Cementos Pacasmayo S.A.A. y Subsidiarias

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 no auditada a setiembre 2023.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 29/11/2023 y 31/05/2023.

Perspectiva

Estable

Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo otorgadas a los bonos emitidos por 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 de alrededor del 25%[1] a setiembre 2023 (21% en el 2018) que lo consolida como el segundo más grande productor de cemento del país. Cabe señalar que 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 casi 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. De otro lado, se debe indicar que a fines mayo 2023 culminó la expansión de la Planta Pacasmayo, que permitió incrementar en 600,000 TM adicionales por año la producción de clínker (+22%) y con ello reducir la importación de clínker a partir del 3T2023, lo que impactó positivamente en la reducción de costos, manteniendo márgenes adecuados. La ampliación demandó una inversión de US$84 MM, la cual se financió en parte con un préstamo bancario. Producto de la ampliación y a una desaceleración del mercado, el ratio de utilización de la capacidad instalada para la producción de clínker y cemento disminuyeron a 60.6% y 61.6% en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (79.1% y 69.6%, respectivamente, al cierre del 2022).

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 288 minoristas con 339 tiendas físicas bajo la marca DINO, que explican alrededor del 85% de las ventas de cemento en bolsa 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 del sector 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.

Ralentización de la demanda de autoconstrucción: Luego de registrar un récord de despachos en el 2021, Pacasmayo viene registrando 17 meses consecutivos de menores despachos de cemento a setiembre 2023. Esto se explica por un menor gasto destinado a mejoramiento del hogar, en un escenario de mayor inflación, altas tasas de interés, así como los eventos climatológicos desarrollados en el primer trimestre del año y la ausencia de grandes obras públicas en la región. Así en el año móvil a setiembre 2023, la producción de cemento ascendió a 3.0 MM TM (3.4 MM TM en el 2022 y 2.6 MM TM en el 2019). No obstante lo anterior, es importante destacar que la demanda de cemento en la región norte históricamente se ha mantenido estable, y los despachos de cemento actuales superan los niveles pre pandemia (+16.2%), lo cual muestra una gran resiliencia de las ventas de la empresa. Lo anterior, soportado en que cerca del

[1] *Participación de mercado estimada: despacho local de cemento incluyendo importaciones, neto de exportaciones.*

Indicadores Financieros

Cementos Pacasmayo SAA y Subs

(S/ MM)	Set-23*	Dic-22	Dic-21
Ingresos	1,973	2,116	1,938
EBITDA [1]	494	498	447
Flujo de Caja Operativo (CFO)	346	112	171
Deuda Financiera Total [2]	1,581	1,598	1,551
Caja y valores líquidos	186	82	273
Deuda Fin. Total / EBITDA	3.2	3.2	3.5
Deuda Fin. Neta / EBITDA	2.8	3.0	2.9
EBITDA / Gastos Fin.	4.9	5.2	5.0

** 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

Firmado Digitalmente por:
CARLOS JOSE MOLINELLI MATEO
Fecha: 29/11/2023 11:02:05 a.m.

70% de despachos del sector se dirigen al segmento de autoconstrucción. Se espera cerrar el año con una reducción en los despachos alrededor del 13%, que serán mitigados con un mayor precio promedio de venta y una estructura de costos más eficiente.

Adecuada generación de flujos y holgados ratios de cobertura: Durante los últimos 12 meses a setiembre 2023 la Compañía obtuvo un EBITDA consolidado de S/ 494 MM, nivel que si bien resulta 0.8% inferior al reportado en el 2022, constituye el 2° año récord de generación. Los menores despachos fueron mitigados por el menor uso de clínker importado dada la puesta en marcha del nuevo horno. Esto último, permitió mejorar el margen EBITDA de 23.5% en el 2022 a 25.0%.

En ese sentido, se registró un ratio de cobertura de intereses medido como EBITDA / Gastos Financieros de 4.9x en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (5.2x en el 2022).

Adecuados niveles de apalancamiento: Durante el último año, el apalancamiento medido como Deuda Financiera Total[2] / EBITDA se mantuvo en 3.2x, estando aún por encima de los índices prepandemia (2019: 2.8x). Respecto a lo anterior, es importante recordar que la Compañía ha incurrido en mayores niveles de deuda para financiar el proyecto de ampliación de la Planta Pacasmayo. Por su parte, si se descuenta la liquidez que se mantiene en caja, se registraría un ratio de apalancamiento neto de 2.8x (3.0x a dic. 2022).

Cabe indicar que, en el 2021 la Compañía fijó condiciones para un financiamiento en moneda local "Club Deal", el cual le ha permitido refinanciar sus pasivos de corto plazo y el bono internacional con vencimiento en febrero 2023 (US$132 MM, pagados según cronograma), por un total de S/ 860 MM. En consecuencia, Pacasmayo cuenta con un perfil de vencimientos más holgado, dado que son 7 años de plazo a partir del último desembolso (febrero 2023), y con 18 meses de periodo de gracia para amortizar.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Una acción negativa de clasificación podría darse, entre otros, en caso la demanda se vea impactada negativamente por la incertidumbre política; y/o, 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.

[2] *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 Cementos 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. Así, se consolida como el segundo productor más grande del país con una participación de mercado estimada del 25%, y un ratio de utilización de 62% en el año móvil a setiembre 2023.

Capacidad de Producción / Producción / Ratio de Utilización

Miles TM	2021		2022		Set-2023*	
	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento	Clinker	Cemento
Capacidad Prod.						
Planta Pacasmayo	1,500	2,900	1,500	2,900	2,100	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	3,380	4,940
Producción						
Planta Pacasmayo	879	1,970	935	1,768	1,024	1,610
Planta Rioja	264	338	240	307	219	290
Planta Piura	893	1,324	1,023	1,361	803	1,140
Producción Total	2,036	3,632	2,198	3,436	2,047	3,040
Ratio Utilización						
Planta Pacasmayo	58.6%	67.9%	62.3%	61.0%	48.8%	55.5%
Planta Rioja	94.3%	76.8%	85.7%	69.8%	78.3%	66.0%
Planta Piura	89.3%	82.7%	102.3%	85.1%	80.3%	71.3%
R. Utilización Total	73.3%	73.5%	79.1%	69.6%	60.6%	61.6%

**Últimos 12 meses*
Fuente: Cementos Pacasmayo

A fin de atender la creciente demanda y mantener la eficiencia en costos, a finales del 2021, la Compañía aprobó la expansión de la planta de Pacasmayo, y así ampliar en 600,000 TM la capacidad de producción de clínker por año, lo que le ha permitido reducir la importación del mismo (aprox. 50,000 TM/mes). Este proyecto demandó una inversión de US$84 MM, y redujo las presiones para importar clínker, mejorando así los márgenes. La expansión de la planta culminó en mayo 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 setiembre 2023, contaba con 288 minoristas con 339 tiendas físicas bajo la marca DINO, que explicaban alrededor del 85% de las ventas de cemento en bolsa del Grupo. Esto representa una ventaja clave para la Compañía y crea barreras adicionales para el ingreso de nuevos competidores, sobre todo por las características del mercado donde cerca del 70% de las ventas del sector se dirigen al segmento de autoconstrucción (*retail*).

Cabe resaltar que Pacasmayo siempre está buscando manejar una infraestructura adecuada para atender el crecimiento con una adecuada estructura de costos. Así, en el 2015 se construyó la Planta Piura, una de las más modernas de la región y en el 2021 inició la ampliación de la planta de Pacasmayo.

Asimismo, la Compañía 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 marzo 2023, se realizó la renovación del Directorio para el periodo 2023 – 2025, 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, Comité de Buenas Prácticas en Libre Competencia, y Comité de Sostenibilidad.

Asimismo, la empresa encargada de la auditoría externa en el 2022 fue Tanaka, Valdivia & Asociados S.R.L. (firma miembro de Ernst & Young).

La Compañía 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.

En el 2023, la empresa logró certificar todos sus productos bajo el esquema 5 de ICONTEC, en línea con su cultura corporativa de ofrecer productos con enfoque de sostenibilidad. Asimismo, la empresa es miembro de la Global Cement and Concrete Association (GCCA) y tiene un plan para lograr el objetivo trazado por la GCCA de

producir concreto neutro en carbono para el 2050. El director general de Pacasmayo ha sido elegido como miembro del Consejo de GCCA para los próximos dos años.

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.

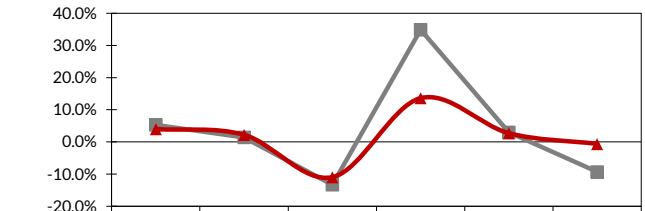
Durante el 2022, se registró un crecimiento del PBI peruano de 2.7%, impulsado por la recuperación de la actividad productiva y la mejora de la situación sanitaria respecto del 2021.

Sin embargo, en el periodo enero – setiembre 2023 se registró una contracción del PBI de 0.6% según el BCRP, en línea con la desaceleración de la inversión y el consumo privado. Además, las protestas sociales y los eventos climatológicos afectaron al sector productivo a inicios del 2023.

En el caso del sector construcción, este registró en el 2022 un crecimiento moderado debido, entre otros, a la desaceleración en el crecimiento de la economía peruana, las presiones inflacionarias existentes y la demora en la ejecución de grandes proyectos en Perú. De este modo, en el 2022 el sector construcción registró un crecimiento de 3.0%.

Por su parte, durante el periodo enero – setiembre 2023 el sector construcción registró una caída del 9.3%, afectado por los conflictos sociales, las lluvias registradas en algunas zonas del país, la menor inversión privada y la evolución de la demanda de la autoconstrucción.

Variación % - PBI Global y PBI Sector Construcción

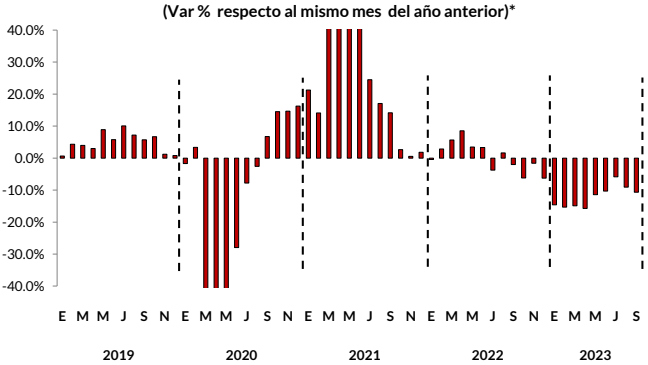


	2018	2019	2020	2021	2022	set. 2023
Constr.	5.3%	1.4%	-13.3%	34.9%	3.0%	-9.3%
PBI	4.0%	2.2%	-11.0%	13.6%	2.7%	-0.6%

** Fuente: BCRP*

En ese sentido, en el año móvil finalizado en setiembre 2023 los despachos totales de cemento de las fábricas peruanas (incluyen exportaciones) fueron de 12.5 MM de TM, siendo 9.0% inferiores a los del 2022; sin embargo, los despachos aún fueron mayores a lo registrado antes de la pandemia (2019: 11.8 MM de TM).

Despachos Locales de Cemento - Prod. Locales
(Var % respecto al mismo mes del año anterior)*



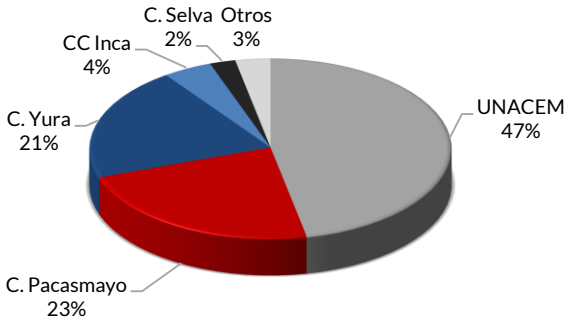
*La escala no muestra variaciones extraordinarias mayores al 40% generadas por efecto de la pandemia.
Fuente: INEI

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 los últimos 12 meses a setiembre 2023, 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 25%, similar a lo registrado en el 2022.

Participación Estimada (TM) - Despachos Locales de Cemento U12M Set-23*



** 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*, pasando, de 21% en el 2018, a 25% en el año móvil finalizado a setiembre 2023. En línea con lo anterior, desde el 2021 se puede observar que Pacasmayo ha logrado no solo recuperar sino incluso superar los volúmenes de despacho prepandemia.

Asimismo, 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 Despacho Local de Cemento ('000 TM)

	Planta	2018	2019	2020	2021	2022	Set-23*
Región Norte	G. Pacasmayo	2,364	2,615	2,576	3,625	3,435	3,038
	Crec. YoY %	4.3%	10.6%	-1.5%	40.7%	-5.3%	-11.5%
	Importaciones	32	13	38	62	2	0
Región Centro	UNACEM	5,058	5,316	4,175	5,838	6,297	5,820
	Crec. YoY %	1.3%	5.1%	-21.5%	39.8%	7.9%	-7.6%
	C. C. Inca	458	513	382	492	515	552
	Crec. YoY %	18.2%	12.0%	-25.5%	28.7%	4.7%	7.3%
	Importaciones	885	663	493	630	202	170
Región Sur	Yura	2,331	2,386	1,926	2,699	2,863	2,539
	Crec. YoY %	1.7%	2.3%	-19.2%	40.1%	6.1%	-11.3%
	Importaciones	65	98	189	181	67	74
Particip. de Mercado Grupo Pacasmayo		21%	23%	26%	27%	25%	25%

Fuente: INEI, Sunat, CPSAA.

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 y una menor huella de carbono.

Con respecto a la producción local de clínker, en el año móvil finalizado a setiembre 2023, la producción del Grupo disminuyó a 2.05 MM TM, siendo 6.9% inferior con respecto al obtenido en el 2022 (2.20 MM TM), en línea con la menor demanda esperada y la acumulación de inventario de clínker importado a comienzos de año.

De otro lado, la producción de cemento en los últimos 12 meses a setiembre 2023 fue 3.04 MM TM, siendo menor en 11.5% a la del 2022 (3.44 MM TM), explicado por una menor demanda proveniente de la autoconstrucción y del sector público ante la ausencia de grandes proyectos de inversión.

Por su parte, los niveles producidos en el año móvil a setiembre 2023 por Cementos Pacasmayo y subsidiarias representaron cerca del 60.6% de la capacidad anual operativa de clinkerización y 61.6%, de la capacidad de producción de cemento (79.1% y 69.6%, respectivamente, en el 2022). Cabe recordar que a partir del 3T23, la capacidad instalada de clínker aumentó en 600,000 TM anuales, lo que le ha permitido reducir la importación de clínker para cubrir los picos en la demanda.

Respecto a la comercialización, ésta se da a través de dos formatos: cemento embolsado y cemento a granel, los cuales, representaron aproximadamente el 90% y 10% 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 Compañía 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), Dinoselva Iquitos, y Empresa de Transmisión Guadalupe.

Cabe mencionar que, en el año móvil a setiembre 2023 Cementos Pacasmayo a nivel individual representó aproximadamente el 65% de las ventas del negocio consolidado, así como alrededor del 68% del EBITDA (no incluye otros ingresos y egresos).

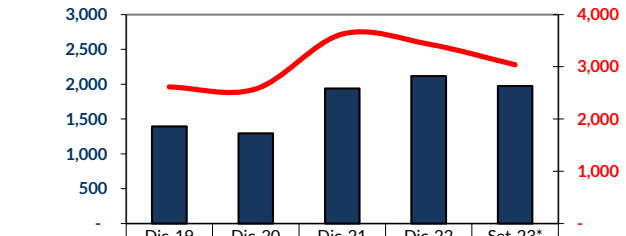
En general, las ventas de las empresas cementeras se caracterizan por la elevada dependencia del nivel de actividad económica y del desarrollo del aparato productivo del país. Por ello, la demanda de cemento presenta una fuerte correlación con el nivel de gasto público, la inversión privada y la autoconstrucción.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

En línea con lo anterior, se debe recordar que debido a las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno por el impacto del Covid-19, 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 observó una recuperación en el volumen de despachos mensuales de la Compañía, incluso en el 2021, se exhibió un año récord de despachos de cemento, dada la demanda atípica, registrándose un crecimiento anual de 49.5% en el total de las ventas.

Por su parte, en el año móvil finalizado a setiembre 2023, se registró una caída en los despachos del 11.5% respecto al 2022 (3.04 MM TM vs. 3.43 MM TM), afectados, entre otros, por la ralentización de la demanda de autoconstrucción, los eventos climatológicos registrados en el primer trimestre del año, en un entorno de alta inflación que viene deteriorando la capacidad adquisitiva de las familias, así como la ausencia de grandes obras públicas en la región. A pesar del menor volumen, los despachos de cemento se mantienen superiores comparado a un año prepandemia (2019: 2.62 MM TM).

En esta línea, Pacasmayo a nivel consolidado registró ingresos por S/ 1,973 MM en los últimos 12 meses a setiembre 2023, por debajo en 6.8% respecto al 2022.

Ventas Totales (MM de S/) y Despachos Cemento [1] (miles de TM)



	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Set-23*
MM S/	1,393	1,296	1,938	2,116	1,973
Miles TM	2,615	2,576	3,625	3,435	3,040

[1] Incluye exportaciones
** Últimos 12 meses*
Fuente: CPSAA, INEI

De otro lado, en el año móvil a setiembre 2023 la utilidad buta de Pacasmayo y subsidiarias ascendió a S/ 651 MM (S/ 652 MM en el 2022); mientras que el margen bruto fue 33.0% (30.8% a dic. 2022). La mejora en el margen se debió a menores costos asociados a la optimización de la capacidad de clínker y la puesta en marcha del nuevo horno, por ende, la menor necesidad de importaciones.

Por su parte, los gastos en venta y administrativos se mantuvieron controlados, representando, en conjunto, el 15.1% de las ventas (13.8% a dic. 2022).

En ese sentido, el EBITDA consolidado en el año móvil finalizado a setiembre 2023 (no incluye otros ingresos y egresos) alcanzó los S/ 494 MM (S/ 498 MM en el 2022). En esa misma línea, el margen EBITDA fue 25.0% (23.5% al cierre del 2022).

Respecto a los gastos financieros de Pacasmayo y subsidiarias, estos se incrementaron a S/ 100 MM en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (S/ 95 MM durante el 2022), dada la deuda tomada para financiar la ampliación de la planta y reestructurar pasivos existentes, en un entorno de mayores tasas de interés. Es así que, el índice de cobertura a nivel consolidado, medido como EBITDA / Gastos Financieros, fue 4.9x (5.2x a fines del 2022).

Tomando en cuenta el menor nivel de ingresos registrado, se mostró un ligero ajuste en la utilidad neta a nivel consolidado, la cual fue de S/ 172 MM en los últimos 12 meses a setiembre 2023 (S/ 177 MM del 2022). Asimismo, se registró un ROE promedio de 12.9% (14.8% a dic. 2022).

Por otro lado, durante el año móvil a setiembre 2023, el Flujo de Caja Operativo (CFO) de Pacasmayo y subsidiarias fue S/ 346 MM (S/ 112 MM en el 2022). Si al saldo anterior se le deducen inversiones en activo fijo por S/ 311 MM y dividendos pagados por S/ 180 MM, se obtuvo un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 145 MM, financiado en parte con mayor deuda y caja.

Así, a setiembre 2023 el saldo de caja-bancos e inversiones corrientes a nivel consolidado se redujo a S/ 186 MM (S/ 212 MM a setiembre 2022), monto que cubría el 54% de la deuda de corto plazo.

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 setiembre 2023 los activos de Cementos Pacasmayo a nivel consolidado ascendieron a S/ 3,404 MM. El activo estaba compuesto principalmente por activo fijo neto, representando 63.2%; existencias con 24.0%; y, caja e inversiones corrientes con 5.2%.

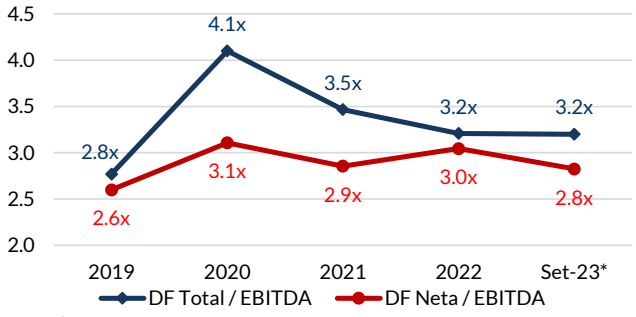
De otro lado, durante los últimos 12 meses a setiembre 2023, Pacasmayo y subsidiarias realizaron inversiones en activos fijos por unos S/ 311 MM (S/ 163 MM en el 2022), relacionadas principalmente a la expansión de la Planta Pacasmayo.

Por su parte, la deuda financiera consolidada ascendió a S/ 1,574 MM a set. 2023 (S/ 1,593 MM al cierre del 2022). Además, la deuda se encontraba compuesta por: i) bonos corporativos locales por S/ 570 MM, colocados en dos emisiones; ii) pagarés por S/ 190 MM con vencimientos en dic. 2023 y ene. 2024; y, iii) un préstamo "Club Deal" con el BCP y Scotiabank, por S/ 820 MM, a una tasa de 5.82% y a un plazo de 7 años.

En lo referente a este último acápite, cabe recordar en agosto 2021, la Compañía pactó las condiciones para el desembolso de un financiamiento en moneda local, para refinanciar pasivos de corto plazo y el bono internacional con vencimiento en febrero 2023, hasta por un monto de S/ 860 MM. Este "Club Deal" permitió alargar el *duration* de las obligaciones y cuenta con 18 meses de periodo de gracia.

Es así que la Compañía registró un ratio de apalancamiento (DF/EBITDA) de 3.2x (similar a dic. 2022). A su vez, si se netea la Caja, se registra un indicador Deuda Financiera Neta / EBITDA de 2.8x (3.0x a fines del 2022).

Evolución Apalancamiento
Cementos Pacasmayo consolidado



** Últimos 12 meses*
Fuente: CPSAA.

Por su lado, la liquidez corriente a nivel consolidado ascendió a 1.63x (1.25x a fines del 2022), debido a la reestructuración de pasivos existentes en febrero 2023.

Así, la participación de la deuda de corto plazo fue de 21.9% a setiembre 2023 (38.8% a diciembre del 2022).

La Clasificadora considera que Pacasmayo 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.

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.C., Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C. y Dinoselva 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 incurrimiento.

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	3.79	3.81	3.99	3.62	3.31
	12M Set-23	**Dic-22**	**Dic-21**	**Dic-20**	**Dic-19**
Rentabilidad					
EBITDA	493,906	497,756	447,409	310,931	397,698
Mg. EBITDA	25.0%	23.5%	23.1%	24.0%	28.6%
(FFO + Gastos Fin.) / Capitalización ajustada	15.1%	15.5%	14.9%	12.3%	16.2%
FCF / Ingresos	-7.3%	-10.9%	-13.0%	10.8%	0.5%
ROE (promedio)	12.9%	14.8%	12.0%	4.2%	9.2%
Cobertura					
(FFO + Gastos financieros) / Gastos financieros	4.4	4.5	4.6	3.7	5.2
EBITDA / Gastos financieros	4.9	5.2	5.0	3.5	5.1
EBITDA / Servicio de deuda	1.1	0.7	0.8	2.0	2.2
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	-0.1	-0.2	-0.3	1.5	0.5
(FCF+ G.Fin.+ Caja + Val. líquidos) / Serv. de deuda	0.3	-0.1	0.2	3.5	0.9
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.1	0.7	2.0	7.0	2.6
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / (FFO + G.Fin.)	3.6	3.7	3.8	3.9	2.7
Deuda financiera total / EBITDA	3.2	3.2	3.5	4.1	2.8
Deuda financiera neta / EBITDA	2.8	3.0	2.9	3.1	2.6
Costo de financiamiento estimado	6.4%	6.1%	6.3%	7.5%	7.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	21.9%	38.8%	29.2%	5.1%	9.0%
Deuda financiera total / Capitalización	54.2%	57.1%	56.4%	48.1%	43.7%
Balance					
Activos totales	3,404,033	3,314,161	3,201,772	3,016,284	2,931,558
Caja e inversiones corrientes	185,624	81,773	273,402	308,912	68,266
Deuda financiera Corto Plazo	345,146	618,907	450,964	65,232	98,774
Deuda financiera Largo Plazo	1,228,637	974,264	1,094,391	1,203,352	1,003,130
Deuda financiera	1,573,783	1,593,171	1,545,355	1,268,584	1,101,904
Pasivos por arrendamiento	6,988	4,355	5,829	6,633	57
Deuda financiera total	1,580,771	1,597,526	1,551,184	1,275,217	1,101,961
Patrimonio neto (sin interés minoritario)	1,329,691	1,195,135	1,195,805	1,367,555	1,421,651
Capitalización	2,903,474	2,788,306	2,741,160	2,636,139	2,523,555
Capitalización ajustada	2,910,462	2,792,661	2,746,989	2,642,772	2,523,612
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)	**339,664**	**337,497**	**320,971**	**235,874**	**330,405**
Variación de capital de trabajo	6,549	-225,678	-150,409	95,491	-125,268
Flujo de caja operativo (CFO)	**346,213**	**111,819**	**170,562**	**331,365**	**205,137**
Inversiones en Activos Fijos	-311,228	-162,785	-85,594	-47,325	-77,680
Dividendos comunes	-179,629	-179,820	-336,821	-143,623	-120,975
Flujo de caja libre (FCF)	**-144,644**	**-230,786**	**-251,853**	**140,417**	**6,482**
Ventas de Activo Fijo	2,366	2,664	4,152	4,634	4,199
Otras inversiones, neto	-26,977	-16,067	-10,382	-5,730	-6,098
Variación neta de deuda	51,559	73,505	217,581	115,138	27,282
Otros financiamientos, netos	86,134	-15,161	-10,854	-15,364	-13,149
Diferencia en cambio neta y Activos mant. para distrib.	-2,964	-5,784	15,846	1,551	483
Variación de caja	**-34,526**	**-191,629**	**-35,510**	**240,646**	**19,199**
Resultados					
Ingresos	1,972,593	2,115,746	1,937,767	1,296,334	1,392,701
Variación de Ventas	-6.8%	9.2%	49.5%	-6.9%	10.3%
Utilidad operativa (EBIT)	353,705	359,217	311,842	171,764	267,880
Gastos financieros	100,282	95,105	88,965	88,694	77,986
Resultado neto (atribuible a accionistas mayoritarios)	171,964	176,828	153,170	57,894	132,047

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
Ana Sofía Hochschild Correa	Director
Humberto Nadal del Carpio	Director
Ana María Botella Serrano	Director Independiente
Esteban Chong Leon	Director Independiente
Venkat Krishnamurthy	Director Independiente

Relación de ejecutivos*

Humberto Nadal del Campo	Gerente General
Jorge Javier Durand Planas	VP Legal y Cumplimiento
Manuel Ferreyros Peña	VP de Administración y Finanzas
Carlos Julio Pomarino Pezzia	VP Negocio Cemento y Soluciones Constructivas
Diego Arispe Silva	Gerente Central de Gestión Humana y RSE
Aldo Bertoli Estrella	Gerente Central Comercial
Ibrahim Chahuan Riveros	Gerente Central de Soluciones Constructivas
Tito Alberto Inope Mantero	Gerente Central de Excelencia Corporativa
Ely Hayashi Hiraoka	Gerente Central de Finanzas y Control de Gestión
Diego Reyes Pazos	Gerente Central de Cadena de Suministros, Administración y Riesgos
Hugo Pedro Villanueva Castillo	Gerente Central de Cambio Climático
Julio Oropeza Reyes	Gerente Central de Operaciones Cementeras
Inés Roggero Cillóniz	Gerente Central de Innovación y Transformación Digital

Relación de accionistas (según derecho a voto)*

Inversiones Aspi S.A.	50.01%
JP Morgan Chase Bank N.A. FBO	8.42%
RI – Fondo 2	5.48%
Otros	36.09%

(*) Nota: Información a setiembre 2023

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:

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

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.