

Cemento

Marzo 03, 2005

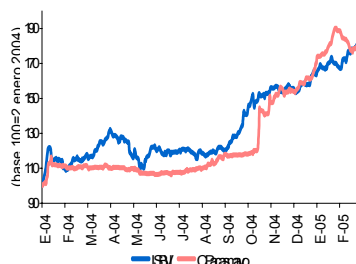
Resultado 4T04

Cementos Pacasmayo S.A.A.

REDUCIR

Incremento en ventas y resultados de subsidiarias impulsaron utilidades. Acción común con mayor potencial en largo plazo.

Cementos Pacasmayo vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

| | |
|---------------------------------|----------|
| Recomendación Anterior: | Vender |
| Precio Acción Común (02/03/05): | S/. 2.65 |
| Precio Objetivo (2005): | S/. 2.41 |
| Upside (Downside): | -9.1% |

Fuente: Bloomberg

Cementos Pacasmayo S.A.A.: Principales Indicadores de Mercado

| | 2003R | 2004R | 2005P | 2006P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/U (x) | 10.0x | 12.8x | 13.0x | 12.1x |
| EV/EBITDA (x) | 6.8x | 8.1x | 8.6x | 8.9x |
| Ingresos (US\$ MM) | 77.3 | 92.5 | 96.2 | 99.5 |
| Margen Operativo | 33.1 | 39.0 | 35.3 | 39.6 |
| Utilidad Neta (US\$ MM) | 17.33 | 22.41 | 23.94 | 25.55 |
| UPA (US\$) | 0.04 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| Pasivo/Patrimonio | 0.63 | 0.68 | 1.35 | 0.61 |

(*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 60%.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

| | |
|-------------------------------|------------|
| Fecha | 28/02/05 |
| Rango 52 Semanas (S/.) | 1.6 – 2.75 |
| Número de Acciones (MM) | 402.8 |
| Capital Bursátil (US\$ MM) | 310.3 |
| Volumen (prom. 90d, US\$ 000) | 31.2 |
| Desempeño US\$ YTD (%) | 9.9 |
| Dividend Yield (05E) | 4.0% |
| P/VL (x) | 2.0 |
| Frecuencia de Neg. (12M) | 90.8% |

Fuente: Bloomberg, Económica

Claudia Marsano

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

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

- ▶ **Ventas Netas:** ascendieron a US\$ 25.5MM en el 4T04, lo cual implicó un crecimiento de 19.3% con respecto al 4T03, debido principalmente a la expansión del sector construcción.
- ▶ **Costo de Ventas:** como porcentaje de las ventas aumentó de 36% en el 4T03 a 43% en el 4T04, debido a: i) un mayor consumo de suministros, ii) un incremento en los gastos de personal (mano de obra para la producción) y, iii) los elevados gastos de flete.
- ▶ **Gastos Operativos:** disminuyeron 22.1% con respecto al 4T03, debido básicamente a una disminución en los gastos administrativos (US\$ 3MM YoY), los cuales fueron parcialmente contrarrestados por los mayores gastos de ventas (US\$ 1.9MM).
- ▶ **Los Ingresos no Operativos netos de Gastos no Operativos:** mostraron una significativa mejora, pasando de un ingreso de US\$ 0.2MM a un ingreso de US\$ 1.1MM, impulsado por la reducción de los gastos financieros (-24.3% YoY) y por el aumento de "otros ingresos" (+285.4% YoY).
- ▶ **Utilidad Neta:** de US\$ 7.5MM, superior en 34.6% a la registrada en el 4T03, respondiendo en gran medida al incremento de las ventas respecto al 2003 y al incremento en los resultados de las subsidiarias.
- ▶ 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/.2.41 que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/. 2.65), nos hace cambiar nuestra recomendación de vender a reducir Cementos Pacasmayo C. Sin embargo, consideramos que en el largo plazo existe un potencial interesante de crecimiento para la acción común tomando en cuenta las futuras concesiones tanto de puertos como de carreteras al norte del país. De otro lado, la acción de inversión se presenta como más atractiva dado un valor fundamental para el 2005 de S/.2.41 y un precio actual de mercado de S/. 1.6 (aunque valiendo la pena recordar la menor liquidez frente a la acción común).

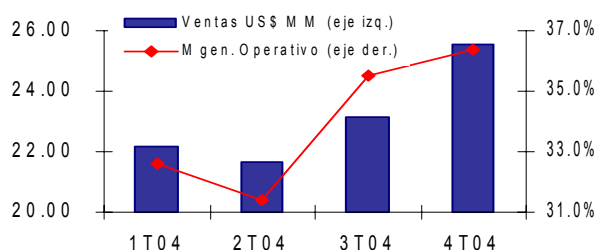
INGRESOS POR VENTA

Las Ventas Netas ascendieron a US\$ 25.5MM en el 4T04, lo cual representó un aumento del 19.3% con respecto al 4T03; a la vez que la cuota de mercado pasó de 17.7% en el 4T03 a 18.0% en el mismo periodo del 2004. En cuanto a toneladas vendidas, estas crecieron en 5.7% (YoY), pasando de 508,064 TM en el 4T03 a 537,106 TM en el 4T04 (en el acumulado del año las ventas físicas aumentaron en 7.20%).

En lo que se refiere a la producción de Clinker, ésta aumentó de 393,469TM en el 4T03 a 422,898TM en el 4T04 (+7.4%); mientras que la producción de cemento observó un incremento de 4.2% con respecto al 4T03. Con relación a los despachos de cemento, durante el 4T04, se despacharon 7.3% más que los efectuados en el mismo periodo del 2003, mientras que la presencia en el mercado local de despachos de cemento para el 2004 fue de 18.9%.

Para el 2005 se espera que la industria cementera se expanda en 6.2% como resultado del mayor dinamismo del sector construcción del cual estimamos un incremento de 5.4%. Dicha expansión respondería a la puesta en marcha de varios proyectos habitacionales tales como Proyecto Mi Vivienda y Techo Propio, al igual que la construcción de carreteras, trabajos de infraestructura, proyectos mineros (obras civiles) y proyectos de inversión privada.

Cementos Pacasmayo: Ventas US\$ vs Margen Operativo



Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A

COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas como porcentaje de las ventas pasó de 36% en el 4T03 a 43% en el 4T04, como consecuencia de: i) un mayor consumo de suministros (+28.5% YoY), ii) un incremento en los gastos de personal de +20.6% YoY (mano de obra para la producción) y, iii) los elevados gastos de flete (+242.9% YoY).

GASTOS OPERATIVOS

Con respecto a los Gastos Operativos, éstos disminuyeron 22.1% con respecto al 4T03, debido básicamente a una caída en los gastos administrativos, la cual fue parcialmente contrarrestada por los mayores gastos de ventas. En este sentido, los Gastos Administrativos disminuyeron en US\$ 3.0MM con respecto al 4T03, debido principalmente a la disminución de los servicios administrativos y de gerencia (-63.9% YoY). Por otro lado, los Gastos de Ventas se incrementaron en US\$ 1.9MM con respecto al 4T03 a razón de las mayores comisiones de comercialización y gastos de transporte.

Estos mayores costos finalmente no ejercieron mayor efecto en la utilidad operativa que se incrementó en 25.7% producto del crecimiento en las ventas y de la reducción de los gastos operativos.

GASTOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos no Operativos netos de Gastos no Operativos mostraron una significativa mejora, pasando de un ingreso de US\$ 0.2MM en el 4T03, a un ingreso de US\$ 1.1MM en el 4T04 impulsado por: (i) la disminución de los gastos financieros (-24.3% YoY), debido a la reducción de los gastos por intereses relacionados con un mayor volumen de cuotas vencidas, y (ii) el aumento de "Otros Ingresos" (+285.4% YoY) el cual es explicado por las mayores ganancias obtenidas durante el 4T04 a raíz de la Subsidiaria en el exterior ZX Holdings y de las empresas afiliadas al grupo.

RATIOS FINANCIEROS

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

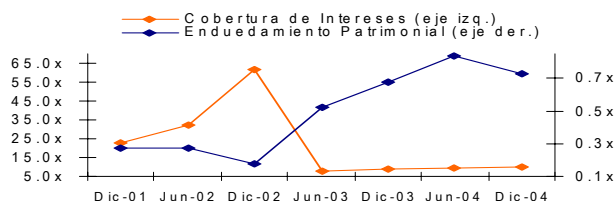
A diciembre del 2004, la liquidez corriente de la compañía fue de 1.12 veces (1.30x en el 2003), esta variación se explica principalmente por el incremento en el número de empleados en el 2004. Dicho ratio aún les permite cumplir con sus obligaciones y seguir mejorando su posición de capital de trabajo.

En cuanto a la prueba ácida, ésta fue de 0.42 veces (0.69x en el 2003), disminución que respondería a una reducción en el volumen de las cuentas por cobrar vinculadas.

Con respecto al nivel de endeudamiento de la compañía, éste aumentó, situándose en 0.68 veces a diciembre del 2004 (0.63x en el 2003), respondiendo a las mayores obligaciones de corto plazo (aumento de préstamos bancarios), entre otros.

Por otro lado, el índice de cobertura de intereses aumentó a 9.98 veces en el 2004 (2003 fue de 9.03 veces) debido a que: (i) los gastos financieros continuaron disminuyendo como resultado de la disminución de la deuda financiera, y (ii) al mayor EBITDA.

Cementos Pacasmayo: Ratios Financieros



Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.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 precio fundamental para el 2005 de S/2.41 que tomando el actual precio de mercado S/2.54, nos hace cambiar nuestra recomendación anterior de vender a reducir Cementos Pacasmayo C. Sin embargo, consideramos que en un largo plazo, existe un potencial interesante de crecimiento para la acción común, tomando en cuenta las futuras concesiones tanto de puertos como de carreteras al norte del país. De otro lado, la acción de inversión se presenta como más atractivas dado un valor fundamental para el 2005 de S/2.41 y un precio actual de mercado de S/ 1.6, aunque siempre teniendo en cuenta la menor liquidez de dicho papel frente a la acción común.

Resultados 4T04

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

| | 4T04 | | 4T03 | | 2004 | | 2003 | | Variación | |
|------------------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-----------|---------|
| | (a) | % | (b) | % | (c) | % | (c) | % | (a/b) | (a/c) |
| Ventas Netas | 25.5 | 100.0% | 21.4 | 100.0% | 92.5 | 100.0% | 81.1 | 100.0% | 19.3% | 14.0% |
| Costo de Ventas | -11.0 | -43.0% | -7.7 | -36.0% | -41.0 | -44.3% | -41.4 | -51.0% | 42.6% | -0.9% |
| Utilidad Bruta | 14.6 | 57.0% | 13.7 | 64.0% | 51.5 | 55.7% | 39.8 | 49.0% | 6.2% | 29.6% |
| Gastos Administrativos | -2.2 | -8.5% | -5.2 | -24.5% | -12.0 | -13.0% | -12.3 | -15.1% | -58.7% | -2.1% |
| Gasto de Venta | -2.2 | -8.6% | -0.3 | -1.6% | -5.8 | -6.3% | -1.0 | -1.3% | 528.9% | 461.1% |
| Utilidad Operativa | 10.2 | 39.9% | 8.1 | 37.9% | 33.7 | 36.4% | 26.4 | 32.6% | 25.7% | 27.5% |
| Ingresos Financieros | 0.2 | 0.7% | -0.2 | -0.8% | 0.5 | 0.5% | 1.1 | 1.3% | n.r | -53.3% |
| Gastos Financieros | -1.0 | -4.0% | -1.3 | -6.3% | -4.4 | -4.7% | -4.2 | -5.2% | -24.3% | 4.2% |
| REI | -0.9 | -3.4% | 1.5 | 6.9% | -2.7 | -3.0% | 1.4 | 1.7% | n.r | -299.8% |
| Otros Ingresos | 5.7 | 22.4% | 1.5 | 6.9% | 9.9 | 10.7% | 3.4 | 4.2% | 285.4% | 191.3% |
| Otros Egresos | -3.0 | -11.6% | -1.2 | -5.6% | -3.9 | -4.3% | -1.4 | -1.7% | 145.0% | 185.0% |
| Utilidad antes de Impuestos | 11.3 | 44.1% | 8.4 | 39.1% | 33.1 | 35.8% | 26.7 | 32.9% | 34.7% | 23.9% |
| Deducción y Participación | -1.0 | -4.0% | -0.9 | -4.2% | -2.9 | -3.1% | -2.7 | -3.3% | 13.6% | 6.9% |
| Impuesto a la Renta | -2.8 | -10.9% | -1.9 | -9.0% | -7.8 | -8.4% | -6.3 | -7.7% | 44.9% | 24.2% |
| Utilidad Neta | 7.5 | 29.2% | 5.5 | 25.9% | 22.4 | 24.2% | 17.7 | 21.9% | 34.6% | 26.3% |

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

| | 4T04 | 4T03 | Variación |
|-----------------------------------|--------------|--------------|-----------|
| | (a) | (b) | (a/b) |
| Caja y Bancos | 6.3 | 8.2 | -23.4% |
| Inventarios | 16.5 | 13.3 | 24.7% |
| Total Activo Corriente | 28.1 | 29.7 | -5.6% |
| Inmuebles, Maquinaria y Equipo | 94.4 | 101.7 | -7.2% |
| Total Activo | 261.5 | 264.9 | -1.3% |
| Parte Corriente Deuda Largo Plazo | 10.3 | 11.4 | -9.7% |
| Total Pasivo Corriente | 25.0 | 22.9 | 9.2% |
| Deuda Largo Plazo | 61.8 | 79.8 | -22.6% |
| Total Pasivo | 106.0 | 123.5 | -14.2% |
| Total Patrimonio Neto | 155.5 | 141.4 | 10.0% |

Ratios Financieros

| | 2004 | 2003 | 2002 |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Liquidez Corriente | 1.12x | 1.30x | 1.51x |
| Deuda Financiera/Total Pasivo | 0.42x | 0.69x | 0.80x |
| Endeudamiento Patrimonial | 0.69x | 0.88x | 0.43x |
| Total Pasivo Corriente/Total Pasivo | 0.68x | 0.63x | 0.13x |
| Rentabilidad sobre Patrimonio | 23.6% | 18.5% | 48.0% |
| Cobertura de Intereses | 9.98x | 9.0x | 51.5x |

Fuente: Cementos Pacasmayo S.A.A.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

n.r.= no relevante

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