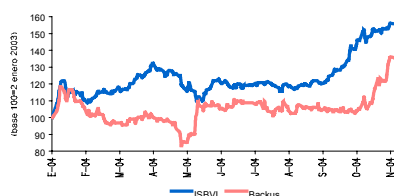


Cerveza
Mayo 6, 2005

UCP Backus vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	06/05/05
Rango 52 Semanas (S/.)	0.89 – 1.46
Número de Acciones (MM) ¹	1,263
Capital Bursátil (US\$ MM) ¹	511.4
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	184.1
Desempeño US\$ YTD (%)	12.4
Dividend Yield (05E)	4.25%
P/VL (x)	0.86
Frecuencia de Neg. (12M)	98.4%

Fuente: Bloomberg

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

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

¹ Incluye acciones comunes y de inversión menos las acciones de tesorería

Resultados 1T05

UCP Backus & Johnston S.A.A.

Mantener

Aumento de venta de cebada y reducción de gastos operativos incrementaron utilidad neta. Mercado sigue atento a resultado de OPI y a entrada del nuevo competidor.

Recomendación Anterior:	Mantener
Precio Acción Inversión (06/05/05):	S/. 1.32
Precio Objetivo (2005):	S/. 1.43
Rendimiento Esperado (%):	+8.5%

Fuente: Bloomberg

UCP Backus & Johnston S.A.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	4.4x	6.0x	7.2x	6.9x
EV/EBITDA (x)	3.7x	3.3x	3.8x	3.7x
Ingresos (US\$ MM)	338.9	335.0	343.7	350.5
Margen Operativo	30.3%	33.9%	34.0%	34.4%
Utilidad Neta (US\$ MM)	80.3	75.5	71.1	74.1
UPA (US\$)	0.06	0.06	0.06	0.06
Pasivo/Patrimonio	0.52x	0.29x	0.20x	0.18x

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

- ▶ **Ventas Netas:** ascendieron a **US\$ 100.7MM en el 1T05**, lo cual implicó un aumento de 23.6% con respecto al mismo periodo del año anterior, como consecuencia de: i) haber vendido 93 mil hectolitros adicionales, y ii) el aumento de "otros ingresos operacionales" en su mayoría venta de cebada.
- ▶ **Costo de Ventas:** se incrementó en **21.7% con respecto al 1T04**, debido a que los "otros costos operacionales" resultaron muy elevados no pudiendo ser contrarrestados por la disminución del costo de venta relacionado con la venta de cerveza que disminuyó (-5.1% YOY)
- ▶ **Gastos Operativos:** éstos disminuyeron **10.2% con respecto al 1T04**, debido básicamente a una caída en los gastos administrativos (23.7%), la cual fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de venta (3.0%).
- ▶ **La Línea No Operativa:** mostró una mejora pasando de un egreso de **US\$ 17.0MM a un ingreso de US\$ 5.8MM**, a pesar de no registrarse en este periodo el efecto positivo del REI del año pasado. Dicha mejora fue a raíz de: i) la disminución de los gastos financieros, y ii) el aumento de los ingresos financieros.
- ▶ **Utilidad Neta:** **US\$ 28.7MM**, superior en 690.2% a la registrada en el 1T04, como resultado de mejoras en el interior de la empresa.
- ▶ Luego de actualizar nuestro modelo de valoración con los últimos resultados de la empresa, **éste nos arroja un valor fundamental para el 2005 de S/. 1.43** que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/.1.32), **nos hace reafirmar nuestra recomendación anterior de Mantener Backus I**. Asimismo seguimos considerando que en el largo plazo existe un potencial interesante de crecimiento para la acción de inversión en un escenario donde el mercado se encuentra a la espera del resultado final de la OPI.

INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas ascendieron a US\$ 100.7MM en el 1T05, lo cual representó un aumento de 23.6% con respecto al mismo periodo del año anterior, principalmente como consecuencia de: i) haber vendido 93 mil hectolitros adicionales de cerveza, y ii) un aumento de otros ingresos operacionales (que representaron aproximadamente el 12% de las ventas totales), los cuales provinieron de la venta de cebada (US\$ 8 MM).

En cuanto a las exportaciones, éstas han venido creciendo de manera importante (+23%, en los últimos dos meses del año), impulsadas principalmente por sus ventas a EE.UU.

En lo que va del 2005, Backus & Johnston presentó nuevos lanzamientos de productos y nuevas líneas dirigidas a segmentos más económicos, de esta manera adelantándose a cualquier disminución en las ventas a causa de los menores precios que se podrían dar con la entrada del nuevo competidor.

COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas se incrementó en 21.7% en el 1T05 debido a que los "otros costos operacionales" resultaron muy elevados, no pudiendo ser contrarrestados por la disminución del costo de venta relacionado con la venta de cerveza (-5.1% YOY).

El aumento en los "otros costos operacionales" provino de la venta de la cebada, entre otras operaciones. En cuanto a la caída en el costo de ventas de la empresa (venta de cerveza), ésta se debió principalmente por la disminución de los inventarios iniciales de productos terminados (-26.9%) a pesar de que la empresa realizó un mayor volumen físico de ventas. Se espera que el costo de ventas siga reduciéndose como consecuencia de mejores prácticas con su matriz.

GASTOS OPERATIVOS

En cuanto a los Gastos Operativos, éstos disminuyeron 10.2% con respecto al 1T04, debido básicamente a una caída en los gastos administrativos, la cual fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de venta. En el caso de los Gastos Administrativos, éstos se redujeron en 23.7% con respecto al 1T04 debido a una racionalización del número de empleados y obreros (-50.0%) como parte de una reestructuración corporativa de parte de la empresa, mientras que los Gastos de Ventas se incrementaron en 3.0% con respecto a similar periodo del año anterior a razón de las cargas diversas de gestión (+16.2%) y producto del aumento en el pago de tributos.

Así el margen operativo pasó de 29.5% en el 1T04 a 39.3% en el 1T05 producto de una política de racionalización de costos y de reestructuración de las distintas áreas de la empresa.

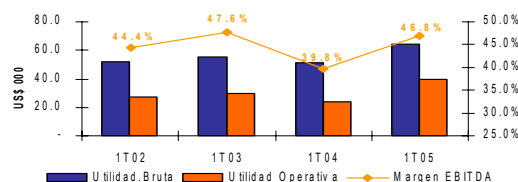
GASTOS NO OPERATIVOS

La Línea No Operativa mostró una mejora pasando de un egreso de US\$ 17.0MM a un ingreso de US\$ 5.8MM, a pesar de no registrarse en este periodo el efecto positivo del REI del año pasado, (el cual representó aproximadamente US\$ 3.8 MM). De esta forma la mejora fue impulsada por: (i) la disminución de los gastos financieros (-52.7% YoY), debido a que la empresa viene

disminuyendo su deuda financiera² (aprox. 63.0% con respecto al 1T04) y debido a que ha logrado tasas más favorables, y ii) el aumento de los ingresos financieros (+97.0%).

Asimismo, el rubro de otros ingresos y egresos fue positivo en US\$ 6.7 MM mientras que en el mismo periodo del año anterior fue negativo en US\$ 17.2 MM, este último como consecuencia de la venta de las acciones de Corporación Novasalud y de los gastos no recurrentes vinculados a la reestructuración interna.

UPC Backus & Johnson: Margen EBITDA



Fuente: Bloomberg

RATIOS FINANCIEROS

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

A marzo del 2005, la liquidez corriente de la compañía fue de 0.72 veces (0.87x en el 2004), variación negativa que se explica principalmente por la disminución de la parte corriente de la deuda a largo plazo (-22.8%) y por el cobro de las cuentas por cobrar comerciales (-50.0%). Dicho ratio aún les permite cumplir con sus obligaciones y seguir mejorando su posición de capital de trabajo.

En cuanto a la prueba ácida, ésta fue de 0.41 veces (0.57x en el 2004), como resultado de una caída en el volumen de existencias (-19.7%).

Con respecto al nivel de endeudamiento de la compañía, éste continuó disminuyendo, situándose en 0.19 veces a marzo del 2005 (0.29x en el 2004), lo cual respondió a la cancelación de gran parte de su deuda financiera de largo plazo.

Por otro lado, el índice de cobertura de intereses se incrementó significativamente a 24.0 veces en el 1T05 (12.3 veces en el 2004) debido a la continua disminución de los gastos financieros como resultado de la disminución de la deuda, y a raíz del incremento del EBITDA.

RECOMENDACIÓN

Hemos revisado nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, el cual, incorporando los últimos resultados de la empresa nos arroja un valor fundamental para el 2005 de S/ 1.43 por acción de inversión, que tomando el actual precio de mercado de S/ 1.32, nos hace reiterar nuestra recomendación anterior de mantener Backus I. Asimismo seguimos considerando que en el largo plazo, existe un potencial interesante de crecimiento para la acción de inversión en un escenario donde el mercado se encuentra a la espera del resultado final de la OPI.

² Aproximadamente el 61% de la deuda está constituida en moneda extranjera y el restante 39% en moneda nacional.

Resultados 1T05

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

	1T05		1T04		4T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	100.7	100.0%	81.5	100.0%	99.8	100.0%	23.6%	0.9%
Costo de Ventas	-36.5	-36.2%	-30.0	-36.8%	-30.8	-30.9%	21.7%	18.3%
Utilidad Bruta	64.2	63.8%	51.5	63.2%	69.0	69.1%	24.7%	-6.8%
Gastos Administrativos	-10.3	-10.3%	-13.5	-16.6%	-14.6	-14.6%	-23.7%	-29.2%
Gasto de Ventas	-14.3	-14.2%	-13.9	-17.1%	-13.3	-13.4%	3.0%	7.3%
Utilidad Operativa	39.6	39.3%	24.1	29.5%	41.0	41.1%	64.4%	-3.5%
Ingresos Financieros	1.0	1.0%	0.5	0.6%	0.2	0.2%	97.0%	400.9%
Gastos Financieros	-2.0	-2.0%	-4.1	-5.1%	-2.2	-2.2%	-52.7%	-8.8%
REI	0.0	0.0%	3.8	4.7%	0.8	0.8%	n.r	n.r
Otros Ingresos	7.0	7.0%	8.8	10.9%	16.7	16.7%	-20.9%	-58.0%
Otros Egresos	-0.3	-0.3%	-26.0	-31.9%	-21.9	-21.9%	-99.0%	-98.8%
Utilidad antes de Impuestos	45.3	45.0%	7.1	8.7%	34.7	34.7%	540.0%	30.8%
Deducciones y Participaciones	-4.5	-4.5%	-0.9	-1.1%	-1.6	-1.6%	382.3%	180.5%
Impuesto a la Renta	-12.2	-12.1%	-2.5	-3.1%	-4.3	-4.3%	382.4%	180.5%
Utilidad Neta	28.7	28.5%	3.6	4.5%	28.7	28.8%	690.2%	-0.2%

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

	1T05	4T04	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	14.6	37.5	-61.0%
Inventarios	29.2	36.4	-19.7%
Total Activo Corriente	80.4	115.8	-30.6%
Inmuebles Maquinaria y Equipo	240.1	243.4	-1.4%
Total Activo	707.7	727.2	-2.7%
	0.0	0.0	
Parte Corriente de Deuda Largo Plazo	59.9	77.6	-22.8%
Total Pasivo Corriente	111.2	133.0	-16.4%
Deuda Largo Plazo	2.7	29.1	-90.6%
Total Pasivo	113.9	162.1	-29.7%
Total Patrimonio Neto	593.8	565.2	5.1%

Ratios Financiero

	1T05	2004	2003
Liquidez Corriente	0.72x	0.87x	1.10x
Prueba Acida	0.41x	0.57x	0.72x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.67x	0.66x	0.79x
Endeudamiento Patrimonial	0.19x	0.29x	0.52x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	97.6%	82.1%	46.1%
Cobertura de Intereses	24.0x	12.3x	12.3x

Fuente: UCP Backus & Johnston S.A.A.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

**GERENTE DE DIVISION
ANALISIS**

Jefe de Análisis
Macroeconomía - Internacional
Macroeconomía - Perú
Renta Fija - Internacional
Minería y Eléctricas
Alimentos, Bebidas y Construcción
Renta Fija - Perú
Asistentes

Javier Maggiolo

Claudia Cooper
Luis Edwards
Juan Carlos Odar
Andrés Agramonte
Juan Miguel Pflucker
Claudia Marsano
Pedro Cornejo
Karen Casanova
Romina Ugas
Brenda Cenzano

ccooper@bcp.com.pe
ledwards@bcp.com.pe
jodar@bcp.com.pe
aagramonte@bcp.com.pe
jmpflucker@bcp.com.pe
cmarsano@bcp.com.pe
pcornejo@bcp.com.pe
kcasanova@bcp.com.pe
rugas@bcp.com.pe
bcenzano@bcp.com.pe

(511) 313 2456
(511) 313 2000
Anx.3051
Anx.3053
Anx.3054
Anx.3059
Anx.3052
Anx.3056
Anx.3057
Anx.3058
Anx.2651
Anx.7360

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:

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