolidados se muestran en la Tabla 14.

Tabla 14*Ratios Financieros Consolidados*

Ratios Financieros Consolidados		2021	2020	2019
Razón de Apalancamiento	Límite	≤ 3.75	≤ 6.25	≤ 5.25
	Cálculo	2.73	4.07	4.17
Razón de Cobertura	Límite	≥ 2.75	≥ 1.75	≥ 2.50
	Cálculo	5.99	3.82	3.86

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2019-2021.

6.2.3 Conclusiones

CEMEX al ser una compañía de talla mundial con presencia en muchos países sufrió los impactos de la pandemia COVID-19, este impacto se pudo notar en el periodo 2020, año que ocasionó mayor impacto en el patrimonio de la compañía, el impacto se dio principalmente por la paralización de varias plantas alrededor del mundo, escasez de mano de obra, limitaciones en el sistema de transporte, escasez de materia prima, alza de los precios, todo ello generó un impacto negativo en la cadena de valor, sin embargo, se resalta las acciones tomadas por la empresa, quien actuó rápidamente para poder salir de esta situación y eso hizo que cierran con un volumen de facturación similar al año 2019 y en el año 2021 la empresa tuvo una facturación muy superior al año 2019 incluso, puesto la facturación en el año 2021 fue 14,548 millones de dólares y en el año 2019 fue de 12,959 millones de dólares.

Capítulo VII: Propuestas de Reestructuración

La pandemia del COVID 19 trajo consigo cambios importantes en la forma de gestionar los negocios. Este escenario trajo consigo una importante caída en ventas y también en la rentabilidad, lo que obligó a diversas compañías a evolucionar, a poner mayor foco en las eficiencias corporativas y en enfocar esfuerzos y recursos para mantener los márgenes y los rendimientos.

El presente capítulo se enfoca en propuestas de mejora que permitirá a la compañía generar mayor valor para los accionistas y para los grupos de interés; propuestas que se enfocan en mejoras internas y que han sido ejecutadas durante la pandemia.

7.1 Cementos Pacasmayo S.A.A

7.1.1 Valorización Base

De acuerdo con lo presentado en el capítulo IV, apartado 2; la valorización base se enfocó en el desempeño histórico de la compañía, ajustado con información cualitativa estimada por la Gerencia General y la evolución del mercado cementero peruano.

Es importante destacar que, durante el 2020, la economía peruana cayó un 11% producto de las medidas de restricción para controlar la pandemia del covid-19. Se cerraron temporalmente fábricas y negocios con el fin de evitar la aglomeración y el contacto directo entre personas. Estos impactos se ven reflejados en los márgenes de CPSAA, a nivel de indicadores financieros de rentabilidad y gestión, los cuales ya han sido tomados en cuenta en el escenario base propuesto.

A continuación, se presentan en las Figuras 28 y 29, los flujos de caja históricos de la firma (6 últimos años), así como los flujos de caja proyectados para los próximos 10 años:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Utilidad operativa	272,808	198,560	241,773	270,525	176,110	318,250
(-) Impuestos	- 117,347	- 73,887	- 85,340	- 86,725	- 57,414	- 100,740
(+) Depreciación	111,266	124,715	130,105	129,675	137,597	134,001
NOPAT	266,727	249,388	286,538	313,475	256,293	351,511
CAPEX	- 135,627	- 71,333	- 98,825	- 78,816	- 47,915	- 90,395
Variación WK		- 9,660	- 78,644	- 29,048	45,089	- 123,200
Valor Perpetuo						
FCF Firm	131,100	168,395	109,069	205,611	253,467	137,916

Figura 28

Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2021.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021.

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Utilidad operativa	297,004	292,633	312,575	330,182	335,342	335,861	349,876	359,521	369,781	379,248
(-) Impuestos	- 94,015	- 92,631	- 98,944	- 104,517	- 106,151	- 106,315	- 110,751	- 113,804	- 117,052	- 120,049
(+) Depreciación	126,237	124,333	123,252	120,243	117,210	115,331	113,406	111,307	109,394	107,734
NOPAT	329,226	324,335	336,884	345,908	346,402	344,877	352,531	357,023	362,123	366,933
CAPEX	- 73,548	- 84,048	- 78,798	- 81,423	- 80,110	- 80,766	- 80,438	- 80,602	- 80,520	- 80,561
Variación WK	28,863	- 30,726	- 15,071	- 5,211	- 18,269	- 13,524	- 12,934	- 15,777	- 14,826	- 15,287
Valor Perpetuo										5,427,027
FCF Firm	284,541	209,561	243,014	259,275	248,023	250,587	259,158	260,644	266,777	5,698,112

Figura 29

Flujo de caja de la firma proyectado 2022 - 2031 (escenario base).

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2022F – 2031F.

7.1.2 Valorización con Mejoras Internas

Las propuestas de mejoras internas se basan en las palancas de gestión identificadas durante la pandemia. Estos ahorros hacen referencia principalmente a los gastos administrativos y gastos de venta y distribución.

La Tabla 15 presenta el comportamiento histórico de los indicadores financieros evaluados:

Tabla 15

Ratios históricos CPSAA

Ratios P/L	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ratio C. venta	59.4%	59.8%	63.0%	65.0%	71.1%	71.1%
G. Ventas y distrib.	3.2%	3.8%	3.5%	3.2%	3.1%	2.7%
G. Administrativos	15.6%	16.0%	13.6%	12.5%	12.6%	10.1%
Otros ingresos	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021.

Los ingresos de la compañía crecieron 49.5% durante el 2021, mientras que los gastos administrativos y de ventas también crecieron en un 28.3% y 20.0% respectivamente, pero redujeron su participación sobre ventas (de acuerdo con lo mostrado en la tabla anterior)

Si bien mayores ingresos permiten una mayor dilución de los costos fijos, tanto los gastos administrativos como de venta y distribución terminan siendo discretionales y dependen enteramente de la alta gerencia. Asimismo, los incrementos planteados en la propuesta de reestructuración tienen como crecimiento techo el crecimiento de ingresos.

Ante este nuevo escenario, el desempeño mostrado por la compañía indicaría que, ante crecimientos bruscos de ingresos, la dilución de costos sería aún mayor, mostrando mejores indicadores sobre ventas; mientras que la composición de gastos podría mantenerse estable dado el nivel actual de ventas.

Bajo este supuesto, el valor de la compañía se incrementaría a S/4,333MM , con un precio de la acción bordeando los S/6.56; lo que representa un crecimiento de 6.3% y 10.2% respectivamente sobre el escenario base. (ver Tablas 30 y 31)



	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	266,727	249,388	286,538	313,475	256,293	351,511
Ajuste u. operativa	-	-	-	-	-	-
CAPEX	- 135,627	- 71,333	- 98,825	- 78,816	- 47,915	- 90,395
Variación WK	-	- 9,660	- 78,644	- 29,048	- 45,089	- 123,200
Valor Perpetuo	-	-	-	-	-	-
FCF Firm	131,100	168,395	109,069	205,611	253,467	137,916

Figura 30

Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2021.

Adaptado los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2016-2021.

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
NOPAT	329,226	324,335	336,884	345,908	346,402	344,877	352,531	357,023	362,123	366,933
Ajuste u. operativa	68,663	55,983	50,688	49,712	48,285	59,495	57,213	57,374	58,812	60,814
Ajuste IR	-17,156	-21,899	-24,491	-25,837	-27,344	-25,152	-26,970	-28,098	-28,881	-29,530
CAPEX	73,548	84,048	78,798	81,423	80,110	80,766	80,438	80,602	80,520	80,561
Variación WK	28,863	30,726	15,071	5,211	18,269	13,524	12,934	15,777	14,826	15,287
Valor Perpetuo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	- 6,644,507
FCF Firm	353,204	265,544	293,702	308,987	296,308	310,082	316,371	318,017	325,589	6,976,406

Figura 31

Flujo de caja de la firma proyectado 2022 – 2031 (con mejoras internas).

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CPSAA, periodo 2022F-2031F.

7.2 Cementos CEMEX

7.2.1 Valorización Base

La valorización para la empresa mexicana tomó como referencia la valorización realizada en la empresa anterior, debido a que más allá que sean del mismo rubro y se encuentre en el mismo ámbito económico, se debió a que una base histórica con amplitud de años, muestra el performance de Cemex ante diversos escenarios mundiales como fue la pandemia, experiencia basta en la gestión y planes vigentes de la compañía respecto a la compañía en donde la directiva resalta principalmente el cambio de tecnología e impacto ambiental, por lo tanto no existe una fuente de información adicional que permita aplicar otro tipo de estrategia en la presente valorización.

A pesar de la coyuntura mundial, CEMEX ha mantenido un desempeño estable en la estructura de costos históricos en los últimos cinco años, con un promedio de 67% en el costo de ventas y un 22% para gastos operativos, los cuales no tuvieron impacto relevante en los años de pandemia. El único impacto resaltante de la empresa se presentó en el año 2020, ya que tuvo un gasto extraordinario de 10% respecto a años anteriores, el cual estuvo ligado directamente con gastos de salud y otros para cubrir el efecto de la pandemia, para los demás rubros componentes del estado de resultados, se mantuvieron estables.

La Compañía pudo tomar acción ante este impacto financiero producto de la pandemia, implementando ahorros de gastos mediante digitalización, trabajo remoto y reacción inmediata al cambio económico del efecto recuperación para el año 2021, el cual estuvo impulsado por programas de gobierno principalmente. Por lo tanto, este nuevo escenario económico en el que se desempeñan actualmente las grandes empresas y constructores como CEMEX es el que se está tomando como principio para proyección de gastos operativos el cual tiene un impacto importante en el EBIT de La Compañía.

Lo mencionado anteriormente se puede reflejar en las Figuras 32 y 33:

	2017	2018	2019	2020	2021
Utilidad operativa	1,530	1,407	986	436	1,618
(-) Impuestos	459	422	296	131	485
(+) Depreciación	963	763	757	878	844
NOPAT	2034	1747.9	1447.2	572.8	1976.6
CAPEX	653	788	767	591	993
Variación WK	282	61	35	101	168
Valor Perpetuo					
FCF Firm	1,663	1,021	715	119	816

Figura 32

Flujo de caja de la firma histórico 2017 – 2021

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2017-2021.

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Utilidad operativa	1,180	1,178	1,203	1,254	1,278	1,259	1,280	1,299	1,319	1,333
(-) Impuestos	354	353	361	376	383	378	384	390	396	400
(+) Depreciación	766	785	811	805	797	804	809	808	808	811
NOPAT	1,592	1,609	1,653	1,682	1,691	1,685	1,704	1,717	1,732	1,744
CAPEX	792	893	842	867	855	861	858	860	859	859
Variación WK	337	11	35	8	384	13	5	26	8	6
Valor Perpetuo										29,544
FCF Firm	463	706	775	823	452	838	842	831	865	30,423

Figura 33

Flujo de caja de la firma proyectado 2022F – 2031F (escenario base)

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2022F-2031F

7.2.2 Valorización con mejoras internas

Para el caso de CEMEX se aplicó la misma lógica respecto a mantener el mismo ratio de gastos administrativos y de ventas del año 2021 para la proyección. Además de las razones expuestas en la sección correspondiente para el caso de CPSAA se tiene también el hecho de que, al ser CEMEX una multinacional líder del sector, sus ratios de gestión y manejo de los costos y gastos de la empresa se encuentran bien optimizados sufriendo apenas variaciones respecto a años anteriores. (ver Figura 34)

Durante el 2021 se pudo observar un crecimiento del 12.16% de ventas respecto al año anterior en la empresa reduciendo sus gastos administrativos y de ventas respecto a ingresos en 0.03% en comparación del periodo inmediato anterior (mejoras sutiles para empresas de esta envergadura pero que generan una utilidad importante al término del periodo en curso).

Con esta lógica en mente y aplicando los supuestos anteriormente señalados se obtiene un valor de la compañía en \$ 23,867 MM con un precio por acción en promedio de 1\$; lo que representa un crecimiento de 32.2% y 65.5% de los montos originales respectivamente. (ver Figura 35)

	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	2,034	1,748	1,447	573	1,977
Ajuste a la utilidad operativa	-	-	-	-	-
CAPEX	-653	-788	-767	-591	-993
Ajuste IR					
Variación WK	282	61	35	-101	-168
Valor Perpetuo	-	-	-	-	-
FCF Firm	1,663	1,021	715	-119	816

Figura 34

Flujo de caja de la firma histórico 2016 – 2022.

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2017-2021.

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
NOPAT	1,592	1,609	1,653	1,682	1,691	1,685	1,704	1,717	1,732	1,744
Ajuste a la utilidad operativa	223	221	214	185	174	211	208	206	204	208
CAPEX	-792	-893	-842	-867	-855	-861	-858	-860	-859	-859
Ajuste IR	66	65	63	55	51	62	61	61	60	61
Variación WK	-337	-11	-35	8	-384	13	-5	-26	-8	-6
Valor Perpetuo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	#¡REF!
FCF Firm	751	992	1,052	1,064	677	1,111	1,112	1,097	1,129	#¡REF!

Figura 35

Flujo de caja de la firma proyectado 2022F – 2031F (con mejoras internas).

Adaptado de los EE.FF. Consolidados CEMEX, periodo 2022F-2031F.

Capítulo VIII: Conclusiones y Recomendaciones

8.1 Conclusiones

Del estudio de valuación de empresas, realizadas a las dos compañías Cementos Pacasmayo y Cementos CEMEX, se puede observar que ambas pertenecen y se desenvuelven en sectores importantes de la economía, como es el sector de la construcción, así mismo, se puede entender que estos sectores son pilares para la contribución del PBI y sostenibilidad de una economía. Es por ello que las economías en donde se ubican las empresas que han sido evaluadas, han presentado programas de gobiernos y planes de acción inmediatos para incentivar y promover el sector construcción cuando se trata de impactos importantes como fue el de la pandemia.

Por otro lado, el presente estudio ha mostrado que tanto CPSAA y CEMEX son empresas líderes del sector para los países de Perú y México respectivamente, ambas con experiencia amplia de más de 20 años en el mercado y buen manejo gerencial operativo como financiero, lo cual además los posiciona, como empresas estratégicas para ser consideradas como referentes de mercados y frente a análisis de inversionistas, esto se puede evidenciar en los resultados financieros de los últimos diez años, calificaciones crediticias y de riesgos. Asimismo, se ha podido observar que ambas empresas han tenido una reacción inmediata y han podido sostener sus planes de acción frente a situaciones económicas como las vividas en el año 2020.

Finalmente, se puede observar que existen aún mejoras de oportunidad para ambas empresas, al estar en un sector con altas barreras, pero con competidores que se encuentran a la altura, que incentivan la competitividad del mercado de cemento y que la innovación y tecnología, así como trabajar de la mano con los gobiernos pueden contribuir positivamente

en el valor de las compañías, para incentivar la construcción y enfocarse en los costos de producción.

8.2 Recomendaciones

Debido a que el objetivo del presente estudio es identificar el valor tanto de Cementos Pacasmayo como el valor de Cementos CEMEX, se presentan recomendaciones para mejorar el desempeño financiero y con ello contribuir al crecimiento en los flujos de caja:

- Continuar con la adecuada gestión financiera e inversión de capital, orientando la inversión en tecnología e innovación para impactar directamente a la estructura de costos.
- Comprometer parte de la inversión a capital verde y continuar con las estrategias de impacto en emisiones Co₂, debido a que no solo tendrán un impacto en los costos de producción, sino que también tendrán un alcance estratégico corporativo y de alianzas comerciales, impactando positivamente en las ventas.
- Fortalecer las alianzas del sector construcción en cada uno de los países y de la mano con propuestas de gobierno, así como entidades financieras para contribuir a los planes de mejoras de infraestructura, planes de viviendas y oportunidades de crecimiento dentro del país.
- Aplicar los niveles de estructura de deuda óptima para contribuir con los resultados en cada empresa y de la misma manera obtener mejores calificaciones que les permita obtener costos de financiación más competitivos.

Referencias

- Allerick, C. (2014). La Internacionalización de las empresas multilatinas: El Caso CEMEX y ARCOR. Toluca, México: Universidad Autónoma del Estado de México.
- Alvarado R., Chu, C. & Pérez K. (2020). Valorización de Cementos Pacasmayo. Lima, Perú: Universidad del Pacifico.
- Así es la primera construcción certificada en México que protege el medio ambiente. (2021, 11 de marzo). Diario el Universal. Recuperado de <https://www.eluniversal.com.mx/cartera/asi-es-la-primera-construccion-certificada-en-mexico-que-protege-el-medio-ambiente>
- Asquith P., Lawrence W. (2019). Lessons in corporate finance: a case studies approach to financial tools, financial policies and valuation. New Jersey: Wiley.
- Bailón, D., Briceño, Gustavo., & Sánchez, Luis (2017). Valorización de Cementos Pacasmayo. Lima, Perú: Universidad del Pacífico.
- Bravo S. (2005). Análisis de rentabilidad económica y financiera; Fundamentos de la valorización de empresas. Lima: ESAN.
- Capeco: construcción registraría crecimiento de 11.9 % este año. (2021, 18 de febrero). Andina. Recuperado de [https://andina.pe/agencia/noticia-capeco-construccion-registraria-crecimiento-119-este-ano-834312.aspx#:~:text=%E2%80%9CEn%20el%20corto%20plazo%2C%20el,\(6.9%20%25\)%E2%80%9D%2C%20dijo.](https://andina.pe/agencia/noticia-capeco-construccion-registraria-crecimiento-119-este-ano-834312.aspx#:~:text=%E2%80%9CEn%20el%20corto%20plazo%2C%20el,(6.9%20%25)%E2%80%9D%2C%20dijo.)

Capeco: expectativas de construcción para el 2021 se reduce de 13.9% a 11.9% por segunda ola. (2021, 19 de febrero). El Comercio. Recuperado de

<https://elcomercio.pe/economia/peru/capeco-expectativas-de-crecimiento-de-construccion-en-el-2021-se-redujo-de-139-a-119-por-segunda-ola-ncze-noticia/?ref=signwall>

Cementera Cbb inició construcción de planta en Arequipa por US\$20 millones. (2021, 19 de enero). Diario Gestión. Recuperado de

<https://gestion.pe/economia/empresas/cementera-chilena-cbb-inicio-construccion-de-planta-en-arequipa-por-us-20-millones-noticia/>

Construcción se desaceleró en enero por caída en avance de obra pública. (2021, 18 de

febrero). Diario Gestión. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/construccion-cemento-obra-publica-construccion-se-desacelero-en-enero-por-caida-en-avance-de-obra-publica-noticia/?ref=gesr>

Consumo interno de cemento crece 11,32% en octubre, pero cae producción de electricidad en 0,40%. (2020, 1 de diciembre). El Comercio. Recuperado de

<https://elcomercio.pe/economia/peru/inei-consumo-interno-de-cemento-crece-1132-en-octubre-pero-cae-produccion-de-electricidad-en-085-nndc-noticia/>

Damodaran A. (2012). Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. New Jersey: Wiley.

Despacho de cemento inició el año con tasa positiva al registrar alza de 20%. (2021, 15 de febrero). Diario Gestión. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/despacho-de-cemento-inicio-el-ano-con-tasa-positiva-al-registrar-alza-de-20-noticia/>

Dorsey P., Fiore A., Rossa I. (2019). Introduction to Industry and Company Analysis. New Jersey: CFA Institute.

El PIB de China creció un 2,3% en 2020 pese a la pandemia. (2021, 18 de enero). Diario La Vanguardia. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/economia/20210118/6184627/pib-china-2020.html>

España sufrirá el mayor desplome de las economías avanzadas en 2020. (2020, 14 de octubre). Diario Statista. Recuperado de <https://es.statista.com/grafico/23189/variacion-del-pib-real-en-paises-seleccionados-en-2020-y-2021/>

Fundamentos de Clasificación de Riesgo: Cementos Pacasmayo S.A.A. y Subsidiarias. (2020, 27 de noviembre). Class & Asociados S.A.. Recuperado de <http://www.classrating.com/informes/pacasmayo1.pdf>

Gonzalez, G. (2001). Productividad y calidad de vida en una cementera de clase mundial. Nuevo León, México: Universidad Autónoma de Nuevo León.

Guía de Negocios e Inversión en el Perú 2021. (s/f). EY. Recuperado de https://www.ey.com/es_pe/entrepreneurship/guia-de-negocios-e-inversion-peru

Guía de orientación del uso eficiente de la energía y de diagnóstico energético Industrias Cementeras. (s/f). Ministerio de Energía y Minas. Recuperado de <http://www.minem.gob.pe/descripcion.php?idSector=12&idTitular=7408>

Informe Económico de la construcción. Especial N° 29-30. La Construcción en el Perú: de la emergencia a la post pandemia (2020, junio). Capeco. Recuperado de

http://www.construccioneindustria.com/iec/descarga/IEC2930_0620.pdf?fbclid=IwAR3ncYESSpg0d8yLBDXt9OyKwTSwvYiRO4RPbXxq7JoIuB3OoQk7671oE_0

Integrity in action our code. (2018, 1 de diciembre). CEMEX. Recuperado de

<https://www.cemex.com/documents/20143/160061/Code-of-ethics.pdf/78d61821-09fd-9622-e13d-465b6268f7bd>

La clave para consolidar la recuperación: actuar con rapidez. (2021, 9 de marzo). OCDE.

Recuperado de <http://www.oecd.org/perspectivas-economicas/>

La industria global del cemento toma el camino sustentable. (2020, 8 de octubre). Expansión,

Recuperado de <https://expansion.mx/economia/2020/10/08/la-industria-global-del-cemento-toma-el-camino-sustentable>

Marco Macroeconómico Multianual 2021 - 2024. (2020, 26 de agosto). Ministerio de Economía y Finanzas. Recuperado de

https://www.mef.gob.pe/pol_econ/marco_macro/MMM_2021_2024.pdf

Memoria Anual. (2020, 7 de marzo). Cementos Pacasmayo. Recuperado de

<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Integ%20Anual%202019.pdf>

Molina, Rafel (2010). La globalización, una oportunidad para la expansión de una empresa:

Caso de estudio CEMEX. D.F., México: Universidad Nacional Autónoma de México

Pacasmayo una historia por contar. (2016, 1 de abril). Cementos Pacasmayo. Recuperado de

https://storage.googleapis.com/pacasmayo_web/assets/nosotros_historia.pdf

Pinto J. et al (2015). Equity asset valuation. New Jersey: CFA Institute.

- Reporta Cemex pérdidas por 44 millones de dólares en 2T2020. (2020, 28 de julio). Centro Urbano. Recuperado de: <https://centrourbano.com/2020/07/28/reporta-cemex-perdidas-por-44-millones-de-dolares-en-2t2020/>
- Salomón, Alfredo. (2006). La industria del cemento en México. Comercio Exterior, 56(9) 812-824. Recuperado de http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/93/6/Horiz_CEMENTO.pdf
- Se reabre caso de corrupción Cemex, vinculan con pruebas a Juan Carlos Cárdenas (2019, 21 de octubre). Efekto TV. Recuperado de: <https://www.efekto.tv/noticias/se-reabre-caso-de-corrupcion-cemex-vinculan-con-pruebas-juan-carlos-cardenas/>
- Sequeda P. (2014). Finanzas corporativas y valoración de empresas: al alcance de todos. Bogotá: Ediciones de la U.
- Stickney C., Weil R., Shipper K., Francis J. & Avolio B. (2015). Contabilidad Financiera (1era ed.). México D.F.: Cengage Learning.
- Strengthening the recovery: The need for speed. (2021, 1 de marzo). OCDE. Recuperado de <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/34bfd999-en.pdf?expires=1615776079&id=id&accname=guest&checksum=816CFCF9A4F670C61671BA6D4207236C>
- Torres, C. (2019). Grupos económicos y segmentación en la industria del cemento del Perú. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, 115 - 150. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/332277641_Grupos_economicos_y_segmen-tacion_del_mercado_en_la_industria_del_cemento_del_Peru

Torres, C. (2019). Grupos económicos y segmentación en la industria del cemento del Perú. (2019, Abril). Lima, Perú.

Zepeda, L., López R. & Salvador P. (2009). Caso de Estudio CEMEX. Monterrey, México: TEC de Monterrey.



Apéndice A: Matrices AMOFHIT

Fuerza	Variables CPSAA	¿Afecta?	Fortaleza (F)/ Debilidad (D)	Fuente
Administración	Reputación de la alta dirección y sus gerentes	X	F	Memoria anual
Administración	Prácticas de gobierno corporativo transparente y responsabilidad social	X	F	Memoria Anual. Página 25
Administración	Imagen y prestigio de la organización	X	F	Market share. RSE (página web)
Marketing	Participación de mercado	X	F	ASOCEM O CONSULTAR INEI
Marketing	Lealtad a la marca	X	F	Tendencia Market Share - ASOCEM
Operaciones	Facilidades de ubicación y diseño de planta	X	F	Memoria Anual. Informes de clasificación de riesgo: Class y Asociados y Fitch Ratings
Operaciones	Eficiencia técnica y energética	X	D	Memoria Anual - página 72
Operaciones	Capacidad de producción y eficiencia de fabricación	X	F	Memoria Anual. - p 18 y p128
Operaciones	Seguridad e higiene laboral	X	F	Memoria Anual. - p 61
Finanzas	Situación financiera: ratios de liquidez, apalancamiento, actividad, rentabilidad, y crecimiento	X	F	Información financiera - SMV
Finanzas	Nivel de apalancamiento financiero y operativo	X	D	Información financiera - SMV
Finanzas	Costo de capital en relación con la industria y los competidores	X	F	Información financiera - SMV. INCLUIR ACCESO A FINANCIAMIENTO
Finanzas	Situación tributaria	X	F	Información financiera - SMV
Finanzas	Relaciones con accionistas e inversionistas	X	F	Memoria Anual - página 132
Recursos humanos	Competencias y calificaciones profesionales	X	F	Memoria Anual p 40
Recursos humanos	Selección, capacitación, y desarrollo del personal	X	F	Memoria Anual
Recursos humanos	Calidad del clima laboral	X	F	Experiencia interna
Recursos humanos	Cultura organizacional	X	F	Experiencia interna
Sistemas de Información	Oportunidad y calidad de la información para marketing, finanzas, operaciones, logística, y recursos humanos	X	F	Experiencia interna. SAP HANA
Sistemas de Información	Información para la toma de decisiones de la gerencia	X	F	Experiencia interna. SAP HANA
Tecnología - I&D	Tecnología de punta en productos y procesos	X	F	Memoria anual
Tecnología - I&D	Número de innovaciones en productos y procesos	X	F	Memoria anual
Tecnología - I&D	Investigación y desarrollo en productos y procesos	X	F	Memoria anual
Tecnología - I&D	Patentes, marcas registradas, y protecciones legales	X	F	Marcas registradas y patentadas

Fuerza	Variables CEMEX	¿Afecta?	Fortaleza (F)/ Debilidad (D)	Fuente
Administración	Reputación de la alta dirección y sus gerentes	X	F/D	https://n9.cl/i8h2
Administración	Prácticas de gobierno corporativo transparente y responsabilidad social	X	F	Reporte integrado 2019 p97
Administración	Imagen y prestigio de la organización	X	F	https://n9.cl/hnqsp
Marketing	Participación de mercado	X	F	Reporte integrado 2019 p29
Marketing	Lealtad a la marca	X	F	Reporte integrado 2019 p48
Operaciones	Facilidades de ubicación y diseño de planta	X	F	Reporte integrado 2019 p4
Operaciones	Eficiencia técnica y energética	X	F	Reporte integrado 2019 p52
Operaciones	Capacidad de producción y eficiencia de fabricación	X	F	Reporte integrado 2019 p4
Operaciones	Seguridad e higiene laboral	X	F	https://n9.cl/ef2b
Finanzas	Situación financiera: ratios de liquidez, apalancamiento, actividad, rentabilidad, y crecimiento	X	F	EEFF. https://n9.cl/j1ums
Finanzas	Nivel de apalancamiento financiero y operativo	X	D	EEFF 2019
Finanzas	Costo de capital en relación con la industria y los competidores	X	F	EEFF 2019
Finanzas	Situación tributaria	X	F	EEFF 2019
Finanzas	Relaciones con accionistas e inversionistas	X	F	Reporte integrado 2019 p98
Recursos humanos	Competencias y calificaciones profesionales	X	F	Reporte integrado 2019 p40
Recursos humanos	Selección, capacitación, y desarrollo del personal	X	F	Reporte integrado 2019 p39
Recursos humanos	Calidad del clima laboral	X	F	https://n9.cl/qylk
Recursos humanos	Cultura organizacional	X	F	https://n9.cl/4y2p9
Sistemas de Información	Oportunidad y calidad de la información para marketing, finanzas, operaciones, logística, y recursos humanos	X	F	Estrategia integrada 2017 p73
Sistemas de Información	Información para la toma de decisiones de la gerencia	X	F	Reportes Gerenciales SAP IBP
Tecnología - I&D	Tecnología de punta en productos y procesos	X	F	Reporte integrado 2019 p96
Tecnología - I&D	Número de innovaciones en productos y procesos	X	F	Reporte integrado 2019 p13
Tecnología - I&D	Patentes, marcas registradas, y protecciones legales	X	F	CEMEX Reporte Anual P103

Apéndice B: Matrices MEFI

Matriz de Evaluación de Factores Internos (MEFI), CPSAA

Factores determinantes de éxito	Peso	Valor	Ponderación
Fortalezas			
1 Reputación de la alta dirección y sus gerentes	0.05	4	0.20
2 Prácticas de gobierno corporativo transparente y responsabilidad social	0.05	4	0.20
3 Imagen y prestigio de la organización	0.05	4	0.20
4 Participación de mercado	0.07	4	0.28
5 Lealtad a la marca	0.07	4	0.28
6 Facilidades de ubicación y diseño de planta	0.03	4	0.12
7 Seguridad e higiene laboral	0.02	4	0.08
8 Relaciones con accionistas e inversionistas	0.05	4	0.20
9 Competencias y calificaciones profesionales	0.01	4	0.04
10 Selección, capacitación, y desarrollo del personal	0.01	4	0.04
11 Calidad del clima laboral	0.01	4	0.04
12 Cultura organizacional	0.01	4	0.04
13 Oportunidad y calidad de la información para marketing, finanzas, operaciones, logística, y recursos humanos	0.01	4	0.02
14 Información para la toma de decisiones de la gerencia	0.01	4	0.02
15 Tecnología de punta en productos y procesos	0.02	3	0.06
16 Número de innovaciones en productos y procesos	0.02	3	0.06
17 Investigación y desarrollo en productos y procesos	0.02	3	0.06
18 Situación financiera: ratios de liquidez, apalancamiento, actividad, rentabilidad, y crecimiento	0.12	3	0.36
19 Nivel de apalancamiento financiero y operativo	0.08	3	0.24
20 Costo de capital en relación con la industria y los competidores	0.08	3	0.24
21 Situación tributaria	0.05	3	0.15
Subtotal	0.83		2.93
Debilidades			
1 Eficiencia técnica y energética	0.07	2	0.14
2 Capacidad de producción y eficiencia de fabricación	0.10	2	0.20
Subtotal	0.17		0.34
Total	1.00		3.27

Nota. Valor: (4) Fortaleza mayor, (3) fortaleza menor, (2) debilidad menor, (1) debilidad mayor.

Matriz de Evaluación de Factores Internos (MEFI), CEMEX

Factores determinantes de éxito	Peso	Valor	Ponderación
Fortalezas			
1 Prácticas de gobierno corporativo transparente y responsabilidad social	0.05	3	0.15
2 Imagen y prestigio de la organización	0.05	3	0.15
3 Participación de mercado	0.09	4	0.36
4 Lealtad a la marca	0.07	4	0.28
5 Facilidades de ubicación y diseño de planta	0.03	4	0.12
6 Seguridad e higiene laboral	0.02	4	0.08
7 Relaciones con accionistas e inversionistas	0.05	4	0.2
8 Competencias y calificaciones profesionales	0.01	4	0.04
9 Selección, capacitación, y desarrollo del personal	0.01	4	0.04
10 Calidad del clima laboral	0.01	4	0.04
11 Cultura organizacional	0.01	4	0.04
12 Oportunidad y calidad de la información para marketing, finanzas, operaciones, logística, y recursos humanos	0.01	4	0.02
13 Información para la toma de decisiones de la gerencia	0.01	4	0.02
14 Tecnología de punta en productos y procesos	0.02	4	0.08
15 Número de innovaciones en productos y procesos	0.02	3	0.06
16 Investigación y desarrollo en productos y procesos	0.02	4	0.08
17 Costo de capital en relación con la industria y los competidores	0.08	4	0.32
18 Situación tributaria	0.05	3	0.15
19 Eficiencia técnica y energética	0.05	4	0.2
20 Capacidad de producción y eficiencia de fabricación	0.1	4	0.4
Subtotal	0.75		2.83
Debilidades			
1 Reputación de la alta dirección y sus gerentes	0.05	2	0.1
2 Situación financiera: ratios de liquidez, apalancamiento, actividad, rentabilidad, y crecimiento	0.12	2	0.24
3 Nivel de apalancamiento financiero y operativo	0.08	2	0.16
Subtotal	0.25		0.5
Total	1		3.33

Nota. Valor: (4) Fortaleza mayor, (3) fortaleza menor, (2) debilidad menor, (1) debilidad mayor.

Apéndice C: Análisis Financiero Cementos Pacasmayo S.A.A. (CPSAA)

Tabla 16

Estado de Situación Financiera (ESF) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en miles de soles)																
Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Activos																
Total Activos																
Corrientes	900,737	553,355	619,332	748,330	877,739	1,009,390	976,235	999,081	1,027,487	1,060,199	1,086,935	1,112,626	1,144,702	1,175,707	1,207,291	1,239,649
Total Activos No																
Corrientes	2,419,886	2,260,760	2,245,292	2,183,228	2,138,545	2,192,382	2,206,191	2,183,368	2,180,893	2,190,256	2,184,780	2,185,267	2,186,793	2,185,664	2,185,921	2,186,121
TOTAL DE																
ACTIVOS	3,320,623	2,814,115	2,864,624	2,931,558	3,016,284	3,201,772	3,182,426	3,182,449	3,208,380	3,250,455	3,271,715	3,297,892	3,331,495	3,361,371	3,393,212	3,425,770
Pasivos y																
Patrimonio																
Total Pasivos																
Corrientes	180,652	205,001	261,840	352,676	265,070	722,160	519,054	545,685	610,217	573,966	592,049	607,897	607,749	619,312	628,868	636,354
Total Pasivos No																
Corrientes	1,159,942	1,102,406	1,151,421	1,157,231	1,383,659	1,283,807	1,438,474	1,405,936	1,349,147	1,415,725	1,419,349	1,413,285	1,431,214	1,435,627	1,445,275	1,456,935
Total Pasivos	1,340,594	1,307,407	1,413,261	1,509,907	1,648,729	2,005,967	1,957,528	1,951,621	1,959,364	1,989,692	2,011,397	2,021,182	2,038,963	2,054,939	2,074,144	2,093,289
Total Patrimonio	1,980,029	1,506,708	1,451,363	1,421,651	1,367,555	1,195,805	1,224,898	1,230,827	1,249,017	1,260,764	1,260,318	1,276,710	1,292,532	1,306,431	1,319,068	1,332,481
TOTAL PASIVO																
Y PATRIMONIO	3,320,623	2,814,115	2,864,624	2,931,558	3,016,284	3,201,772	3,182,426	3,182,449	3,208,380	3,250,455	3,271,715	3,297,892	3,331,495	3,361,371	3,393,212	3,425,770

Tabla 17

Estado de Resultados (ER) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.

ESTADO DE RESULTADOS 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en miles de soles)

Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Ingresos de																
Actividades																
Ordinarias	1,240,169	1,225,639	1,262,934	1,392,701	1,296,334	1,937,767	1,995,900	2,049,413	2,104,361	2,160,782	2,218,715	2,278,202	2,339,284	2,402,003	2,466,405	2,532,532
Costo de Ventas	-736,530	-732,956	-796,206	-905,806	-921,048	-1,378,336	-1,378,634	-1,443,153	-1,477,410	-1,510,374	-1,556,979	-1,596,878	-1,638,809	-1,684,001	-1,728,604	-1,774,884
Ganancia (Pérdida)																
Bruta	503,639	492,683	466,728	486,895	375,286	559,431	617,266	606,260	626,950	650,408	661,736	681,324	700,475	718,002	737,801	757,648
Ganancia (Pérdida)																
Operativa	272,808	198,560	241,773	270,525	176,110	318,250	297,004	292,633	312,575	330,182	335,342	335,861	349,876	359,521	369,781	379,248
Ganancia (Pérdida)																
antes de Impuestos	198,110	128,417	116,141	194,353	85,898	224,111	179,821	174,780	204,757	221,499	224,939	221,488	236,085	246,634	255,880	264,237
Ganancia (Pérdida)																
Neta del Ejercicio	112,894	80,631	75,146	132,047	57,894	153,170	122,900	119,455	139,942	151,385	153,736	151,377	161,353	168,564	174,883	180,594

Tabla 19*Análisis Horizontal 2016-2021 y Proyección al 2031 del ESF Cementos Pacasmayo S.A.A.*

ANÁLISIS HORIZONTAL 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031															
Partida	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Activos															
Total Activos Corrientes	-38.57%	11.92%	20.83%	17.29%	15.00%	-3.28%	2.34%	2.84%	3.18%	2.52%	2.36%	2.88%	2.71%	2.69%	2.68%
Total Activos No Corrientes	-6.58%	-0.68%	-2.76%	-2.05%	2.52%	0.63%	-1.03%	-0.11%	0.43%	-0.25%	0.02%	0.07%	-0.05%	0.01%	0.01%
TOTAL DE ACTIVOS	-15.25%	1.79%	2.34%	2.89%	6.15%	-0.60%	0.00%	0.81%	1.31%	0.65%	0.80%	1.02%	0.90%	0.95%	0.96%
Pasivos y Patrimonio															
Total Pasivos Corrientes	13.48%	27.73%	34.69%	-24.84%	172.44%	-28.12%	5.13%	11.83%	-5.94%	3.15%	2.68%	-0.02%	1.90%	1.54%	1.19%
Total Pasivos No Corrientes	-4.96%	4.45%	0.50%	19.57%	-7.22%	12.05%	-2.26%	-4.04%	4.93%	0.26%	-0.43%	1.27%	0.31%	0.67%	0.81%
Total Pasivos	-2.48%	8.10%	6.84%	9.19%	21.67%	-2.41%	-0.30%	0.40%	1.55%	1.09%	0.49%	0.88%	0.78%	0.93%	0.92%
Total Patrimonio	-23.90%	-3.67%	-2.05%	-3.81%	-12.56%	2.43%	0.48%	1.48%	0.94%	-0.04%	1.30%	1.24%	1.08%	0.97%	1.02%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	-15.25%	1.79%	2.34%	2.89%	6.15%	-0.60%	0.00%	0.81%	1.31%	0.65%	0.80%	1.02%	0.90%	0.95%	0.96%

Tabla 20

Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER Cementos Pacasmayo S.A.A.

ANÁLISIS VERTICAL 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031

Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Ingresos de Actividades Ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-59%	-60%	-63%	-65%	-71%	-71%	-69%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%
Ganancia (Pérdida) Bruta	41%	40%	37%	35%	29%	29%	31%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Ganancia (Pérdida) Operativa	22%	16%	19%	19%	14%	16%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	16%	10%	9%	14%	7%	12%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	9%	7%	6%	9%	4%	8%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%

Tabla 21

Análisis Horizontal 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER Cementos Pacasmayo S.A.A.

ANÁLISIS HORIZONTAL 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031

Partida	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Ingresos de Actividades Ordinarias	-1.2%	3.0%	10.3%	-6.9%	49.5%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Costo de Ventas	-0.5%	8.6%	13.8%	1.7%	49.6%	0.0%	4.7%	2.4%	2.2%	3.1%	2.6%	2.6%	2.8%	2.6%	2.7%
Ganancia (Pérdida) Bruta	-2.2%	-5.3%	4.3%	-22.9%	49.1%	10.3%	-1.8%	3.4%	3.7%	1.7%	3.0%	2.8%	2.5%	2.8%	2.7%
Ganancia (Pérdida) Operativa	-27.2%	21.8%	11.9%	-34.9%	80.7%	-6.7%	-1.5%	6.8%	5.6%	1.6%	0.2%	4.2%	2.8%	2.9%	2.6%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	-35.2%	-9.6%	67.3%	-55.8%	160.9%	-19.8%	-2.8%	17.2%	8.2%	1.6%	-1.5%	6.6%	4.5%	3.7%	3.3%
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	-28.6%	-6.8%	75.7%	-56.2%	164.6%	-19.8%	-2.8%	17.2%	8.2%	1.6%	-1.5%	6.6%	4.5%	3.7%	3.3%

Tabla 22

Cálculo del FCFF periodo 2016-2021 y proyección al 2031 Cementos Pacasmayo S.A.A.

CÁLCULO DEL FCFF 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en miles de soles)																
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Utilidad operativa	272,808	198,560	241,773	270,525	176,110	318,250	297,004	292,633	312,575	330,182	335,342	335,861	349,876	359,521	369,781	379,248
(-) Impuestos	-117,347	-73,887	-85,340	-86,725	-57,414	-100,740	-94,015	-92,631	-98,944	-104,517	-106,151	-106,315	-110,751	-113,804	-117,052	-120,049
(+) Depreciación	111,266	124,715	130,105	129,675	137,597	134,001	126,237	124,333	123,252	120,243	117,210	115,331	113,406	111,307	109,394	107,734
NOPAT	266,727	249,388	286,538	313,475	256,293	351,511	329,226	324,335	336,884	345,908	346,402	344,877	352,531	357,023	362,123	366,933
CAPEX	-135,627	-71,333	-98,825	-78,816	-47,915	-90,395	-73,548	-84,048	-78,798	-81,423	-80,110	-80,766	-80,438	-80,602	-80,520	-80,561
Variación WK		-9,660	-78,644	-29,048	45,089	-123,200	28,863	-30,726	-15,071	-5,211	-18,269	-13,524	-12,934	-15,777	-14,826	-15,287
Valor Perpetuo																5,427,027
FCF Firm	131,100	168,395	109,069	205,611	253,467	137,916	284,541	209,561	243,014	259,275	248,023	250,587	259,158	260,644	266,777	5,698,112

Apéndice D: Análisis Financiero Cementos México SA (CEMEX)

Tabla 23

Estado de Situación Financiera (ESF) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 – CEMEX.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en millones de dólares)

Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Total Activos Corrientes	4,621	3,636	3,421	4,579	4,235	4,225	4,781	4,874	4,929	4,958	5,374	5,428	5,479	5,537	5,593	5,649
Total Activos No Corrientes	26,713	26,248	25,760	24,784	23,190	22,425	23,412	22,958	22,932	23,100	22,997	23,009	23,035	23,014	23,020	23,023
TOTAL DE ACTIVOS	31,334	29,884	29,181	29,363	27,425	26,650	28,193	27,832	27,860	28,059	28,371	28,437	28,515	28,551	28,612	28,672
Pasivos y Patrimonio																
Total Pasivos Corrientes	4,284	5,906	4,795	5,409	5,352	5,380	5,336	5,543	5,504	5,521	5,567	5,612	5,650	5,676	5,711	5,752
Total Pasivos No Corrientes	16,771	13,380	13,333	13,130	13,121	10,999	12,270	11,358	11,068	10,866	10,148	9,697	9,233	8,704	8,152	7,551
Total Pasivos	21,056	19,286	18,128	18,539	18,473	16,379	17,606	16,901	16,572	16,387	15,716	15,309	14,883	14,380	13,863	13,303
Total Patrimonio	10,278	10,598	11,053	10,824	8,952	10,271	10,587	10,931	11,289	11,672	12,128	12,595	13,093	13,625	14,198	14,811
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	31,334	29,884	29,181	29,363	27,425	26,650	28,193	27,832	27,860	28,059	27,844	27,904	27,976	28,005	28,060	28,113

Tabla 24

Estado de Resultados (ER) periodos 2016-2021 y Proyección al 2031 – CEMEX.

ESTADO DE RESULTADOS 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en millones de dólares)																
Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024	2025	2026	2027	2028F	2029F	2030F	2031F
Ingresos de Actividades Ordinarias	13,034	12,926	13,531	13,130	12,970	14,548	14,719	14,892	15,067	15,244	15,424	15,605	15,788	15,974	16,162	16,352
Costo de Ventas	- 8,357	- 8,365	- 8,849	- 8,825	- 8,791	- 9,875	- 9,954	- 10,091	- 10,209	- 10,322	- 10,448	- 10,570	- 10,694	- 10,820	- 10,947	- 11,076
Ganancia (Pérdida) Bruta	4,678	4,561	4,682	4,305	4,179	4,673	4,765	4,801	4,859	4,922	4,975	5,035	5,095	5,154	5,215	5,276
Ganancia (Pérdida) Operativa	1,774	1,530	1,407	986	- 436	1,618	1,180	1,178	1,203	1,254	1,278	1,259	1,280	1,299	1,319	1,333
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	920	661	717	253	- 1,274	932	386	478	517	572	647	659	714	768	825	880
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	794	867	570	179	- 1,446	778	322	352	367	389	464	476	507	543	583	625
Total de Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión	0															
RATE TAX	0	0	0	1	- 0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación adiciones	733	679	657	633	748	724	646	665	691	685	677	684	689	688	688	691
Depreciación ventas y/o retiros																
Amortización	102	108	106	124	130	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Total Depreciación y amortización	835	963	763	757	878	844	766	785	811	805	797	804	809	808	808	811

Tabla 26*Análisis Vertical 2016-2021 y Proyección al 2031 del ER – CEMEX.*

ANÁLISIS VERTICAL 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031																
Partida	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Ingresos de Actividades Ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-64%	-65%	-65%	-67%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%	-68%
Ganancia (Pérdida) Bruta	36%	35%	35%	33%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Ganancia (Pérdida) Operativa	14%	12%	10%	8%	-3%	11%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	7%	5%	5%	2%	-10%	6%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	6%	7%	4%	1%	-11%	5%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%

Tabla 27*Análisis Horizontal 2017-2021 y Proyección al 2031 del ER – CEMEX.*

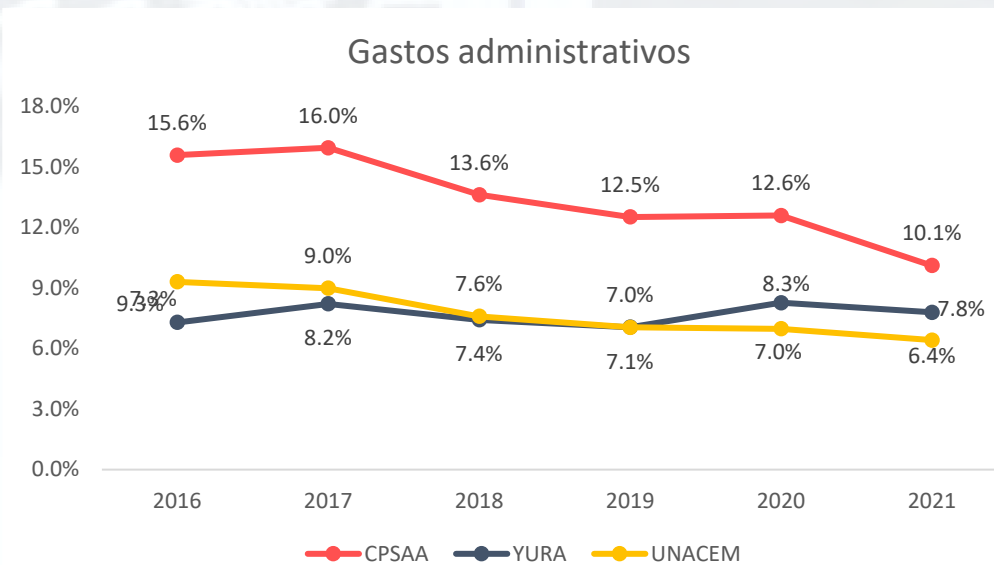
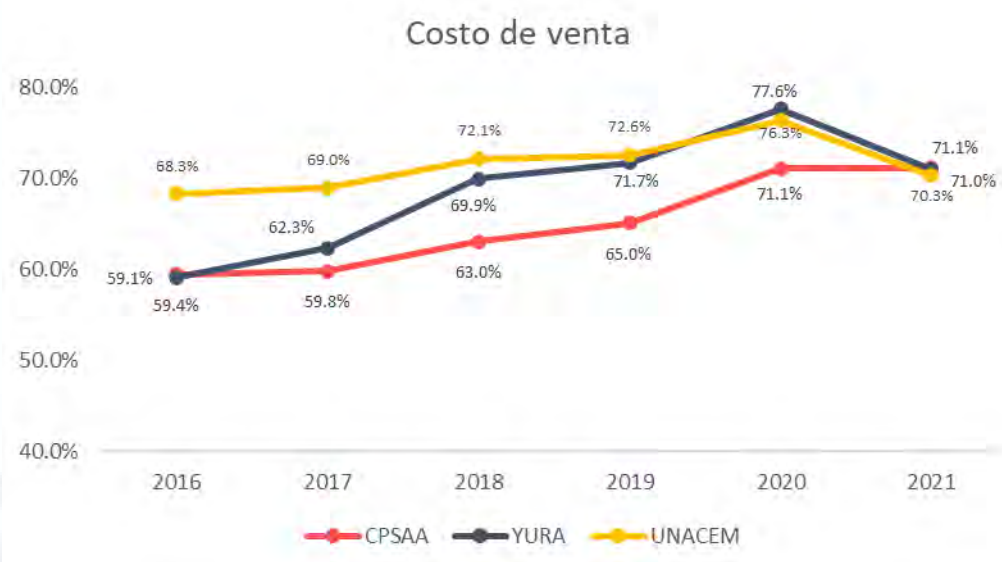
ANÁLISIS HORIZONTAL 2016-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031																
Partida	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	
Ingresos de Actividades Ordinarias	-1%	1%	9%	-5%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	
Costo de Ventas	-1%	4%	14%	2%	-4%	3%	2%	-1%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	
Ganancia (Pérdida) Bruta	0%	-3%	2%	-15%	14%	-2%	-1%	3%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	
Ganancia (Pérdida) Operativa	-3%	1%	7%	-19%	9%	-3%	1%	6%	-2%	-1%	2%	1%	0%	0%	0%	
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	-34%	-13%	72%	-52%	33%	-2%	4%	19%	1%	1%	7%	5%	5%	5%	5%	
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	-19%	-18%	72%	-56%	37%	-2%	4%	19%	1%	1%	7%	5%	5%	5%	5%	

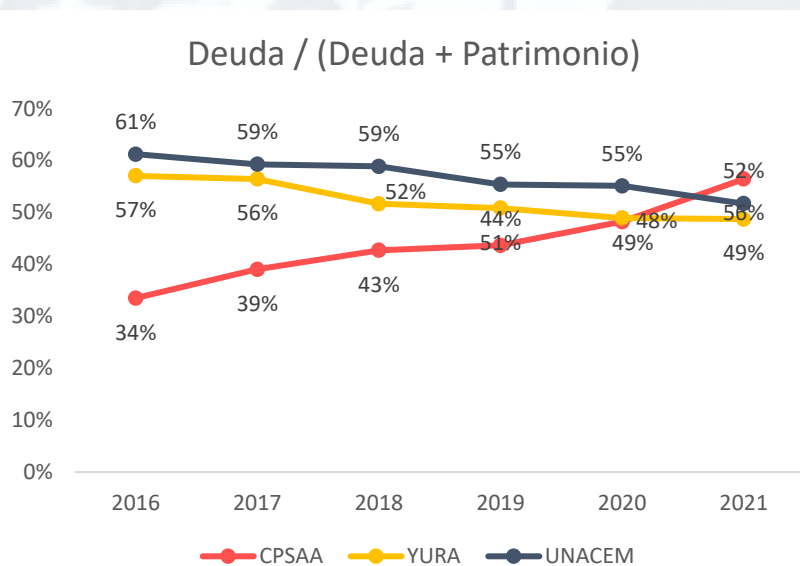
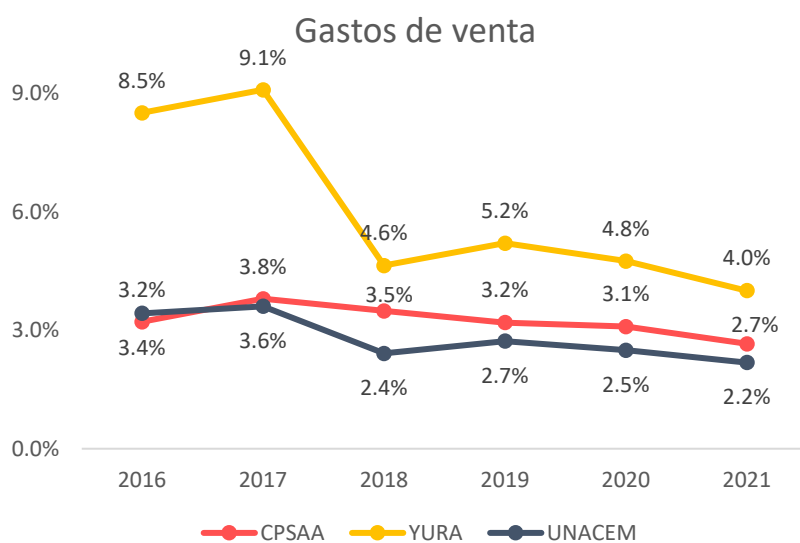
Tabla 28

Cálculo del FCFF periodo 2017-2021 y proyección al 2031 – CEMEX.

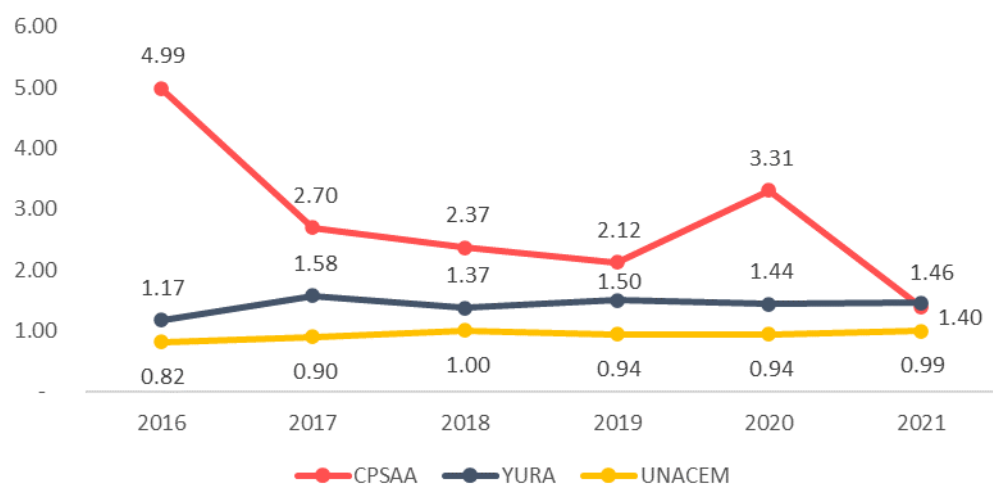
CÁLCULO DEL FCFF 2017-2021 Y PROYECCIÓN AL 2031 (Cifras en millones de dólares)															
	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Utilidad operativa	1,530	1,407	986	-436	1,618	1,180	1,178	1,203	1,254	1,278	1,259	1,280	1,299	1,319	1,333
(-) Impuestos	-459	-422	-296	131	-485	-354	-353	-361	-376	-383	-378	-384	-390	-396	-400
(+) Depreciación	963	763	757	878	844	766	785	811	805	797	804	809	808	808	811
NOPAT	- 2,034	1,748	1,447	573	1,977	1,592	1,609	1,653	1,682	1,691	1,685	1,704	1,717	1,732	1,744
CAPEX	-653	-788	-767	-591	-993	-792	-893	-842	-867	-855	-861	-858	-860	-859	-859
Variación WK	282	61	35	-101	-168	-337	-11	-35	8	-384	13	-5	-26	-8	-6
Valor Perpetuo															29,544
FCF Firm	- 1,663	1,021	715	-119	816	463	706	775	823	452	838	842	831	865	30,423

Apéndice E: Gráficos de tendencia sectorial CPSAA.

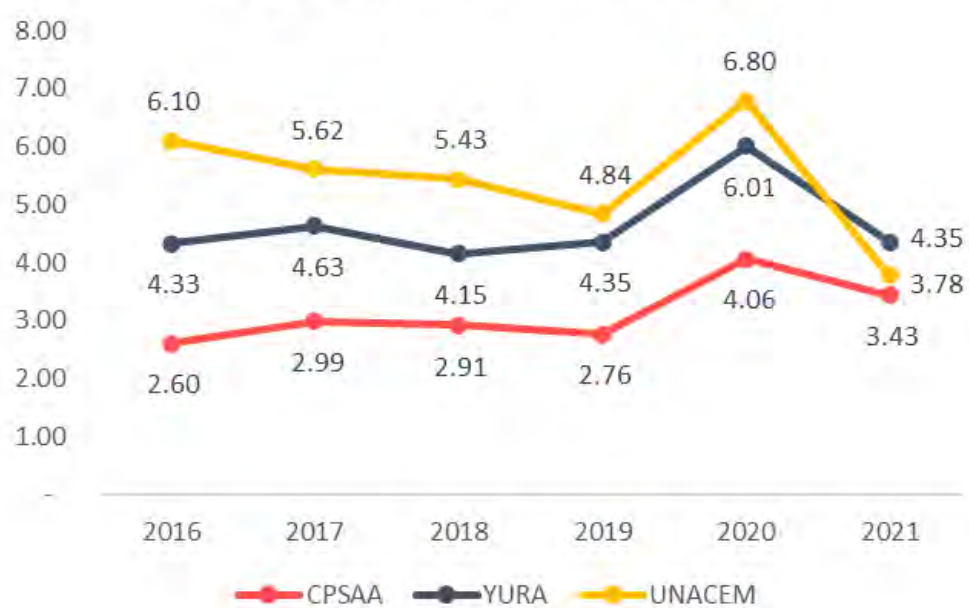




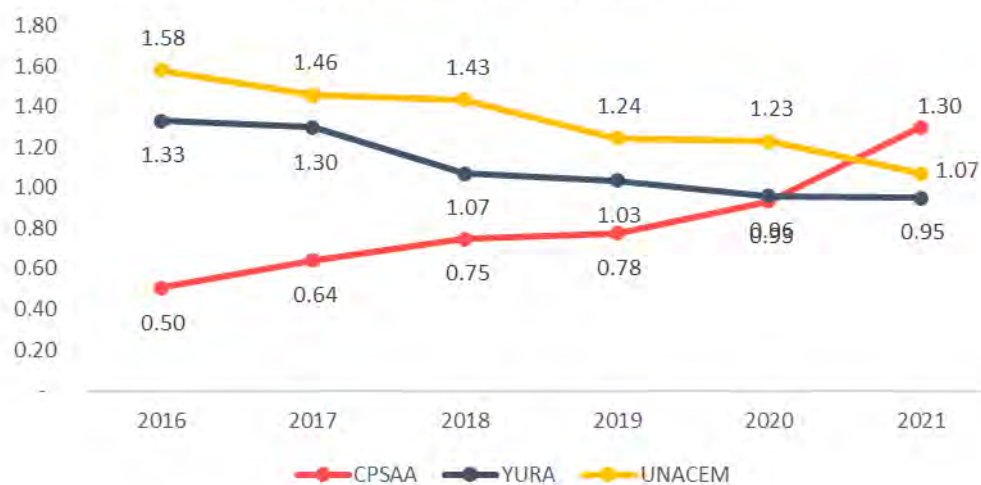
Ratio de Liquidez



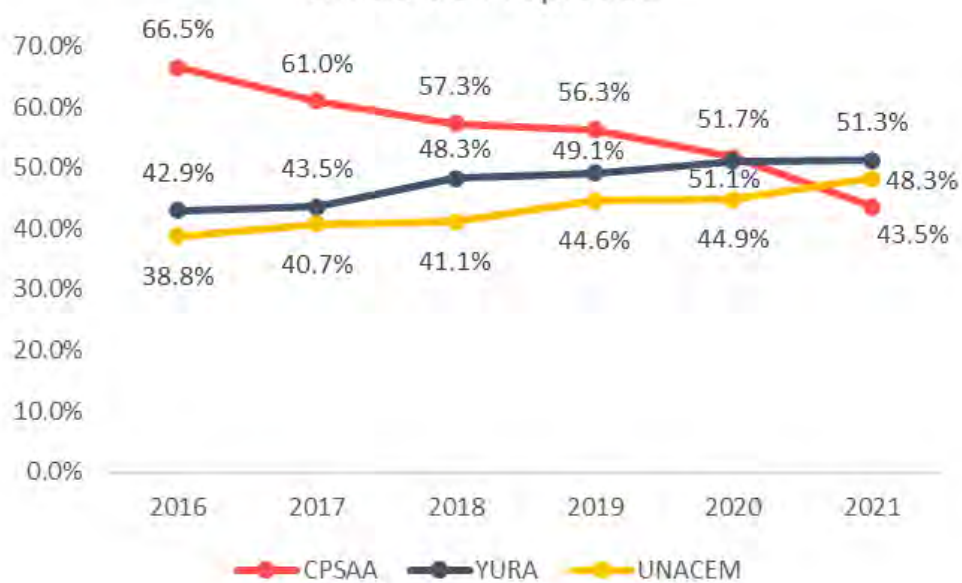
Apalancamiento Financiero



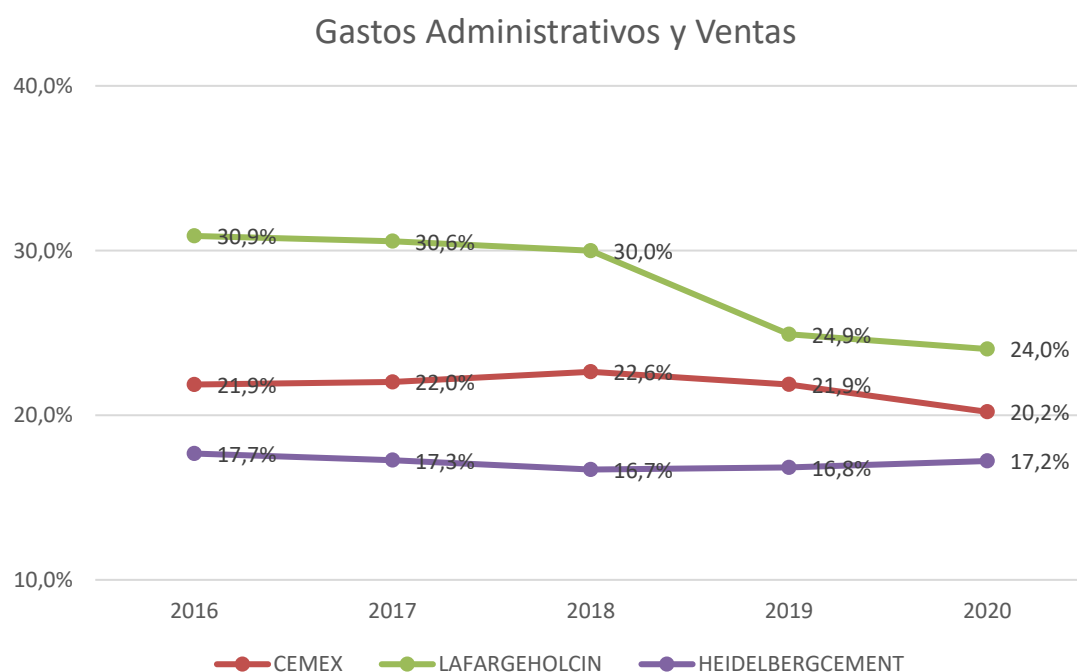
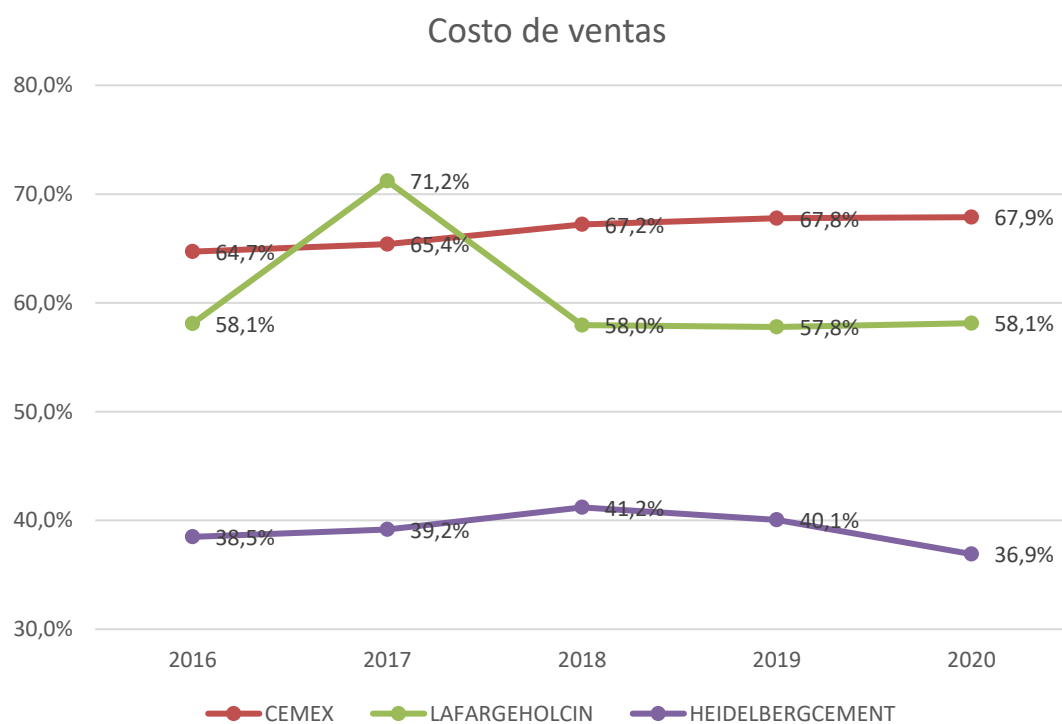
Apalancamiento Patrimonial



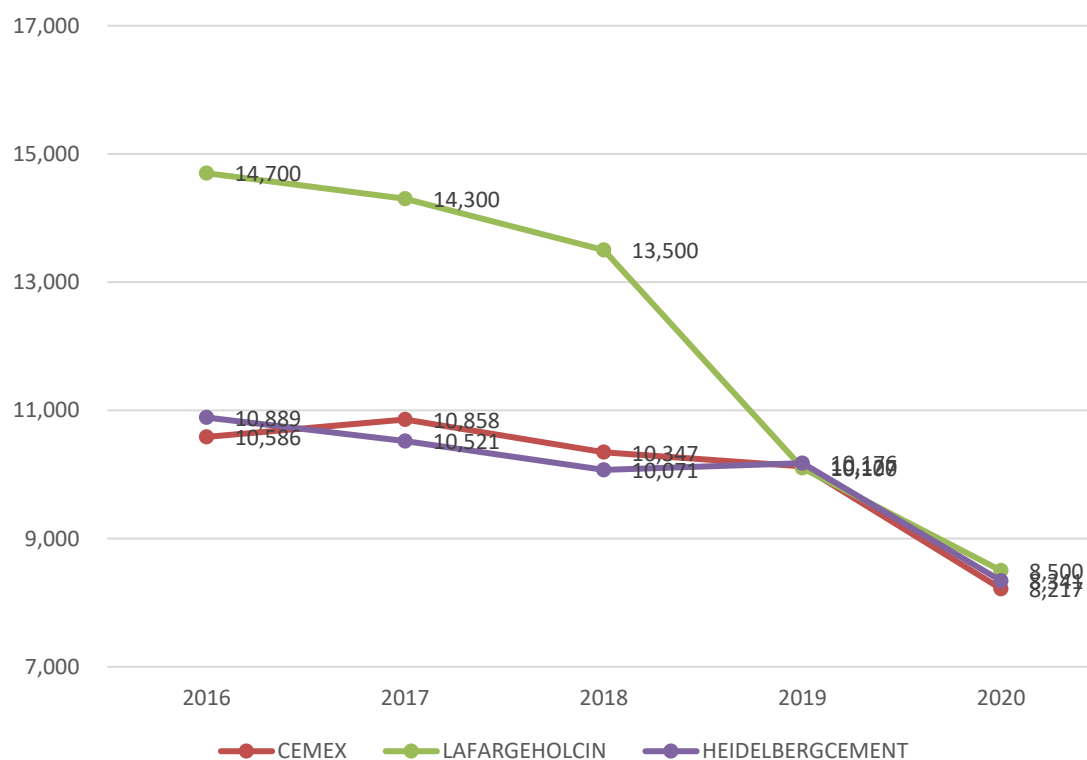
Grado de Propiedad



Apéndice F: Gráficos de tendencia sectorial CEMEX.



Deuda Total



Deuda / (Deuda + Patrimonio)

