

Cementos Pacasmayo S.A.A. y Subsidiarias

Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo otorgados a Cementos Pacasmayo S.A.A. (en adelante CPSAA o la Compañía) se sustentan principalmente en lo siguiente:

Sólida posición de mercado: Pacasmayo es el único productor de cemento en la región norte del país con una creciente participación de mercado, alcanzando un 26.6% en el 2021 (21.0% en el 2017) que lo consolida como el segundo más grande productor de cemento del país. 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.

Eficiente estructura de costos: Pacasmayo cuenta con tres plantas distribuidas en la región que le permite abastecer la totalidad de la demanda de la zona, con menores costos (transporte) por su cercanía al consumidor final. Asimismo, la integración vertical de sus operaciones con canteras propias (con reservas para más de 70 años) muy próximas a sus plantas que le abastecen del principal insumo (piedra caliza), le permite minimizar los costos de transporte. Pacasmayo ha mostrado un ratio de utilización de sus plantas de 53% en promedio durante los años pre pandemia. Sin embargo, con la reactivación de la economía luego de levantado el periodo de cuarentena, el ratio de utilización de clínker y cemento se incrementó a 73.3% y 73.5%, a fines del 2021, nivel que se eleva a 100% si solo se considera las plantas eficientes. Es por ello que se aprobó una expansión de la Planta Pacasmayo por US\$73 MM, que permitirá generar 600,000 TM adicionales por año de clínker (+22%), y el proyecto estaría culminando en el 2023. Esto le permitirá reducir el uso de clínker importado, reducir costos y con ello mantener adecuados márgenes.

Extensa red de distribución: la Compañía ha desarrollado una de las redes de distribución de materiales de construcción más grandes a nivel local, que consta de 240 minoristas con 379 tiendas físicas bajo la marca DINO, que explican alrededor del 70% de las ventas del Grupo. Esto representa una ventaja clave para la empresa y crea barreras adicionales para el ingreso de nuevos competidores, sobre todo por las características del mercado donde cerca del 70% de las ventas se dirigen al segmento de autoconstrucción (*retail*). La Compañía abastece la mayoría de los productos ofrecidos por las tiendas DINO, y además desarrolla programas de incentivos y fidelidad con sus clientes.

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 norte se mantiene sólida, y los despachos de cemento han superado incluso los niveles pre pandemia. Así en el 2021, la producción de cemento ascendió a 3.6 MM de TM, superior a los 2.6 MM TM tanto del 2020 y del 2019. Esto muestra una gran resiliencia de las ventas de la empresa, donde cerca del 70% se dirigen al segmento de autoconstrucción, el cual se vio favorecido por la mayor liquidez de las personas y mayor presupuesto para el mejoramiento del hogar, dados los incentivos otorgados por el gobierno (bonos familiares, retiro de AFP, CTS). Para el 2022, se espera una demanda estable, también impulsada por la ejecución de proyectos de inversión pública en el norte del país "Reconstrucción con Cambios", enfocado principalmente en pistas, veredas, colegios y hospitales; Programa Arranca Perú, a cargo de las Municipalidades, el cual financia proyectos de infraestructura básica con uso intensivo en mano de obra; y las modernizaciones de los aeropuertos de Piura y Chiclayo; entre otros.

Adecuada generación de flujos y holgados ratios de cobertura: Durante el 2021 la Compañía obtuvo un EBITDA consolidado de S/ 447 MM, el más alto en su historia,

Ratings	Actual	Anterior
2do. Programa de Emisión de Bonos Corporativos		
1era emisión	AA+ (pe)	AA+ (pe)
2da emisión	AA+ (pe)	AA+ (pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2021

Clasificaciones otorgadas en Comité de fecha
26/05/2022 y 26/08/2021.

Perspectiva
Estable

Indicadores Financieros

Cementos Pacasmayo SAA y Subs

(S/ MM)	Mar-22*	Dic-21	Dic-20
Ingresos	1,998	1,938	1,296
EBITDA ⁽¹⁾	470	447	311
Flujo de Caja Operativo (CFO)	186	171	331
Deuda Financiera Total ⁽²⁾	1,505	1,551	1,275
Caja y valores líquidos	265	273	309
Deuda Fin. Total / EBITDA	3.2	3.5	4.1
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2.6	2.9	3.1
EBITDA / Gastos Fin.	5.2	5.0	3.5

* Últimos 12 meses

⁽¹⁾ No incluye otros ingresos y egresos

⁽²⁾ Incluye pasivos por arrendamiento

Fuente: CPSAA

Metodologías Aplicadas

Metodología de Clasificación de Empresas No Financieras (marzo 2022)

Analistas

Anel Casas
anel.casas@aai.com.pe

Johanna Izquierdo
johanna.izquierdo@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

nivel que resultó 44% superior al reportado en el 2020 (año afectado por la pandemia) e incluso superior a los S/ 398 MM del 2019, producto de la fuerte recuperación de la demanda. Cabe señalar que el margen EBITDA de 23.1% resultó inferior al 24.0% del 2020 (28.6% en el 2019) dada la necesidad de importar clínker para cubrir la mayor demanda de cemento, ante las paradas programadas en el año.

En los últimos 12 meses a marzo 2022, se registró un EBITDA de S/ 470 MM, y un margen EBITDA de 23.5%, mostrando una mejora, dadas las subidas en los precios de venta que permitieron mitigar el incremento en los costos de sus principales insumos, ante una demanda estable.

La importante recuperación del EBITDA permitió mejorar el ratio de cobertura de intereses medida como EBITDA / Gastos Financieros a 5.2x y 5.0x a marzo 2022 y diciembre 2021, respectivamente (2020: 3.5x, 2019: 5.1x).

Adecuados niveles de apalancamiento: Durante el último año, el apalancamiento medido como Deuda Financiera Total¹ / EBITDA se redujo de 4.1x a 3.5x, pero aún es superior al 2.8x del 2019. La mejora en el endeudamiento se dio por la mayor generación de EBITDA, porque la deuda se incrementó para financiar el proyecto de ampliación. Si se descuenta la importante liquidez que mantiene en caja, la Compañía registraría un ratio de apalancamiento neto de 2.9x a dic. 2021 (2020: 3.1x, 2019: 2.6x). Dentro de la composición de la deuda financiera, se encuentran los bonos emitidos en el mercado internacional, con un saldo remanente de US\$131 MM, los cuales se encuentran coberturados con contratos *cross-currency swap*, con lo cual la Compañía registraría un indicador de apalancamiento ajustado neto de caja de 2.6x (2020: 2.9x, 2019: 2.5x).

Cabe indicar que en el 2021, la Compañía fijó condiciones para un financiamiento de mediano plazo en moneda local "Club Deal", el cual le permitirá refinanciar sus pasivos de corto plazo y el bono internacional con vencimiento en el 2023, por un total de S/ 860 MM. Con ello, se contará con un perfil de vencimientos más holgado, dado que son 7 años de plazo con 18 meses de periodo de gracia para amortizar.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Una acción negativa de clasificación podría darse en caso la demanda se vea impactada negativamente por la incertidumbre política; se produjera un deterioro persistente en los márgenes, más allá de los sensibilizado por la Clasificadora de modo que se mantenga de manera sostenida un endeudamiento consolidado mayor a 3.5x.

De otro lado, debido a la actual coyuntura es poco probable que en el corto plazo se produzca un aumento en las clasificaciones de riesgo asignadas. Hacia el mediano plazo, una acción positiva se daría en caso la demanda crezca sostenidamente por encima de lo proyectado y la generación de Ebitda permitan mostrar un endeudamiento menor a 2.5x de manera sostenida.

¹ Incluye pasivos por arrendamiento

Perfil

Cementos Pacasmayo S.A.A. (CPSAA) inició sus operaciones en 1949 y es controlada por el Grupo Hochschild (50.01% de las acciones), el cual tiene una importante trayectoria en minería y actividades industriales y cuenta con operaciones en Perú, Argentina, México y Chile.

La Compañía cuenta con tres plantas de cemento ubicadas en el norte del Perú, una en Pacasmayo, en el Departamento de la Libertad, otra en Piura y una tercera en Rioja (a través de la subsidiaria Cemento Selva) que totalizan una capacidad de 4.94 MM TM. Esto la convierte en el único productor de la zona norte del país y le permite atender a casi la totalidad de la demanda. Se consolida como el segundo productor más grande del país con una participación de mercado del 26.6%, y un ratio de utilización de 73.5% durante el 2021, nivel que se eleva a 100% si se considera sólo las plantas eficientes.

	2020		2021		Mar-2022	
	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento
Capacidad Prod.						
Planta Pacasmayo	1,500	2,900	1,500	2,900	1,500	2,900
Planta Rioja	280	440	280	440	280	440
Planta Piura	1,000	1,600	1,000	1,600	1,000	1,600
Capacidad Total	2,780	4,940	2,780	4,940	2,780	4,940
Producción						
Planta Pacasmayo	712	1,307	879	1,970	232	450
Planta Rioja	198	263	264	338	61	79
Planta Piura	566	1,020	893	1,324	275	353
Producción Total	1,476	2,590	2,036	3,632	568	882
Ratio Utilización						
Planta Pacasmayo	47.5%	45.1%	58.6%	67.9%	61.8%	62.0%
Planta Rioja	70.9%	59.8%	94.3%	76.8%	87.1%	71.4%
Planta Piura	56.6%	63.7%	89.3%	82.7%	110.0%	88.4%
R. Utilización Total	53.1%	52.4%	73.3%	73.5%	81.7%	71.4%

Fuente: Cementos Pacasmayo

Cabe indicar que en el último trimestre del 2021, se aprobó la expansión de la planta de Pacasmayo, que permitirá producir 600,000 TM adicionales de clínker por año. Este proyecto demandará una inversión de US\$73 MM, y reducirá las presiones a importar clínker (600k TM en el 2021), mejorando los márgenes. La expansión de la planta estaría culminándose en el 2023 y el *payback* es casi dos años, debido al importante ahorro en los costos de importación.

Estrategia

La estrategia de Pacasmayo consiste en crear soluciones constructivas innovadoras, eficientes y personalizadas según las necesidades de sus clientes. Para ello ha ampliado su oferta de productos ofreciendo seis tipos de cemento (con distintos aditivos según las necesidades de los clientes) así como también productos prefabricados, bloques de cemento y concreto pre-mezclado. Así en el largo plazo aspira tener un *mix* de ventas balanceado entre cemento y soluciones constructivas.

Su estrategia comercial está soportada en una extensa red de distribución (DINO) que ha venido desarrollando y que le ha permitido afianzar las relaciones comerciales con los minoristas y consumidores finales, generar lealtad a la marca e impulsar la demanda de sus productos. A fines del 2021, cuenta con 240 minoristas con 379 tiendas físicas bajo la marca DINO, que explican alrededor del 70% de las ventas del Grupo. Esto representa una ventaja clave para la empresa y crea barreras adicionales para el ingreso de nuevos competidores, sobre todo por las características del mercado donde cerca del 70% de las ventas se dirigen al segmento de autoconstrucción (*retail*).

A fin de atender la creciente demanda y mantener la eficiencia en costos, la empresa tiene planeado ampliar su capacidad de producción de clínker para reducir la importación del mismo (a la empresa le conviene importar antes que producirlo en plantas poco eficientes). Cabe resaltar que la empresa siempre está buscando manejar una infraestructura adecuada para atender el crecimiento con una adecuada estructura de costos. En el 2015, se dio la última ampliación con la construcción de la Planta Piura, una de las más modernas de la región.

Asimismo, la empresa viene realizando continuamente esfuerzos orientados a seguir fortaleciendo su red de distribución, dominar nuevas tecnologías de los materiales de construcción para seguir expandiendo su portafolio de soluciones constructivas; transformar la cultura organizacional orientada a la innovación y centrada en el cliente, así como optimizar digitalmente el proceso central.

Gobierno Corporativo

En julio 2020, se realizó la renovación del Directorio por el periodo 2020 – 2022, el cual se compone por 7 miembros, de los cuales tres son independientes.

Adicionalmente, cuentan con los siguientes comités, los cuales permiten gestionar adecuadamente las decisiones de Cementos Pacasmayo. Estos son: Comité Ejecutivo, Comité de Buen Gobierno Corporativo, Comité de Auditoría, y Comité de Buenas Prácticas en Libre Competencia.

Asimismo, la empresa encargada de la auditoría externa en el 2021 fue Tanaka, Valdivia & Asociados S.R.L. (firma miembro de Ernst & Young).

La empresa cotiza sus acciones en la BVL desde 1995 y en NYSE desde 2012. Pacasmayo desde el 2009 forma parte del índice de mejores prácticas de gobierno corporativo en la BVL y desde el 2019 fueron seleccionados como parte del índice de sostenibilidad de Down Jones MILA.

Industria

El mercado local de cementeras está compuesto fundamentalmente por cuatro grupos empresariales distribuidos en cinco empresas productoras de cemento: i) UNACEM, que atiende principalmente a las regiones del

centro del país y que pertenece al Grupo Rizo-Patrón; ii) Yura, que opera en el sur del Perú y está vinculada al Grupo Gloria; iii) Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, las cuales atienden principalmente a las regiones del norte del país y pertenecen al Grupo Hochschild; y, iv) Cementos Inca, la cual destina su producción a la zona centro y pertenece a la familia Choy. Adicionalmente, existen importadores de cemento que abastecen básicamente las ciudades de Lima e Iquitos.

La competitividad de las cementeras depende, básicamente, de su estructura de costos, la cual está en función del costo de la energía, combustibles, materias primas y transporte. Sin embargo, las empresas cementeras del país sólo compiten en las zonas límites de su radio de acción debido a su distribución geográfica.

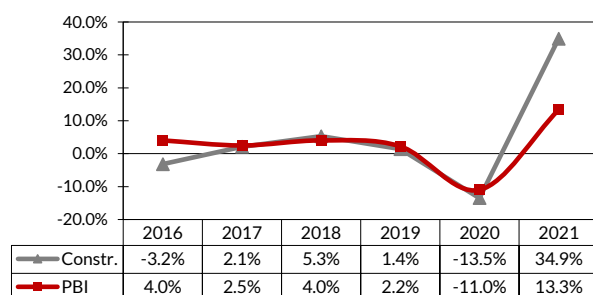
Entre las características del sector destacan:

- Limitado poder de negociación de los clientes, ante la escasez de una base consolidada de ellos y de empresas que produzcan bienes con mayor valor agregado a base de cemento.
- Reducido poder de negociación de proveedores debido al bajo costo de los principales insumos.
- Baja rivalidad entre las empresas competidoras debido a la exclusividad geográfica actual.
- Alta correlación con la autoconstrucción, y con la inversión pública y privada.
- Existencia de barreras de entrada, debido a la alta capacidad instalada, requerimientos fuertes de inversión en activo fijo, costo de transporte y necesidad de una red de distribución.

En el 2021, se registró una recuperación en el PBI de 13.3%, luego de haberse contraído 11.1% en el 2020, debido a las restricciones decretadas por el Gobierno para enfrentar al Covid-19.

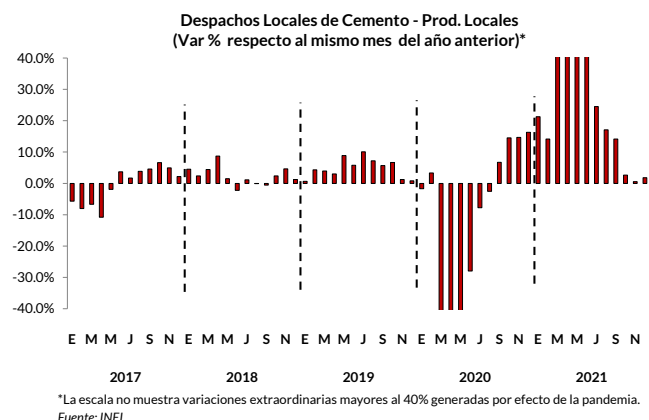
Por su parte, el sector construcción mostró en el 2021 una recuperación importante de 34.9% (-13.5% en el 2020), impulsado principalmente por la autoconstrucción. En ese sentido, dada la actual coyuntura, la población incrementó el porcentaje de sus ingresos que destina para efectuar mejoras y reparaciones en sus viviendas.

Variación % - PBI Global y PBI Sector Construcción



* Fuente: BCRP

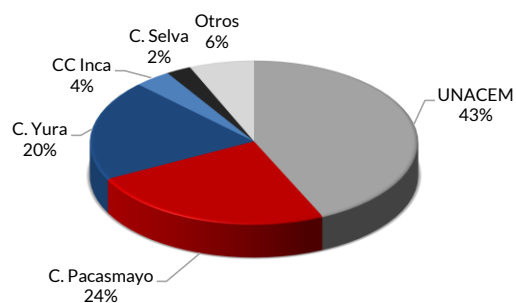
Los despachos totales de cemento de las fábricas peruanas en el periodo enero - diciembre 2021, incluidas las exportaciones, ascendieron a 13.7 MM de TM, superior en +38.1% respecto al 2020, considerando que fue un año atípico, y en 16.5% si se compara con el 2019. De igual manera, los despachos locales de cemento (neto de exportaciones), registraron un aumento de 38.0% en similar periodo (+16.7% respecto 2019).



Cabe mencionar que dada la distribución geográfica de la oferta, la variación en las participaciones no responde tanto al desplazamiento de una empresa por parte de otra, sino a las fluctuaciones de la demanda en cada zona geográfica en la cual está ubicada cada cementera.

En el último año, Cementos Pacasmayo y su subsidiaria Cementos Selva se mantuvieron en conjunto como el segundo productor más grande de cementos a nivel local, (incluye importaciones, neto de exportaciones), con una participación estimada de alrededor de 27%, superior a lo registrado en el 2020 (aprox. 26%).

Participación Estimada (TM) - Despachos Locales de Cemento 2021



* Despacho local de cemento incluyendo importaciones neto de exportaciones
Fuente: SUNAT, INEI. Elaboración propia

Cabe destacar la buena *performance* mostrada por Pacasmayo respecto a la industria, con tasas de crecimiento superiores, lo que le ha permitido ir ganando *market share* en este último quinquenio, pasando de 21% en el 2017 a 27% en el 2021.

Durante el 2021, se puede observar que Pacasmayo ha logrado no solo recuperar sino superar los volúmenes de despacho prepandemia. Esto debido a su estrategia de ofrecer un portafolio diversificado de productos, soportada en una extensa red de distribución propia e impulsada por algunos proyectos de inversión pública como la Reconstrucción con Cambios en la región Piura, la modernización de la refinería Talara, el Puerto de Salaverry, entre otros.

Asimismo, también se destaca que en el 2020, mientras los despachos de cemento cayeron 15.5% a nivel nacional, en el caso de Pacasmayo solo se redujo en 1.5%, mostrando una gran resiliencia, debido a que cerca de un 71% de las ventas se dirigió al segmento autoconstrucción, un 16% al sector público; y, un 13% al sector privado, el cual es más sensible al ruido político y confianza en la inversión.

Evolución Despachos de Cemento* ('000 TM)						
	Planta	2017	2018	2019	2020	2021
Región Norte	G. Pacasmayo	2,267	2,364	2,615	2,576	3,625
	Crec.YoY %	-0.8%	+4.3%	+10.6%	-1.5%	+40.7%
	Importaciones	76	32	13	38	62
Región Centro	UNACEM	4,993	5,058	5,316	4,172	5,838
	Crec.YoY %	-2.3%	+1.3%	+5.1%	-21.5%	+39.9%
	C.C. Inca	387	458	513	382	492
	Crec.YoY %	+21.9%	+18.2%	+12.0%	-25.5%	+28.8%
Región Sur	Importaciones	496	885	663	493	630
	Yura	2,654	2,597	2,584	2,019	2,904
	Crec.YoY %	+0.4%	-2.1%	-0.5%	-19.9%	+43.8%
Part. Mercado Grupo Pacasmayo	Importaciones	42	65	98	189	181
		21.0%	21.4%	22.6%	26.3%	26.6%

* Considera despachos totales
Fuente: Pacasmayo, INEI, Sunat

Operaciones

Cementos Pacasmayo es el segundo más grande productor de cemento en Perú, dentro de los principales productos que ofrece la Compañía en el mercado local se tiene: Portland Tipo I, Portland tipo MS, Portland tipo ICo, Portland Tipo V, Portland tipo GU y Portland tipo IL. Las marcas que comercializa en el norte del país son principalmente Cementos Pacasmayo y Cemento Mochica, y en la región de la selva se comercializa Cemento Amazónico. Cabe indicar que el ratio clínker / cemento de la Compañía se ubicó en 72%, por debajo del promedio de productores a nivel mundial (76% aproximadamente), lo que le permite tener una eficiente estructura de costos.

Con respecto a la producción local de clínker, en el 2021 la producción del Grupo ascendió a 2.04 MM de TM, incrementándose un 37.9% con respecto al 2020 (1.48 MM de TM). Cabe mencionar que la Compañía en el 2021 importó clínker para poder cubrir el repentino incremento en el volumen de despachos y las paradas programadas en los hornos, lo que afectó sus márgenes.

De otro lado, la producción de cemento en el 2021 fue 3.63 MM de TM, siendo superior en 40.2% a la del 2020 (2.59 MM de TM), explicado por una demanda atípica proveniente del segmento autoconstrucción y del sector público por proyectos relacionados con la reconstrucción del Norte. En el 2020, la producción se vio afectada durante la parada de la cuarentena (2.5 meses).

En ese sentido, los niveles producidos en el 2021 por Cementos Pacasmayo y subsidiarias representaron cerca del 73% de la capacidad anual operativa de clinkerización (100% si se considera las plantas eficientes) y 74%, de la capacidad de producción de cemento (53% y 52% en el 2020). Cabe recordar que para el 2023, la capacidad instalada de clínker aumentará en 600,000 TM anuales, lo que permitirá reducir la importación de clínker para cubrir los picos de mayor demanda.

Respecto a la comercialización, ésta se da a través de dos formatos: cemento embolsado y cemento a granel, los cuales, representaron aproximadamente el 70% y 30% del total de despachos, respectivamente.

Por su lado, el cemento embolsado se comercializa, principalmente a través de: el canal ferretero tradicional (constituido por la Red de Ferreterías DINO, que distribuye y vende cemento y materiales de construcción de Pacasmayo y terceros) y el canal ferretero moderno (constituido por grandes almacenes ferreteros de autoservicio); y, el cemento a granel, abasteciendo, principalmente, a empresas comercializadoras de concreto premezclado, hidroeléctricas, mineras, petroleras, y empresas que fabrican productos derivados del cemento.

La empresa cuenta con canteras propias para abastecerse de su principal insumo, la piedra caliza, las cuales se encuentran muy próximas a sus plantas. Considerando el actual nivel de producción de la Compañía en cada planta, las reservas de piedra caliza existentes en su cantera de Acumulación Tembladera le permitirían abastecer a la planta de Pacasmayo por aprox. 60 años, mientras que para el caso de la cantera Calizas Tioyacu, que abastece la planta de Rioja, sus reservas podrían abastecerla por alrededor de 27 años. Por su lado, las canteras de conchas marinas Bayovar 4 y Virrilá, que abastecen a la planta de Piura, tienen una vida remanente de 167 años. Adicional a estas canteras, Cementos Pacasmayo posee derechos de concesión de varias otras canteras de material calcáreo, que constan de un total de 40,767 hectáreas en la región norte del país, que a la fecha no se encuentran en operación.

Desempeño Financiero

La evaluación se realiza a nivel consolidado que incluye principalmente las operaciones cementeras en el norte del país: Cementos Pacasmayo y Cementos Selva. Por su parte, también considera las operaciones de Distribuidora

Norte Pacasmayo (DINO), Dinoseña Iquitos, y Empresa de Transmisión Guadalupe.

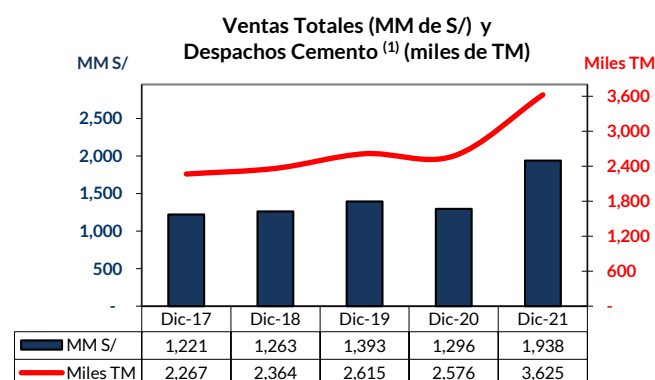
Cabe mencionar que, durante el 2021, Cementos Pacasmayo a nivel individual representó aproximadamente el 62% de las ventas del negocio consolidado, así como alrededor del 62% del EBITDA (no incluye otros ingresos y egresos).

En general, las ventas de las empresas cementeras se caracterizan por la elevada dependencia del nivel de actividad económica y del desarrollo del aparato productivo del país. Por ello, la demanda de cemento presenta una fuerte correlación con el nivel de gasto público, la inversión privada y la autoconstrucción. Esta última explica aproximadamente entre el 60 y 70% de las ventas de cemento de la industria.

Cabe mencionar que, debido a las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno, se suspendieron muchas actividades productivas y comerciales, afectando severamente a la economía y a la capacidad de consumo de la población. En ese sentido, se redujo sensiblemente la autoconstrucción, soporte principal de los despachos de cemento embolsado de la Compañía, especialmente entre los meses de marzo y junio del 2020. Sin embargo, a partir de julio 2020, conforme se retomaron las actividades económicas, se observa una recuperación en el volumen de despachos mensuales de manera sostenida de Cementos Pacasmayo, explicado por la mayor liquidez de los agentes y mayor presupuesto para el mejoramiento del hogar, dados los incentivos otorgados por el Gobierno (bonos familiares, retiro de AFP, CTS).

De este modo, en el 2021, Pacasmayo a nivel consolidado registró ventas por S/ 1,938 MM, +49.5% respecto al 2020 y +39.1% si se compara con el 2019. En la misma línea, el volumen de despachos de cemento se incrementó un 40.7% a 3.63 MM de TM vs. 2.58 MM de TM en el 2020.

Por su parte, en los últimos 12 meses a marzo 2022, las ventas del Grupo continuaron mostrando crecimiento (+3.1%), explicado por el incremento en los precios para trasladar parte del incremento de costos, ante una demanda estable.



⁽¹⁾ Incluye exportaciones
Fuente: CPSAA, INEI

De otro lado, durante el 2021 la utilidad bruta de Pacasmayo y subsidiarias fue S/ 559 MM (S/ 375 MM en el 2020 y S/ 487 MM en el 2019) y el margen bruto, 28.9% (28.9% y 35.0%, a dic. 2020 y dic. 2019, respectivamente). El menor margen respecto del 2019 se debió a la estructura de costos fijos que mantiene la Compañía, la cual fue afectada por la paralización temporal de sus operaciones y la necesidad de importar clínker para cubrir la mayor demanda que se dio en el segundo semestre del 2020 y en el 2021, considerando las paradas programadas de los hornos.

Los gastos en venta y administrativos se mantuvieron controlados. De esta manera, el EBITDA consolidado en el 2021 (no incluye otros ingresos y egresos) alcanzó los S/ 447 MM (S/ 311 MM a dic. 2020), 44% superior con respecto al 2020, e incluso superior al generado en el 2019 (S/ 398 MM). Sin embargo, el margen EBITDA disminuyó a 23.1% (2020: 24.0%, 2019: 28.6%), afectado en parte por la importación de clínker, así como por la diversificación hacia un mix de productos de menor margen, pero con menores requerimientos de inversión.

Cabe indicar que, en el año móvil a marzo 2022, el EBITDA ascendió a S/ 470 MM, con un margen de 23.5%, permitiendo trasladar los mayores costos de producción al precio de venta.

Por su parte, los gastos financieros de Pacasmayo y subsidiarias se mantuvieron estables en S/ 89 MM en el 2021 (S/ 89 MM durante el 2020).

Es así que, en el 2021 la cobertura EBITDA / Gastos Financieros a nivel consolidado mejoró notablemente de 3.5x en el 2020 a 5.0x.

En este sentido, el mayor nivel de ventas registrado en el periodo permitió diluir la estructura de costos y gastos fijos, respecto al panorama del 2020, resultando en una mejora en la rentabilidad, incluso recuperándose respecto al 2019. De esta manera, en el último año la utilidad neta a nivel consolidado fue S/ 153 MM, siendo superior a los S/ 58 MM obtenidos en el 2020 (S/ 132 MM en 2019). De este modo, en el 2021 Pacasmayo registró un ROE promedio de 12.0% (4.2% a dic. 2020 y 9.2% a dic. 2019).

Por otro lado, durante el 2021 el Flujo de Caja Operativo (CFO) de Pacasmayo y subsidiarias fue S/ 171 MM (S/ 331 MM en el 2020). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo por S/ 86 MM y dividendos pagados por S/ 337 MM, se obtiene un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 252 MM, financiado en parte con mayor deuda.

Así, a diciembre 2021 el saldo de caja-bancos e inversiones corrientes a nivel consolidado se redujo de S/ 309 MM a S/ 273 MM, monto que cubre el 61% de la deuda de corto plazo.

El pago de dividendos realizado en julio 2021 fue atípico (S/ 340 MM) y se dio ante la decisión de la empresa de no

realizar fuertes inversiones dada la incertidumbre política que se vive en el país. Para los siguientes años, se espera que los pagos de dividendos vuelvan a los niveles de años anteriores (alrededor de US\$40 MM).

Se debe indicar que, la Compañía cuenta, además de su generación propia, con fuentes de financiamiento diversificadas, lo cual le permite afrontar sus obligaciones de corto plazo de manera adecuada.

Estructura de Capital

A diciembre 2021 los activos de Cementos Pacasmayo a nivel consolidado ascendieron a S/ 3,202 MM. El activo estaba compuesto principalmente por activo fijo neto representando 61.7%, existencias con 18.9% y caja con 8.5%.

De otro lado, durante el 2021 Pacasmayo y subsidiarias realizó inversiones en activos fijos por unos S/ 86 MM (S/ 47 MM en el 2020). Así, las inversiones correspondieron principalmente a mejoras en las plantas de cemento.

Por su parte, la deuda financiera de Cementos Pacasmayo consolidado aumentó, de S/ 1,269 MM a S/ 1,545 MM, entre dic. 2020 y dic. 2021. La deuda se encuentra compuesta por: i) bonos corporativos locales por S/ 569 MM, colocados en dos emisiones; ii) bonos internacionales por US\$132 MM a una tasa de 4.50% y vencimiento en el 2023; y, iii) pagarés con el BCP por S/ 379 MM y US\$18 MM y a tasas de 2.00% y 1.80%, y vencimientos entre enero y diciembre 2022.

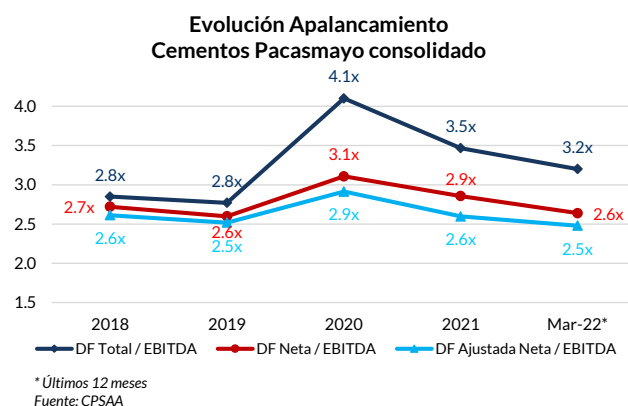
En el 2021, la Compañía pactó las condiciones para el desembolso de un financiamiento a mediano plazo (7 años) en moneda local, para refinanciar pasivos de corto plazo y el bono internacional con vencimiento en febrero 2023, por un total de S/ 860 MM. Este "Club Deal" permitirá alargar el *duration* de las obligaciones y contará con 18 meses de periodo de gracia.

El 39% de su deuda financiera se encuentra pactada en ME, nivel que se ha reducido debido a la recompra parcial que hizo en el 2019 de los bonos emitidos en el mercado internacional (US\$168 MM de un total de US\$300 MM). Dicha recompra se hizo con bonos emitidos en el mercado local en soles.

A diciembre 2021, la compañía mantiene contratos de *cross-currency swaps* por un importe de US\$132 MM, con vencimiento en el 2023, como instrumentos de cobertura de los bonos internacionales, con la intención de mitigar el riesgo cambiario.

Dada la recuperación en la generación de EBITDA, la empresa redujo el nivel de endeudamiento (DF/EBITDA) de 4.1x a dic. 2020 a 3.5x al cierre del 2021. Asimismo, si se netea la Caja, se registra un indicador Deuda Financiera Neta / EBITDA de 2.9x (3.1x a dic. 2020).

Adicionalmente, en los últimos 12 meses a marzo 2022, se registró un indicador DF/ EBITDA de 3.2x, y un indicador de apalancamiento neto de caja de 2.6x, mostrando la tendencia favorable. Esto se dio por una recuperación por encima de lo esperado en el sector cementero. Asimismo, si consideramos el efecto positivo que le genera el *cross-currency swap*, el indicador de endeudamiento ajustado ascendería a 2.5x (2.6x y 2.9x a dic. 2021 y dic. 2020, respectivamente).



Por su lado, la liquidez corriente a nivel consolidado pasó, de 1.40x a fines del 2021, a 1.09x a marzo 2022, debido a la recomposición de los pasivos corrientes (vencimiento del bono internacional en febrero 2023).

Así, la participación de la deuda de corto plazo se incrementó de 29.2% a fines del 2021 a 51.5% a marzo 2022.

A pesar de la caída en el ratio de liquidez, la Clasificadora considera que la empresa cuenta con una holgada generación de caja y acceso a líneas de financiamiento tanto en el sistema financiero como en el mercado de capitales. La holgada solvencia financiera le ha permitido acceder a líneas de crédito en plena pandemia, y a tasas muy competitivas.

A pesar de la incertidumbre política, la empresa considera que la demanda se mantendrá estable en el 2022, debido a que el acuerdo gobierno a gobierno firmado con el Reino Unido, para la reconstrucción de los daños causados por El Niño en la región norte, impulsará aún más la demanda del sector público para este programa; así como el Programa Arranca Perú; y las modernizaciones de los aeropuertos de Piura y Chiclayo. Asimismo, se espera una recuperación en los márgenes EBITDA debido a la subida de precios de venta, y una menor importación de clínker.

En esta línea, y considerando que no se harían repartos de dividendos extraordinarios, es de esperarse que se mantengan los niveles de endeudamiento (Deuda Financiera / EBITDA) alrededor de 3.0x, nivel consistente

con el *rating* otorgado, y con tendencia a la baja dada la expectativa creciente en la generación de EBITDA.

Características de los instrumentos

2do Programa de Bonos Corporativos

En Junta General de Accionistas de fecha 8 de enero del 2019, se aprobó la emisión de bonos corporativos en soles en el mercado local hasta por el monto máximo de S/1,000,000,000 a través del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Pacasmayo, cuya finalidad fue recomprar los bonos internacionales emitidos en febrero 2013 para precancelar deudas que financiaron la construcción de la Planta Piura.

El 31 de enero del 2019 se colocaron dos emisiones; la Primera por S/ 260 MM a una tasa de 6.6875% pagaderos semestralmente y vencimiento a 10 años *bullet* y; la Segunda Emisión, por S/ 310 MM a 15 años amortizable a partir del 2029, con pago semestral de intereses, a una tasa de interés nominal anual fija de 6.84375%. Tales emisiones permitieron recomprar bonos internacionales por US\$168.4 MM de los US\$300 MM emitidos.

Los bonos corporativos en soles emitidos en el 2019 están garantizados mediante fianza solidaria emitida por las siguientes subsidiarias de la Compañía: Cementos Selva S.A., Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C. y Dinonselva Iquitos S.A.C.

Es importante mencionar que el Programa mantiene similares características a las establecidas en el contrato de emisión del Bono Internacional. En línea con ello, los *covenants* establecidos son:

- Deuda financiera total / Ebitda < 3.5x
- Ratio de cobertura del servicio de deuda > 2.5x

Cabe mencionar que los resguardos mencionados son de incumplimiento.

Para mayor detalle de las características de los Programas y/o de las Emisiones, se recomienda revisar los respectivos Contratos y Prospectos.

**Resumen Financiero - Cementos Pacasmayo y Subsidiarias**

(Cifras en miles de Soles)

Tipo de Cambio S/ / US\$ a final del Período	3.70	3.99	3.62	3.31	3.37
	12M Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Rentabilidad					
EBITDA	470,097	447,409	310,931	397,698	380,249
Mg. EBITDA	23.5%	23.1%	24.0%	28.6%	30.1%
(FFO + Gastos Fin.) / Capitalización ajustada	15.7%	14.9%	12.3%	16.2%	14.2%
FCF / Ingresos	-11.9%	-13.0%	10.8%	0.5%	-3.8%
ROE (promedio)	12.6%	12.0%	4.2%	9.2%	5.2%
Cobertura					
(FFO + Gastos financieros) / Gastos financieros	4.7	4.6	3.7	5.2	4.1
EBITDA / Gastos financieros	5.2	5.0	3.5	5.1	4.4
EBITDA / Servicio de deuda	0.5	0.8	2.0	2.2	2.6
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	-0.2	-0.3	1.5	0.5	0.3
(FCF+ G.Fin.+ Caja + Val. líquidos) / Serv. de deuda	0.1	0.2	3.5	0.9	0.6
CFO / Inversión en Activo Fijo	2.1	2.0	7.0	2.6	2.5
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda ajustada total / (FFO + G.Fin.)	3.5	3.8	3.9	2.7	3.0
Deuda financiera total / EBITDA	3.2	3.5	4.1	2.8	2.8
Deuda financiera neta / EBITDA	2.6	2.9	3.1	2.6	2.7
Costo de financiamiento estimado	6.5%	6.3%	7.5%	7.1%	8.5%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	51.5%	29.2%	5.1%	9.0%	5.6%
Deuda financiera total / Capitalización	54.7%	56.4%	48.1%	43.7%	42.7%
Balance					
Activos totales	3,174,122	3,201,772	3,016,284	2,931,558	2,864,624
Caja e inversiones corrientes	264,598	273,402	308,912	68,266	49,067
Deuda financiera Corto Plazo	773,126	450,964	65,232	98,774	60,822
Deuda financiera Largo Plazo	726,677	1,094,391	1,203,352	1,003,130	1,022,555
Deuda financiera	1,499,803	1,545,355	1,268,584	1,101,904	1,083,377
Pasivos por arrendamiento	4,980	5,829	6,633	57	-
Deuda financiera total	1,504,783	1,551,184	1,275,217	1,101,961	1,083,377
Patrimonio neto (sin interés minoritario)	1,242,972	1,195,805	1,367,555	1,421,651	1,451,363
Acciones preferentes + Interés minoritario	-	-	-	-	-
Capitalización	2,742,775	2,741,160	2,636,139	2,523,555	2,534,740
Capitalización ajustada	2,747,755	2,746,989	2,642,772	2,523,612	2,534,740
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	339,655	320,971	235,874	330,405	273,090
Variación de capital de trabajo	-153,751	-150,409	95,491	-125,268	-69,462
Flujo de caja operativo (CFO)	185,904	170,562	331,365	205,137	203,628
Inversiones en Activos Fijos	-87,601	-85,594	-47,325	-77,680	-80,214
Dividendos comunes	-336,618	-336,821	-143,623	-120,975	-171,790
Flujo de caja libre (FCF)	-238,315	-251,853	140,417	6,482	-48,376
Ventas de Activo Fijo	3,340	4,152	4,634	4,199	12,441
Otras inversiones, neto	-11,113	-10,382	-5,730	-6,098	-31,052
Variación neta de deuda	217,620	217,581	115,138	27,282	68,695
Otros financiamientos, netos	-15,213	-10,854	-15,364	-13,149	-2,249
Diferencia en cambio neta y Activos mant. para distrib.	2,965	15,846	1,551	483	392
Variación de caja	-40,716	-35,510	240,646	19,199	-149
Resultados					
Ingresos	1,998,371	1,937,767	1,296,334	1,392,701	1,262,934
Variación de Ventas	3.1%	49.5%	-6.9%	10.3%	3.5%
Utilidad operativa (EBIT)	334,494	311,842	171,764	267,880	250,470
Gastos financieros	90,924	88,965	88,694	77,986	87,338
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	167,094	153,170	57,894	132,047	76,699

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos) + Depreciación + Amortización**FFO** = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto

+ Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

Var. de Capital de Trabajo = Cambio en Ctas.x Cobrar Comerc.+ Cambio en Existencias - Cambio en Ctas.x Pagar Comerc.**CFO** = FFO + Variación de capital de trabajo. // **FCF** = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes**Servicio de deuda** = Gastos Fin. + Deuda de Corto Plazo**Capitalización ajustada** = Deuda ajustada total + patrimonio neto + acciones preferentes + interés minoritario



Antecedentes

Emisor:	Cementos Pacasmayo S.A.A.
Domicilio legal:	Calle La Colonia 150 – Urb. El Vivero, Santiago de Surco
RUC:	20419387658
Teléfono:	(01) 317-6000

Relación de directores*

Eduardo Hochschild Beeck	Presidente del Directorio
José Raimundo Morales Dasso	Vicepresidente
Juan Francisco Correa Sabogal	Director
Humberto Nadal del Carpio	Director
Ana María Botella Serrano	Director Independiente
Marco Antonio Zaldívar García	Director Independiente
Venkat Krishnamurthy	Director Independiente

Relación de ejecutivos*

Humberto Nadal del Campo	Gerente General
Jorge Javier Durand Planas	Vicepresidencia Legal
Manuel Ferreyros Peña	Vicepresidencia de Admin. y Finanzas
Carlos Julio Pomarino Pezzia	Vicepresidencia Negocio Cemento
Diego Arispe Silva	Gerente Central de Gestión Humana y Responsabilidad Social Empresarial
Aldo Bertoli Estrella	Gerente Central Comercial
Ibrahim Chahuan Riveros	Gerente Central de Soluciones Constructivas
Tito Alberto Inope Mantero	Gerente Central de Operaciones Industriales
Ely Hayashi Hiraoka	Gerente Central de Finanzas
Diego Reyes Pazos	Gerente Central de Cadena de Suministros
Hugo Pedro Villanueva Castillo	Gerente Central de Operaciones

Relación de accionistas (según derecho a voto)*

Inversiones Aspi S.A.	50.01%
JP Morgan Chase Bank N.A. FBO	8.08%
RI – Fondo 2	5.65%
Otros	36.26%

(*) Nota: Información a diciembre 2021

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. *CLASIFICADORA DE RIESGO*, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos	
-Primera emisión	AA+ (pe)
-Segunda emisión	AA+ (pe)
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>

Definiciones

CATEGORÍA AA(pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.