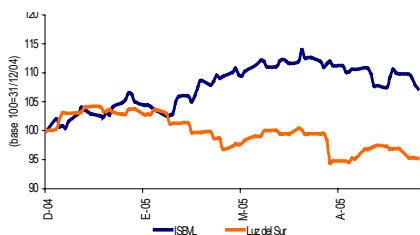


Eléctricas

Mayo 9, 2005

Luz del Sur vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	09/05/05
Rango 52 Semanas (S/.)	4.63 - 4.00
Número de Acciones (MM)	487.0
Capital. Bursátil (US\$ MM)	615.0
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	22.5
Desempeño US\$ YTD (%)	-8.1
Dividend Yield (05E)	7.6%
P/VL (x)	2.4
Frecuencia de Neg. (12M)	92.0%

Fuente: Bloomberg, Económica

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

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

Resultados 1T05

Luz del Sur S.A.A.

MANTENER

Utilidades menores al no incluirse el efecto del REI. Sin embargo, últimos retrocesos del papel mejoran ratios de valorización.

Recomendación Anterior:	Reducir
Precio Acción Común (09/05/05):	S/. 4.00
Precio Objetivo (2005):	S/. 4.15
Upside (%):	+3.7%

Fuente: Bloomberg

Luz del Sur S.A.A.: Principales Indicadores de Mercado

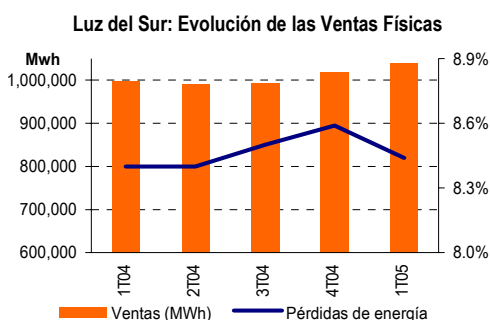
	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	8.7	13.3	10.7	11.0
EV/EBITDA (x)	6.8	9.2	7.4	6.6
Ingresos (US\$ MM)	361.1	353.9	361.0	369.0
Margen Bruto	27.3%	25.1%	29.3%	32.0%
Margen Operativo	20.7%	18.3%	21.1%	23.8%
Utilidades (US\$ MM)	56.7	50.1	56.0	54.3
UPA (US\$)	0.12	0.10	0.12	0.11
Deuda/Patrimonio	1.47x	1.40x	1.31x	1.22x

(* Se asume dos ratios de pago de dividendos de 85% y se descuenta el impuesto a los dividendos del 4.1%.
Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

- ▶ En el 1T05, Luz del Sur obtuvo una Utilidad Neta de US\$ 10.1 MM, inferior en 30.7% a la registrada en el 1T05.
- ▶ Los Ingresos por Venta de servicios ascendieron a US\$ 94.6 MM, 8.9% por encima de lo obtenido en el 1T04, gracias al incremento en las ventas a clientes libres (+5.7% YoY), así como por las mayores ventas a clientes regulados (BT: +2.1% YoY, y MT: +88% YoY), los cuales continuaron liderando la composición de las ventas totales de la empresa (89.2%).
- ▶ Los Costos como % de las Ventas pasaron de 74.0% en el 1T04 a 76.6% en el 1T05 como consecuencia de (i) las mayores compras de energía (+11.2% YoY), y (ii) el incremento importante (+23.1% YoY) en los gastos relacionados con servicios prestados por terceros.
- ▶ Los Gastos Operativos reportaron una caída de 7.0% en el 1T05 en relación con el 1T04, gracias a la reducción de los Gastos de Ventas (-15.2% YoY) así como por la disminución de los Gastos Administrativos (-3.6% YoY).
- ▶ El Resultado No Operativo mostró un ligero deterioro al pasar de un ingreso de US\$ 1.4 MM a un egreso de US\$ 0.6 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\$ 4.5 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/. 4.15**. Si bien no descartamos nuevas reducciones de capital que podrían mejorar el *dividend yield* (a precios actuales en 7.6%), creemos que después del retroceso visto desde nuestro último reporte del 23.02.05 (-7.0%) el mercado aparentemente estaría sincerando una mejor valorización de la acción. Dicho esto, **estamos modificando nuestra recomendación anterior de Reducir a Mantener Luz del Sur**.

INGRESOS POR VENTAS

Los ingresos por venta de servicios de Luz del Sur ascendieron a **US\$ 94.6 MM** en el 1T05, 8.9% por encima de lo obtenido en el 1T04 dentro de un contexto donde la tarifa de venta promedio fue de US\$ 0.091/Kwh (+4.3% YoY). En cuanto al volumen acumulado de ventas de energía (ene-mar '05), éste llegó a 1,039.0 Gwh (+4.1% YoY) gracias al incremento en las ventas a clientes libres (+5.7% YoY), así como por **las mayores ventas a clientes regulados** (BT: +2.1% YoY, y MT: +88% YoY), las cuales siguen **componiendo el grueso de las ventas totales de la empresa** (89.2%).



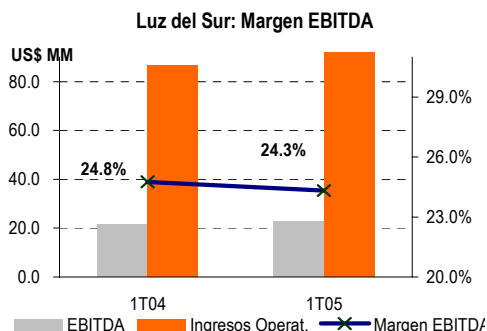
Fuente: Luz del Sur S.A.A.

COSTOS DE VENTAS

Los Costos como % de las Ventas pasaron de **74.0% en el 1T04 a 76.6% en el 1T05** como consecuencia de (i) las mayores compras de energía (+11.2% YoY), y (ii) el incremento importante (+23.1% YoY) en los gastos relacionados con servicios prestados por terceros; mientras que las pérdidas de energía se mantuvieron relativamente estables (8.4% en el 1T05). Así, **el margen bruto se vio afectado pasando de 26.0% a 23.4%**.

GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos reportaron una caída de **7.0% en el 1T05 en relación con el 1T04**, gracias a la reducción de los Gastos de Ventas (-15.2% YoY), ante las menores provisiones por cobranza dudosa, así como por la disminución de los Gastos Administrativos (-3.6% YoY), generados por la caída en gastos de personal. De esta manera, la Utilidad Operativa de la compañía no mostró una mayor variación con respecto al 1T04, alcanzando los US\$ 16.3 MM. Igualmente, **el Margen EBITDA a penas retrocedió, al pasar de 24.8% a 24.3%**.



Fuente: Luz del Sur S.A.A.

LÍNEA NO OPERATIVA

El Resultado No Operativo del 1T05 mostró un deterioro con relación al 1T04, al pasar de un ingreso de US\$ 1.4 MM a un egreso de US\$ 0.6 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\$ 4.5 MM). No obstante dicho factor, vale la pena destacar i) el retroceso de los Gastos Financieros (-45.6% YoY) debido a los menores intereses pagados en relación con el programa de Bonos Corporativos, y (ii) el aumento en la cuenta "Otros, neto" (+56.3% YoY), como producto del incremento en las devoluciones de provisiones de ejercicios anteriores.

DIVIDENDOS ENTREGADOS

Por otro lado, en la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas del 17.03.05, se acordó **distribuir el definitivo del ejercicio 2004 correspondiendo S/. 0.075 a cada acción**. Así, la fecha de corte quedó fijada para el 05.04.05 y la fecha de registro para el 08.04.05, mientras que la **fecha de entrega quedó establecida para el 14.05.05**.

RECOMENDACIÓN

Hemos revisado nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, el cual, incorporando los últimos resultados de la empresa así como los recientes cambios en el riesgo país (variaciones en la tasa WACC), nos arroja **un precio fundamental para el 2005 de S/. 4.15**. Dicho esto, y después del retroceso experimentado por la acción (-7.0%) desde nuestro último reporte (23.02.05), **estamos modificando nuestra recomendación anterior de Reducir a Mantener Luz del Sur**, 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 7.6%)

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	94.6	100.0	86.9	100.0	94.9	100.0	8.9%	-0.2%
Costo de Ventas	-72.5	-76.6	-64.3	-74.0	-71.0	-74.8	12.8%	2.2%
Utilidad Bruta	22.2	23.4	22.6	26.0	23.9	25.2	-2.0%	-7.3%
Gastos Administrativos	-4.2	-4.5	-4.4	-5.1	-4.9	-5.1	-3.6%	-13.0%
Gastos de Ventas	-1.6	-1.7	-1.9	-2.1	-1.5	-1.6	-15.2%	5.6%
Utilidad Operativa	16.3	17.3	16.3	18.8	17.6	18.5	0.0%	-6.9%
EBITDA	23.0	24.3	21.7	25.0	24.6	25.9	6.0%	-6.4%
Ingresos Financieros	1.0	1.0	0.9	1.0	0.8	0.9	10.7%	12.9%
Gastos Financieros	-2.4	-2.6	-4.5	-5.1	-2.8	-3.0	-45.6%	-14.9%
Otros, neto	0.9	0.9	0.6	0.6	2.0	2.1	56.3%	-55.3%
REI	0.0	0.0	4.5	5.1	0.0	0.0	n.r.	n.r.
Utilidad antes de Impuestos	15.8	16.6	17.8	20.5	17.5	18.5	-11.3%	-10.0%
Participación de los Trabajadores	-0.8	-0.9	-0.5	-0.5	-0.9	-0.9	78.7%	-5.0%
Impuesto a la Renta	-4.8	-5.0	-2.7	-3.1	-5.0	-5.3	78.8%	-4.9%
Utilidad Neta	10.1	10.7	14.6	16.8	11.6	12.2	-30.7%	-12.6%

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

	1T05	4T04	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	9.3	3.5	163.9%
Inventarios	3.0	4.0	-25.2%
Total Activo Corriente	75.0	71.4	5.0%
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	512.8	512.7	0.0%
Total Activo	610.5	606.9	0.6%
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	29.0	13.3	119.1%
Total Pasivo Corriente	91.9	70.1	31.2%
Deuda Largo Plazo	144.8	161.3	-10.2%
Total Pasivo	358.7	353.9	1.3%
Total Patrimonio Neto	251.8	252.9	-0.5%

Ratios Financieros

	1T05	2004	2003
Liquidez Corriente	0.82x	1.02x	1.03x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.48x	0.50x	0.53x
Endeudamiento Patrimonial	1.42x	1.40x	1.47x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	25.6%	19.8%	21.2%
Rentabilidad sobre Patrimonio	17.6%	21.9%	24.4%
Cobertura de Intereses	9.5x	6.6x	10.6x

Fuente: Luz del Sur S.A.A.

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

n.r. = no relevante

**GERENTE DE DIVISION
ANALISIS**

Jefe de Análisis	Javier Maggiolo		(511) 313 2456
Macroeconomía - Internacional			(511) 313 2000
Macroeconomía - Perú	Claudia Cooper	ccooper@bcp.com.pe	Anx.3051
Renta Fija - Internacional	Luis Edwards	ledwards@bcp.com.pe	Anx.3053
Bancos	Juan Carlos Odar	jodar@bcp.com.pe	Anx.3054
Minería y Eléctricas	Andrés Agramonte	aagramonte@bcp.com.pe	Anx.3059
Alimentos, Bebidas y Construcción	Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Renta Fija - Perú	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Asistentes	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
	Pedro Cornejo	pcornejo@bcp.com.pe	Anx.3057
	Karen Casanova	kcasanova@bcp.com.pe	Anx.3058
	Romina Ugas	rugas@bcp.com.pe	Anx.2651
	Brenda Cenzano	bcenzano@bcp.com.pe	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.