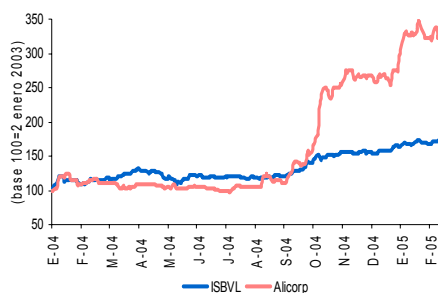


## Consumo masivo

Febrero 21, 2005

### Alicorp vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	18/02/05
Rango 52 Semanas (S/.)	1.65 – 1.82
Número de Acciones (MM)	786.1
Capital Bursátil (US\$ MM)	391.3
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	707.8
Desempeño US\$ YTD (%)	14.6
Dividend Yield (05E)	0.0%
P/VL (x)	1.34
Frecuencia de Neg. (12M)	71.3%

Fuente: Bloomberg, *Económica*

#### Claudia Marsano

cmarsano@bcp.com.pe  
511-313-2000 (ext. 3056)

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

## Alicorp S.A.A.

COMPRAR

Mayores ventas por incursión de nuevos segmentos y una adecuada reestructuración de la deuda a largo plazo beneficiaron utilidades.

Recomendación Anterior:	Mantener
Precio Acción Común (18/02/05):	S/. 1.65
Precio Objetivo (2005):	S/. 1.85
Upside (%):	+12.1%

Fuente: Bloomberg

### Alicorp S.A.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	9.5x	11.0x	12.1x	11.7x
EV/EBITDA (x)	6.9x	7.6x	6.8x	6.3x
Ingresos (US\$ MM)	533.8	571.5	591.5	609.2
Margen Operativo	5.7%	7.0%	9.4%	10.3%
Utilidad Neta (US\$ MM)	14.1	30.8	32.3	33.5
UPA (US\$)	0.02	0.04	0.04	0.04
Pasivo/Patrimonio	1.05x	0.84x	0.71x	0.62x

(\*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 0%.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

- ▶ **Ventas Netas:** ascendieron a US\$146.9MM, lo cual representó un aumento del 2% con respecto al 4T03, como consecuencia del crecimiento en el segmento de consumo masivo.
- ▶ **Costo de Ventas: como porcentaje de las ventas se redujo de 74.3% en el 4T03 a 73.7% en el 4T04,** Dicho caída se debió a: i) el retroceso en los precios internacionales de sus principales insumos (trigo y soya), ii) las continuas eficiencias logradas en el proceso productivo, iii) al Proyecto Prisma y iv) al ahorro generado por el uso del gas de Camisea.
- ▶ **Gastos Operativos: aumentaron en 4.2% con respecto al 4T03,** debido básicamente al aumento tanto de los Gastos Administrativos como de los Gastos de Ventas (aumento por los mayores gastos en publicidad), los cuales se incrementaron en 8.0% y 2.2% respectivamente.
- ▶ **Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos: mostraron una disminución de 7.8% en comparación con el 4T03,** impulsado por: i) un REI más favorable (US\$ 1.7MM) debido al efecto del retroceso del tipo de cambio y ii) a los continuos esfuerzos por reducir los gastos financieros.
- ▶ **Utilidad Neta: de US\$8.7MM,** superior en 4.8% a la registrada en el 4T03.
- ▶ Luego de actualizar nuestro modelo de valorización con los últimos resultados de la empresa, éste nos arroja **un valor fundamental para el 2005 de S/.1.85** que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/.1.65), **nos hace cambiar nuestra recomendación anterior de mantener a comprar Alicorp C.** Así mismo Alicorp ha hecho importantes avances en reestructurar su deuda financiera, así como una adecuada reducción de sus estructuras de costos, sumada a la continua incorporación de nuevos productos, mejorando así cada vez más sus perspectivas de ventas

## INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas ascendieron a US\$ 146.9MM en el 4T04, lo cual representó un aumento del 2.0% con respecto al 4T03. Este incremento se debió principalmente al aumento en las ventas del segmento de consumo masivo (+11.4% YoY), minimizando así el efecto de la ligera disminución en el segmento de productos industriales (-1.3% YoY). Con respecto a la composición de ventas; los productos de consumo masivo representaron el 67.5%, los productos industriales el 27.9% y el segmento alimentos balanceados el 4.6%. En cuanto a las exportaciones, estas representaron aproximadamente entre el 6% y 7% de las ventas, teniendo mayor acogida el segmento de alimentos balanceados.

Alicorp viene desarrollando una estrategia de desarrollo del portafolio de productos, siguiendo con nuevos lanzamientos de los mismos. Durante el año, Alicorp realizó lanzamientos tales como; Bitaz (fortificador), Jabón Bolívar (detergente), Yaps (refrescos instantáneos), Ketchup, Fideos Nicolini al huevo, Sello de Oro (margarina), las nuevas salsas de ají y rocoto (bajo la marca Alacena) y el relanzamiento interno de su línea de helados Lamborghini entre otros.

A nivel acumulado, en el 2004, las ventas netas ascendieron a US\$571.5 MM, 5.4% más que en el 2003, incremento que respondió a la introducción de nuevos productos y nuevas categorías y al mayor precio de venta.

## COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas como porcentaje de las ventas se redujo de 74.3% en el 4T03 a 73.7% en el 4T04. Dicho caída se logró debido a: i) un ligero retroceso de los precios internacionales a los que la empresa está expuesto a través de sus principales insumos (trigo y soya)<sup>1</sup>, ii) las continuas eficiencias logradas en el proceso productivo, iii) el Proyecto Prisma, a través del cual se han podido reducir gastos relacionados a los envases, materiales auxiliares y a otros gastos indirectos<sup>2</sup>, y iv) al ahorro generado por el uso del gas Camisea.

## GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos aumentaron en 4.2% con respecto al 4T03, debido básicamente al aumento de los Gastos Administrativos en 8.0% y al aumento de los Gasto de Ventas en 2.2% (aumento originado por los mayores gastos en publicidad por los nuevos lanzamientos de productos, así como nuevas categorías de productos).

Sin embargo, en el 2004 los Gastos Operativos aumentaron ligeramente en 0.9% (YoY), donde si bien los gastos de venta se incrementaron en 2%(YoY), estos fueron parcialmente contrarrestados por los menores gastos administrativos (-1.3% YoY), a través del Proyecto Prisma el cual habría disminuido en US\$5 MM aproximadamente.

<sup>1</sup> Hay que recordar que aproximadamente el 75% del costo de ventas está compuesto de materia prima.

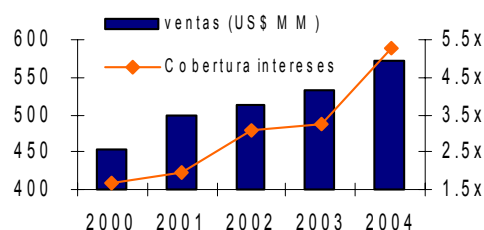
<sup>2</sup> Los cuales representan el 24.7% del costo de venta

## GASTOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos mostraron una disminución de 7.8%, pasando de un egreso de US\$5.1MM en el 4T03 a un egreso de US\$ 4.7 MM en el 4T04 impulsado por: i) un REI más favorable (US\$ 1.7MM) debido al efecto del retroceso del tipo de cambio y ii) a los continuos esfuerzos por reducir los gastos financieros (-4.1%).

Cabe mencionar que la deuda financiera al finalizar el año 2004 ascendió a US\$153 MM, una disminución aproximada del 20% con respecto al 4T03, destacando que los recursos utilizados para reducir dicha deuda han provenido de la generación de caja de la misma empresa. El propósito de la empresa ha sido el de reducir la deuda de largo plazo (pactada mayormente en moneda extranjera), reestructurarla en mejores condiciones y tomar financiamientos de corto plazo para cubrir sus necesidades operativas. Esto se ha reflejado en la tendencia decreciente del apalancamiento financiero en los últimos años.

### Alicorp: Cobertura de Intereses vs Ventas



## RATIOS FINANCIEROS

Alicorp posee una estructura financiera sólida que le permite contar con los recursos necesarios para financiar sus operaciones.

A diciembre del 2004, la liquidez corriente de la compañía fue de 1.37 veces (1.10x en el 2003) mientras que la prueba ácida fue de 0.84 veces (0.71x en el 2003), lo que demuestra una mejora en el nivel de liquidez que le permite cumplir con sus obligaciones y seguir mejorando su posición de capital de trabajo.

Con respecto al nivel de endeudamiento de la compañía, éste continuó disminuyendo, situándose en 0.84 veces a diciembre del 2004 (1.05x en el 2003), lo cual respondió a la cancelación de gran parte de su deuda financiera de corto plazo.

Por otro lado, el índice de cobertura de intereses aumentó a 5.25 veces en el 2004 (2003 fue de 3.83 veces) debido a que: (i) los gastos financieros continuaron disminuyendo como resultado de la disminución de la deuda financiera, y (ii) al mayor EBITDA.

## RECOMENDACIÓN

Luego de actualizar nuestro modelo de valorización con los últimos resultados de la empresa, éste nos arroja un precio fundamental para el 2005 de S/.1.85 que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/.1.65), nos hace cambiar nuestra recomendación anterior de mantener a comprar Alicorp C. Asimismo la empresa ha hecho importantes avances en reestructurar su deuda financiera, así como una adecuada reducción de su estructuras de costos, sumada a la continua incorporación de nuevos productos, mejorando así cada vez más sus perspectivas de ventas.

## Resultados 4T04

**Estado de Ganancias y Pérdidas Consolidado:** (montos en términos reales expresados en US\$ MM)

	4T04		4T03		2004		2003		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(d)	%	(a/b)	(c/d)
Ventas Netas	146.9	100.0%	146.7	100.0%	571.5	100.0%	542.1	100.0%	2.0%	5.4%
Costo de Ventas	-108.3	-73.7%	-109.1	-74.3%	-433.9	-75.9%	-413.2	-76.2%	-0.7%	5.0%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>38.6</b>	<b>26.3%</b>	<b>37.7</b>	<b>25.7%</b>	<b>137.6</b>	<b>24.1%</b>	<b>128.8</b>	<b>23.8%</b>	2.6%	6.8%
Gastos Administrativos	-8.9	-6.1%	-8.3	-5.6%	-31.8	-5.6%	-32.2	-5.9%	8.0%	-1.3%
Gasto de Ventas	-16.2	-11.0%	-15.9	-10.8%	-65.9	-11.5%	-64.6	-11.9%	2.2%	2.0%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>13.5</b>	<b>9.2%</b>	<b>13.5</b>	<b>9.2%</b>	<b>39.9</b>	<b>7.0%</b>	<b>32.0</b>	<b>5.9%</b>	-0.3%	24.6%
Ingresos Financieros	0.7	0.5%	0.8	0.5%	2.1	0.4%	1.8	0.3%	-9.7%	14.1%
Gastos Financieros	-3.3	-2.2%	-3.4	-2.3%	-12.2	-2.1%	-14.7	-2.7%	-4.1%	-16.7%
REI	1.7	1.2%	1.3	0.9%	9.8	1.7%	3.2	0.6%	33.0%	208.0%
Otros Ingresos	0.1	0.1%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	189.8%	-100.0%
Otros Egresos	-3.9	-2.7%	-3.8	-2.6%	-8.8	-1.5%	-8.2	-1.5%	3.8%	6.2%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>8.7</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.4</b>	<b>5.7%</b>	<b>30.8</b>	<b>5.4%</b>	<b>14.1</b>	<b>2.6%</b>	4.3%	118.1%
Deducciones y Participaciones	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
Impuesto a la Renta	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>8.7</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.3</b>	<b>5.7%</b>	<b>30.8</b>	<b>5.4%</b>	<b>14.1</b>	<b>2.6%</b>	4.8%	119.0%

**Balance General Consolidado :** (montos en términos reales expresados en US\$ MM)

	4T04	4T03	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	1.7	1.9	-14.2%
Inventarios	70.3	66.2	6.3%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>195.2</b>	<b>198.8</b>	<b>-1.8%</b>
Inmuebles Maquinaria y Equipo	254.0	268.3	-5.3%
<b>Total Activo</b>	<b>537.3</b>	<b>564.7</b>	<b>-4.9%</b>
Parte Corriente de Deuda Largo Plazo	11.3	24.7	-54.1%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>142.6</b>	<b>181.1</b>	<b>-21.3%</b>
Deuda Largo Plazo	86.0	100.2	-14.2%
<b>Total Pasivo</b>	<b>245.1</b>	<b>289.6</b>	<b>-15.4%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>292.2</b>	<b>275.1</b>	<b>6.2%</b>

### Ratios Financieros:

	2004	2003	2002
Liquidez Corriente	1.37x	1.10x	1.07x
Prueba Acida	0.84x	0.71x	0.66x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.62x	0.82x	0.85x
Endeudamiento Patrimonial	0.84x	1.05x	1.18x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	58%	63%	59%
Cobertura de Intereses	5.25x	3.83x	3.05x

Fuente: Alicorp S.A.A.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

<b>GERENTE DE DIVISION</b>	Javier Maggiolo		(511) 313 2456
<b>AREA MERCADO DE CAPITALES</b>			
<b>ANALISIS</b>			(511) 313 2650
Jefe de Análisis	Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe	Anx.3051
Macroeconomía - Internacional	Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe	Anx.3053
Macroeconomía - Perú	Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe	Anx.3054
Renta Fija - Internacional	Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe	Anx.3059
Consumo, Bebidas, y Construcción	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
Bancos	Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Minería y Eléctricas	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Renta Fija - Perú	Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe	Anx.3057
Asistentes	Karen Casanova	kcasanova@bcp.com.pe	Anx.3058
	Silvana Indacochea	sindacochea@bcp.com.pe	Anx.7360
	Fernando García	ffgarcía@bcp.com.pe	Anx.2651

#### Recomendaciones Fundamentales

Las recomendaciones fundamentales aplicadas al universo de acciones seguidas por el Servicio de Análisis de la División de Mercado de Capitales del Banco de Crédito BCP son las siguientes:

<b>COMPRA</b>	Se estima que la acción esta SUBVALORADA por el mercado en más de 10% respecto a su valor fundamental.
<b>MANTENER</b>	Se estima que la acción esta VALORADA por el mercado respecto a su valor fundamental.
<b>REDUCIR</b>	Se estima que la acción esta SOBREVALORADA por el mercado entre 5%-10% por encima de su valor fundamental.
<b>VENDER</b>	Se estima que la acción esta SOBREVALORADA por el mercado más del 10% por encima de su valor fundamental.

Asimismo, se puede calificar una recomendación como de MEDIANO o LARGO PLAZO cuando los fundamentos de la empresa son sólidos, pero tomará tiempo para que el mercado internalice su verdadero valor.

Este reporte se ha preparado únicamente con fines informativos, utilizando información públicamente disponible, y no pretende ser completo. Aún cuando se han realizado todos los esfuerzos necesarios para asegurar la confiabilidad del contenido, el Banco de Crédito del Perú y Subsidiarias no se responsabilizan por ningún error o inexactitud que pudiera presentarse en este informe. Bajo ninguna circunstancia puede ser considerado este informe como una oferta de venta, o una solicitud de una oferta de compra de cualquier valor. El Banco de Crédito del Perú y Subsidiarias pueden tener posiciones y efectuar transacciones con valores mencionados y/o puede buscar hacer banca de inversión con ellas.