

**Cemento**  
**Abril 29, 2005**

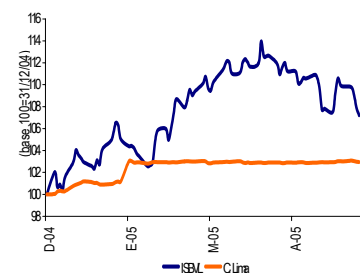
**Resultado 1T05**

## Cementos Lima S.A.

**VENDER**

Incremento en el costo de venta perjudicó utilidad neta a pesar de mayores ventas; mientras tanto acción común sigue sobrevalorada (más potencial se encuentra en acción de inversión).

### Cementos Lima vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Recomendación Anterior:	Vender
Precio Acción Común (29/04/05):	S/. 62.3
Precio Objetivo (2005):	S/. 53.4
Downside (%):	-14.3%

Fuente: Bloomberg

### Cementos Lima S.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	24.4x	26.2x	26.0x	25.0x
EV/EBITDA (x)	10.0x	10.8x	11.0x	10.8x
Ingresos (US\$ MM)	169.0	172.7	179.4	185.0
Margen Operativo	26.1%	25.6%	25.5%	25.4%
Utilidad Neta (US\$ MM)	29.2	29.4	30.7	31.9
UPA (US\$)	0.70	0.71	0.74	0.77
Pasivo/Patrimonio	0.29x	0.25x	0.21x	0.20x

(\*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 68%.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

Fecha	29/05/05
Rango 52 Semanas (S/.)	61.0 – 67.2
Número de Acciones (MM) <sup>1</sup>	41.7
Capital. Bursátil (US\$ MM) <sup>1</sup>	796.6
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	9.8
Desempeño US\$ YTD (%)	2.1
Dividend Yield (05E)	3.0%
P/VL (x)	3.29
Frecuencia de Neg. (12M)	18.4%

Fuente: Bloomberg

- ▶ **Ventas Netas** : ascendieron a US\$ 47.3MM en el 1T05, lo cual representó un aumento de 10.6% con respecto al 1T04, principalmente como resultado de: i) una mayor producción tanto de cemento como de clinker, ii) mayores exportaciones destinadas a los EE.UU. y iii) mayores despachos realizados.
- ▶ **Costo de Ventas**: se incrementó en 24.9% con respecto al 1T04 debido principalmente a los mayores costos del petróleo industrial y del carbón importado, ocasionado por la subida de los precios internacionales.
- ▶ **Gastos Operativos**: éstos se mantuvieron relativamente estables, donde una caída en los gastos administrativos, fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de venta.
- ▶ **Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos**: mostraron una disminución de 54.3% en comparación con el 1T04, donde el aumento de otros ingresos fue contrarrestado por la disminución del REI y los menores ingresos financieros.
- ▶ **Utilidad Neta**: US\$ 7.16MM, inferior en 11.6% a la registrada en el 1T04.
- ▶ 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/.53.4 que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/. 62.3), nos hace reiterar nuestra recomendación de Vender Cementos Lima C. Sin embargo, consideramos que las acciones de inversión presentan un mayor potencial tomando en cuenta un valor fundamental para el 2005 de S/.5.3 y un precio actual de mercado de S/.3.8.

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

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

<sup>1</sup> Incluye número de acciones de inversión estandarizadas a acciones comunes

### INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas aumentaron a US\$ 47.4MM en el 1T05, lo cual representó un aumento de 10.6% con respecto al 1T04. Este aumento se debió básicamente a: (i) un aumento YoY en la producción tanto de cemento como de clinker (20.5% y 35.3%, respectivamente), relacionado con el mayor volumen exportado, (ii) un incremento en los despachos de 6.8% YoY, y (iii) un crecimiento (+82.3% YoY) en las exportaciones totales de la empresa, (las exportaciones de cemento aumentaron 94.9% YoY, mientras que las exportaciones de clinker ascendieron a 98,471TM, es decir 69.2% más que en el 1T04), debido a la recuperación económica de EE.UU (recordando que el 100.0% de sus exportaciones son destinadas a ese país).

En cuanto a las ventas locales de cemento durante el 1T05, éstas aumentaron 6.6% YoY debido a un mayor volumen físico despachado, neto de un menor precio promedio de ventas, el cual permanece congelado desde mayo del 2001.

En relación con las exportaciones, éstas aumentaron debido al mayor volumen físico vendido y a los mayores precios pactados a raíz del aumento en los precios internacionales del carbón.

Esperamos que en el 2005 Cementos Lima siga mostrando un desempeño positivo en cuanto a sus ingresos gracias a las edificaciones promovidas por el gobierno (Techo Propio y Mi Vivienda), concesiones de nuevas carreteras y de una mayor actividad minera (demanda de obras civiles) y a raíz del aumento de la demanda interna, lo cual repercutirá positivamente en la empresa.

Por otro lado, la participación de la empresa en el mercado doméstico aumentó de 39.5% en el 1T04 a 41.2% en el 1T05.

### COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas ascendió en 24.9% con respecto al 1T04, principalmente producto de los mayores costos del petróleo industrial y del carbón importado, ocasionado por la subida de los precios internacionales, los cuales no pudieron ser contrarrestados por el mayor volumen físico de despachos.

### GASTOS OPERATIVOS

Con respecto a los Gastos Operativos, éstos se mantuvieron relativamente estables, donde una caída en los gastos administrativos, fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de venta. En este sentido, los Gastos Administrativos disminuyeron en 5.6% con respecto al 1T04, debido a la disminución de los gastos de personal. Por otro lado, los Gastos de Venta se incrementaron en 31.4% con respecto al 1T04 a razón de las mayores comisiones por venta y servicios prestados por terceros.

El margen operativo pasó de 27.8% en el 1T04 a 22.6% en el 1T05, debido al aumento del costo de ventas, lo que no pudo ser contrarrestado ni por las mayores ingresos, ni por los menores gastos operativos.

### GASTOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos mostraron una disminución de 54.3% en comparación con el 1T04 donde el aumento de otros ingresos (19.8% debido a la venta de carbón pulverizado a terceros y por los ingresos recibidos del "drowback" producto de las exportaciones), fue contrarrestado por: i) la disminución en el REI (-96.7%) a raíz de que la diferencia de cambio es mínima en relación con la del año anterior y ii) la disminución de los ingresos financieros.

Sin embargo, es de destacar los esfuerzos de la empresa en reducir los gastos financieros (-28.2% YoY), que incluyen los intereses por los préstamos para la ampliación de la primera y segunda etapa de ampliación de planta, los cuales vienen disminuyendo en la medida que se ha venido amortizando la mencionada deuda.

### RATIOS FINANCIEROS

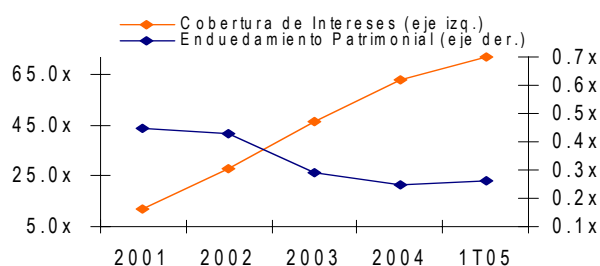
Cementos Lima posee una estructura financiera bastante sólida, que le permite contar con los recursos necesarios para financiar sus operaciones.

A marzo del 2005, la liquidez corriente de la compañía fue de 1.66 veces (1.65x en el 2004) mientras que la prueba ácida fue de 0.43 veces (0.35x en el 2004), lo que demuestra una mejora en el nivel de liquidez que le permite cumplir con sus obligaciones.

Con respecto al nivel de endeudamiento de la compañía, éste aumentó, situándose en 0.27 veces a marzo del 2005 (0.25x en el 2004), lo cual se debe a un aumento de sus pasivos, principalmente por préstamos bancarios de corto plazo para capital de trabajo. Sin embargo la deuda financiera de largo plazo ha disminuido en 69.3% con respecto al 1T04.

Por otro lado, el índice de cobertura de intereses aumentó a 72.2 veces en lo que va del año 2005 (2004 fue de 63.0 veces) debido a que los gastos financieros continuaron disminuyendo como resultado de la disminución de la deuda financiera.

Cementos Lima: Ratios Financieros



Fuente: Cementos Lima S.A

### 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/.53.4, que tomando el actual precio del mercado S/. 62.3, **nos hace reiterar nuestra recomendación anterior de Vender Cementos Lima C.** Sin embargo, consideramos que las acciones de inversión presentan un mayor potencial tomando en cuenta un valor fundamental para el 2005 de S/.5.3 y un precio actual de mercado de S/.3.8.

## Resultados 1T05

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

	1T05		1T04		4T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(b/c)
Ventas Netas	47.4	100.0%	42.9	100.0%	43.2	100.0%	10.6%	-0.8%
Costo de Ventas	-28.8	-60.8%	-23.1	-53.8%	-38.5	-88.9%	24.9%	-40.0%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>18.6</b>	<b>39.2%</b>	<b>19.8</b>	<b>46.2%</b>	<b>4.8</b>	<b>11.1%</b>	-6.2%	313.9%
Gastos Administrativos	-6.4	-13.4%	-6.7	-15.7%	6.6	15.3%	-5.6%	n.r
Gasto de Ventas	-1.5	-3.2%	-1.2	-2.7%	-0.6	-1.3%	31.4%	101.9%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>10.7</b>	<b>22.6%</b>	<b>11.9</b>	<b>27.8%</b>	<b>10.8</b>	<b>25.1%</b>	-10.2%	9.8%
Ingresos Financieros	0.1	0.1%	0.1	0.3%	0.1	0.3%	-62.2%	-8.5%
Gastos Financieros	-0.2	-0.5%	-0.3	-0.8%	-0.2	-0.5%	-28.2%	47.6%
REI	0.0	0.1%	1.0	2.4%	0.3	0.7%	-96.7%	272.7%
Otros Ingresos	4.5	9.5%	3.7	8.7%	6.1	14.2%	19.8%	-39.1%
Otros Egresos	-3.8	-7.9%	-3.3	-7.7%	-5.2	-12.1%	12.8%	-36.5%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>11.3</b>	<b>23.8%</b>	<b>13.2</b>	<b>30.7%</b>	<b>11.9</b>	<b>27.6%</b>	-14.4%	10.2%
Deducciones y Participaciones	-1.1	-2.3%	-1.4	-3.2%	-1.3	-3.0%	-18.9%	4.3%
Impuesto a la Renta	-3.0	-6.3%	-3.7	-8.6%	-3.6	-8.4%	-18.9%	2.3%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>7.2</b>	<b>15.1%</b>	<b>8.1</b>	<b>18.9%</b>	<b>7.0</b>	<b>16.2%</b>	-11.6%	15.4%

n.r. no relevante

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

	1T05	4T04	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	7.0	2.3	211.5%
Inventarios	55.6	50.9	9.3%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>77.2</b>	<b>67.0</b>	<b>15.2%</b>
Inmuebles Maquinaria y Equipo	188.0	192.7	-2.4%
<b>Total Activo</b>	<b>306.7</b>	<b>300.6</b>	<b>2.0%</b>
		0.0	
Parte Corriente de Deuda Largo Plazo	1.5	3.0	-50.3%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>46.5</b>	<b>40.5</b>	<b>14.6%</b>
Deuda Largo Plazo	1.5	1.5	-0.6%
<b>Total Pasivo</b>	<b>64.4</b>	<b>59.6</b>	<b>8.0%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>242.3</b>	<b>241.0</b>	<b>0.5%</b>

### Ratios Financieros

	1T05	2004	2003
Liquidez Corriente	1.66x	1.65x	1.31x
Prueba Acida	0.43x	0.35x	0.28x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.47x	0.31x	0.47x
Endeudamiento Patrimonial	0.27x	0.25x	0.29x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	72.2%	68.0%	67.3%
Cobertura de Intereses	71.9x	63.0x	46.3x

Fuente: Cementos Lima S.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 SOBREALORADA por el mercado entre 5%-10% por encima de su valor fundamental.
<b>VENDER</b>	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.