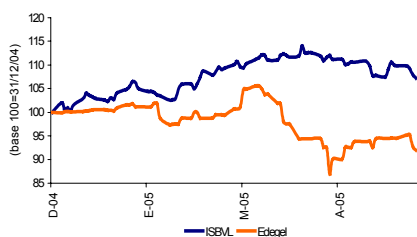


## Eléctricas

Mayo 10, 2005

### Edegel vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	10/05/05
Rango 52 Semanas (S/.)	1.73 – 1.36
Número de Acciones (MM)	2,000.0
Capital Bursátil (US\$ MM)	892.3
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	46.4
Desempeño US\$ YTD (%)	-6.0
Dividend Yield (05E)	5.1%
P/VL (x)	1.20
Frecuencia de Neg. (12M)	74.8%

Fuente: Bloomberg, Económática

Juan Miguel Pflucker

jmpflucker@bcp.com.pe  
511-313-2000 (ext. 3052)

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

## Resultados 1T05

### Edegel S.A.A.

MANTENER

Reducción de costos de ventas contribuyó con utilidades.

Recientes retrocesos de la acción mejoran ratios de valorización.

Recomendación Anterior:	Reducir
Precio Acción Común (10/05/05):	S/. 1.45
Precio Objetivo (2005):	S/. 1.46
Upside (%):	+0.7

Fuente: Bloomberg

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

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	13.0	19.7	17.0	16.7
EV/EBITDA (x)	6.1	9.0	7.7	7.7
Ingresos (US\$ MM)	212.5	233.5	240.5	245.3
Margen Operativo	56.8%	43.3%	53.6%	54.3%
Utilidad Neta (US\$ MM)	53.0	50.5	52.4	53.5
UPA (US\$)	0.027	0.025	0.026	0.027
Pasivo/Patrimonio	0.44x	0.71x	0.52x	0.47x

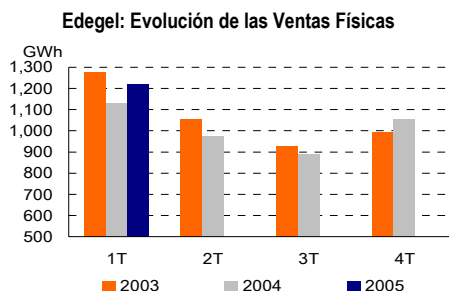
(\*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 90% y se descuenta el impuesto a los dividendos del 4.1%.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

- ▶ En el 1T05, Edegel obtuvo una Utilidad Neta de US\$ 16.4 MM, 5.9% por encima de lo registrado en el 1T04.
- ▶ Las Ventas Netas ascendieron a US\$ 54.8 MM en el 1T05 (-8.1% YoY) donde las menores ventas al mercado *spot* (-US\$ 14.8MM) minimizaron el incremento en las ventas de energía y potencia por contratos (+US\$ 10.0 MM).
- ▶ Por otra parte, los Costos como % de las Ventas pasaron de 58.6% a 60.8% (YoY) como consecuencia de la caída en el consumo de combustible (-US\$ 4.4 MM), ante la menor necesidad de operar las plantas térmicas; relegando así a un segundo plano el incremento en el costo del peaje de transmisión (en US\$ 1.5 MM).
- ▶ El Resultado No Operativo mostró un deterioro al pasar de un egreso de US\$ 2.0 MM a un egreso de US\$ 4.6 MM, explicado principalmente por la no inclusión del REI en los EE.FF. de este año (el aporte proveniente del REI en el 1T04 fue de US\$ 8.8 MM). Al margen de dicho efecto, vale la pena resaltar i) la caída de los Gastos Financieros (-15.8% YoY), y ii) el aumento en la cuenta Otros Ingresos (+US\$ 2.4 MM).
- ▶ Luego de actualizar nuestro modelo de valorización con los últimos resultados de la empresa y los recientes cambios en el riesgo país (variaciones en la tasa WACC), éste nos arroja un precio fundamental para el 2005 de S/. 1.45. Si bien no descartamos nuevas reducciones de capital que podrían mejorar el *dividend yield* (a precios actuales en 5.1%), creemos que después del retroceso visto desde nuestro último reporte del 21.02.05 (-5.5%) el mercado aparentemente estaría sincerando una mejor valorización de la acción. Dicho esto, estamos modificando nuestra recomendación anterior de Reducir a Mantener Edegel.

## INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas de Edegel ascendieron a US\$ 54.8 MM en el 1T05, 8.1% por debajo de los ingresos reportados en el 1T04. Esta disminución se vio explicada principalmente por las menores ventas al mercado *spot*<sup>1</sup> (-US\$ 14.8MM), las cuales minimizaron el incremento en las ventas de energía y potencia por contratos (+US\$ 10.0 MM). Sin embargo, en este período se pudo apreciar una recuperación en cuanto a las ventas físicas de energía, las cuales avanzaron de 1,130.0 Gwh en el 1T04 a 1,220.2 Gwh en el 1T05.



Fuente: Edegel S.A.A.

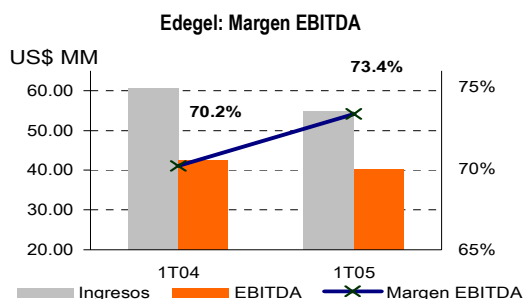
## COSTOS DE VENTAS

Los Costos de Ventas como % de las Ventas Netas pasaron de 41.4% en el 1T04 a 39.2% en el 1T05, donde i) la caída en el consumo de combustible (-US\$ 4.4 MM), ante la menor necesidad de operar las plantas térmicas por la mayor disponibilidad de agua en el sistema, no pudo ser contrarrestada por ii) el incremento en el costo del peaje de transmisión (en US\$ 1.5 MM), debido al aumento en el pago asociado a la garantía de la red principal por el transporte y distribución del gas de Camisea a Red de Energía del Perú.

## GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Administrativos se mantuvieron relativamente estables con respecto al 1T04 (+0.4% YoY), donde los menores servicios prestados por terceros (-14.6% YoY) compensaron el efecto proveniente de los mayores desembolsos por gastos de personal (+11.0% YoY).

Dentro de este contexto, y junto con los esfuerzos por reducir el Costo de Ventas, el Margen Operativo se vio favorecido, al pasar de 55.0% en el 1T04 a 56.8% en el 1T05, mientras que el Margen EBITDA avanzó de 70.2% a 73.4%.



Fuente: Edegel S.A.A.

<sup>1</sup> Debido a la disminución de los costos marginales durante el 1T05 (US\$ US\$24.7/MWh en promedio) respecto al 1T04 (US\$ 40.1/MWh en promedio), originado por la escasez de agua en el sistema durante el 2004.

## GASTOS NO OPERATIVOS

El Resultado No Operativo del 1T05 mostró un deterioro con relación al 1T04, al pasar de un egreso de US\$ 2.0 MM a un egreso de US\$ 4.6 MM, como respuesta básicamente al hecho de que en este período no se incluyó el ajuste por efectos de inflación (REI) en los resultados financieros (en el 1T04 el efecto del REI fue positivo en US\$8.8 MM).

Al margen de esto, vale la pena resaltar i) la caída de los Gastos Financieros (-15.8% YoY), como consecuencia del menor gasto financiero relacionado con el financiamiento de los proyectos Yanango y Chimay<sup>2</sup> (-US\$ 0.7MM), y los menores intereses pagados sobre préstamos bancarios (-US\$ 0.3MM), y ii) el aumento en la cuenta Otros Ingresos (+US\$ 2.4 MM) gracias a una devolución de impuestos (+US\$ 0.8MM) producto de un reclamo realizado en el 2004, y a la liquidación de energía y potencia no facturada (+US\$1.1MM) en diciembre del 2004.

## REDUCCIÓN DE CAPITAL Y DIVIDENDOS

En Junta Obligatoria Anual de Accionistas celebrada el 17.03.05, la empresa acordó lo siguiente:

1. Distribuir en efectivo un dividendo complementario ascendente a S/. 50'280,000 (equivalente a S/. 0.02514 por acción) correspondiente al ejercicio 2004. Así, la fecha de corte quedó fijada para el 04.04.05 y la fecha de registro para el 07.04.05, mientras que la fecha de entrega quedó establecida para el 28.04.05, y
2. Aprobar la política de dividendos para el ejercicio económico 2005 consistente en repartir el 100% de las utilidades de libre disposición.

Asimismo, con respecto a la reducción de capital de 60'000,000, la empresa informó que en la fecha de registro de la mencionada reducción, fijada para el 07.04.05, se efectuará también el resello de acciones; mientras que el pago de la devolución de aportes a los accionistas, ascendente a S/. 0.03 por acción, quedó fijado para el 28.04.05.

## RECOMENDACIÓN

Hemos revisado nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, incorporando los últimos resultados de la empresa, lo que nos arroja un precio fundamental para el 2005 de S/. 1.46.

Dicho esto, y después de la corrección de la acción (-5.5%) desde nuestro último reporte (21.02.05), estamos modificando nuestra recomendación anterior de Reducir a Mantener Edegel, a la espera de mayores indicios sobre adicionales reducciones de capital para el presente año que puedan incrementar el atractivo de su *dividend yield* (a precios actuales en 5.1%)

<sup>2</sup> Cuyo costo es variable y se calcula en función al rendimiento obtenido por dichas centrales.

## Resultados 1T05

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

	1T05		1T04		4T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	54.8	100.0	59.7	100.0	52.1	100.0	-8.1%	5.2%
Costo de Ventas	-21.5	-39.2	-24.7	-41.4	-23.0	-44.1	-12.9%	-6.4%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>33.3</b>	<b>60.8</b>	<b>35.0</b>	<b>58.6</b>	<b>29.1</b>	<b>55.9</b>	<b>-4.7%</b>	<b>14.3%</b>
Gastos Administrativos y Otros	-2.2	-4.0	-2.2	-3.7	-3.4	-6.4	0.4%	-34.6%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>31.1</b>	<b>56.8</b>	<b>32.8</b>	<b>55.0</b>	<b>25.8</b>	<b>49.5</b>	<b>-5.1%</b>	<b>20.6%</b>
<i>EBITDA</i>	40.2	73.4	41.9	70.2	35.5	68.1	-3.9%	13.3%
Ingresos Financieros	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.4	59.5%	89.8%
Gastos Financieros	-5.1	-9.3	-6.1	-10.2	-5.8	-11.2	-15.8%	-12.2%
Otros, neto	0.1	0.1	-4.9	-8.2	-0.5	-1.0	n.r.	n.r.
REI	0.0	0.0	8.8	14.7	2.7	5.2	n.r.	n.r.
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>26.5</b>	<b>48.3</b>	<b>30.8</b>	<b>51.7</b>	<b>22.4</b>	<b>43.0</b>	<b>-14.1%</b>	<b>18.2%</b>
Participación de los Trabajadores	-1.5	-2.8	-2.3	-3.8	-1.4	-2.7	-34.2%	7.6%
Impuesto a la Renta	-8.6	-15.7	-13.1	-21.9	-8.0	-15.3	-34.2%	7.5%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>16.4</b>	<b>29.9</b>	<b>15.5</b>	<b>25.9</b>	<b>13.0</b>	<b>24.9</b>	<b>5.9%</b>	<b>25.9%</b>

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

	1T05	4T04	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	37.0	7.0	428.7%
Inventarios	6.4	6.9	-6.6%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>77.6</b>	<b>47.6</b>	<b>63.0%</b>
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	1,105.1	1,113.2	-0.7%
<b>Total Activo</b>	<b>1,264.5</b>	<b>1,245.7</b>	<b>1.5%</b>
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	50.7	50.8	-0.2%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>100.8</b>	<b>113.8</b>	<b>-11.4%</b>
Deuda Largo Plazo	194.9	180.9	7.7%
<b>Total Pasivo</b>	<b>519.4</b>	<b>517.1</b>	<b>0.5%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>745.0</b>	<b>728.7</b>	<b>2.2%</b>

### Ratios Financieros

	1T05	2004	2003
Liquidez Corriente	0.77x	0.42x	0.48x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.52x	0.52x	0.75x
Endeudamiento Patrimonial	0.70x	0.71x	0.44x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	19.4%	22.0%	22.9%
Rentabilidad sobre Patrimonio	6.3%	5.8%	5.9%
Cobertura de Intereses	7.8x	7.9x	7.9x

Fuente: Edegel S.A.A.

n.r. = no relevante

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

**GERENTE DE DIVISION  
ANALISIS**

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

Javier Maggiolo

Claudia Cooper  
Luis Edwards  
Juan Carlos Odar  
Andrés Agramonte  
Liessel La Rosa  
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  
liessellarosa@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.3055  
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:

<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.