

Eléctricas

Febrero 23, 2005

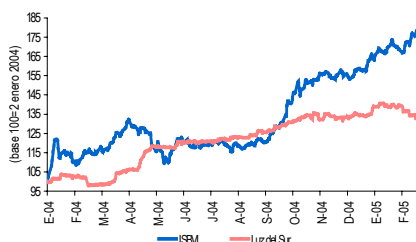
Resultado 4T04

Luz del Sur S.A.A.

REDUCIR

Menores ventas a clientes libres y mayores gastos financieros contribuyeron con retroceso de utilidades

Luz del Sur vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Recomendación Anterior:	Vender
Precio Acción Común (22/02/05):	S/. 4.38
Precio Objetivo (2005):	S/. 4.00
Upside (Downside):	-8.9%

Fuente: Bloomberg

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

	2003R	2004R	2005P	2006P
P/U (x)	8.7x	13.3x	11.0x	11.3x
EV/EBITDA (x)	6.8x	9.2x	8.0x	7.2x
Ingresos (US\$ MM)	359.9	352.7	359.8	367.8
Margen Bruto	27.3%	25.1%	29.2%	31.9%
Margen Operativo	20.7%	18.3%	20.9%	23.6%
Utilidades (US\$ MM)	56.5	49.9	59.7	58.0
UPA (US\$)	0.12	0.10	0.12	0.12
Deuda/Patrimonio	1.47x	1.40x	1.31x	1.22x

(* Se asume un ratio 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

Fecha	22/02/05
Rango 52 Semanas (S/.)	4.63 – 3.44
Número de Acciones (MM)	487.0
Capital Bursátil (US\$ MM)	654.4
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	33.5
Desempeño US\$ YTD (%)	-1.8
Dividend Yield (05E)	7.4%
P/VL (x)	2.60
Frecuencia de Neg. (12M)	94.4%

Fuente: Bloomberg, Económica

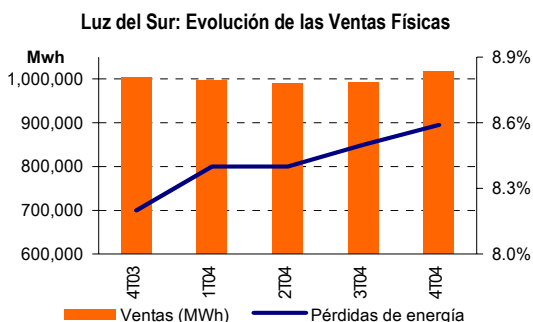
Juan Miguel Pflucker
jmpflucker@bcp.com.pe
511-313-2000 (ext. 3052)

Servicio de Análisis y Desarrollo
División Mercado de Capitales - BCP

- ▶ En el 2004, Luz del Sur obtuvo una Utilidad Neta de US\$ 49.9 MM, inferior en 11.7% a la registrada en el 2003 (en línea con nuestro estimado de US\$ 49.3 MM).
- ▶ Los Ingresos por Venta de servicios ascendieron a US\$ 352.7 MM, un nivel similar a lo registrado en el 2003. Si bien se apreció una caída en las ventas a clientes libres (-29.2% YoY), esto fue compensado por las mayores ventas a clientes regulados (BT: +5.2% YoY, y MT: +7.7% YoY) dada su importancia en la composición de las ventas totales de la empresa (89.3%).
- ▶ Los Costos de Ventas se incrementaron 0.9% (YoY) en relación con el 2003 debido a que el incremento en los servicios prestados por terceros (+13.0% YoY) fue parcialmente contrarrestado por las menores compras de energía (-1.5% YoY), lo que contribuyó a que el margen bruto pase de 27.3% a 25.1%.
- ▶ Los Gastos Operativos sufrieron un ligero aumento de 1.0% en el 2004 en relación con el año anterior, básicamente por los mayores Gastos Administrativos (+7.6% YoY), a raíz de los mayores gastos de personal.
- ▶ A nivel No Operativo, (i) los mayores Gastos Financieros (+49.4% YoY), debido al aumento en los intereses pagados en relación con los Bonos Corporativos, y (ii) la reducción en la cuenta "Otros, neto" (-47.3% YoY) como producto de los menores servicios prestados a terceros y el menor recupero de consumos de energía sin lectura de medidor, minimizaron el efecto positivo proveniente del REI (US\$ 7.4 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/. 4.00, por lo cual estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Reducir 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 7.4%).

INGRESOS POR VENTAS

Los ingresos por venta de servicios de Luz del Sur ascendieron a US\$ 352.7 MM en el 2004, un nivel muy similar a lo obtenido en el 2003, dentro de un contexto donde la tarifa de venta promedio fue de US\$ 0.092/Kwh (+3.7% YoY). En cuanto al volumen vendido de energía, éste llegó a 3,999.4 Gwh (+0.5% YoY) donde si bien se pudo apreciar una disminución en las ventas a clientes libres (-29.2% YoY), esto fue compensado por las mayores ventas a clientes regulados (BT: +5.2% YoY, y MT: +7.7% YoY), las cuales siguen componiendo el grueso de las ventas totales de la empresa (89.3%).



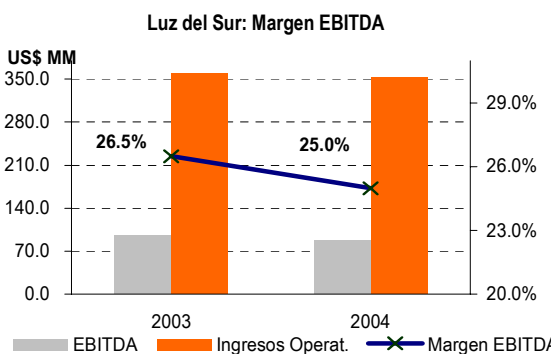
Fuente: Luz del Sur S.A.A.

COSTOS DE VENTAS

Los Costos de Ventas se incrementaron 0.9% (YoY) con respecto al 2003 donde las menores compras de energía (-1.5% YoY) contrarrestaron parcialmente el incremento en los servicios prestados por terceros (+13.0% YoY), mientras que las pérdidas de energía avanzaron levemente (de 8.2% en el 4T03 a 8.6% en el 4T04). Así, el margen bruto pasó de 27.3% en el 2003 a 25.1% en el 2004.

GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Operativos reportaron un ligero aumento de 1.0% en el 2004 en relación con el año anterior, básicamente por los mayores Gastos Administrativos (+7.6% YoY), generados por mayores gastos de personal, los cuales minimizaron los esfuerzos obtenidos a través de la caída en los Gastos de Ventas (-13.1% YoY). De esta manera, la Utilidad Operativa de la compañía tuvo un retroceso de 13.4% con respecto al 2003 para alcanzar los US\$ 64.5 MM, mientras que el Margen EBITDA pasó de 26.5% a 25.0%.



Fuente: Luz del Sur S.A.A.

INGRESOS NO OPERATIVOS

El Resultado No Operativo (incluyendo el REI) del 2004 mostró un deterioro con relación al 2003, al pasar de US\$ 8.4 MM a US\$ 3.4 MM, explicado principalmente por: (i) los mayores Gastos Financieros (+49.4% YoY) debido al aumento en los intereses pagados en relación con el programa de Bonos Corporativos, y (ii) la reducción en la cuenta "Otros, neto" (-47.3% YoY), como producto de los menores servicios prestados a terceros y el menor recupero de consumos de energía sin lectura de medidor, minimizando de esta manera iii) el aporte proveniente del REI (US\$ 7.4 MM en el 2004 vs US\$ 2.1 MM en el 2003).

DIVIDENDOS

En Sesión de Directorio del 01.12.04, se acordó realizar un tercer pago de dividendos a cuenta del ejercicio 2004 por S/. 34'086,595.97 (S/. 0.07 por acción). Así, la fecha de corte quedó fijada para el 17.12.04 y la fecha de registro para el 22.12.04, mientras que la fecha de entrega quedó establecida para el 28.12.04.

De esta manera, el importe de los dividendos por acción declarados durante el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2004 fue de S/. 0.26. Dicho importe incluye i) los tres pagos a cuenta de dividendos por el ejercicio 2004 (S/. 0.07 por acción) y ii) el dividendo definitivo por el ejercicio 2003 (S/. 0.05 por acción).

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/. 4.00, por lo cual estamos reiterando nuestra recomendación anterior de Reducir Luz del Sur (en línea con ligero retroceso de 0.5% experimentado por la acción desde nuestro último reporte del 12.11.04), 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 7.4%)

Resultados 4T04

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

	4T04		4T03		2004		2003		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	94.0	100.0	89.4	100.0	352.7	100.0	359.9	100.0	5.2%	-2.0%
Costo de Ventas	-70.3	-74.8	-66.3	-74.2	-264.0	-74.9	-261.6	-72.7	6.1%	0.9%
Utilidad Bruta	23.7	25.2	23.1	25.8	88.7	25.1	98.4	27.3	2.6%	-9.9%
Gastos Administrativos	-4.8	-5.1	-4.4	-4.9	-17.5	-5.0	-16.2	-4.5	9.5%	7.6%
Gastos de Ventas	-1.5	-1.6	-2.0	-2.2	-6.7	-1.9	-7.7	-2.1	-26.2%	-13.1%
Utilidad Operativa	17.4	18.5	16.7	18.7	64.5	18.3	74.5	20.7	4.3%	-13.4%
EBITDA	24.4	25.9	22.0	24.6	88.1	25.0	95.6	26.5	10.7%	-72.3%
Ingresos Financieros	0.8	0.9	0.7	0.8	2.9	0.8	3.1	0.9	22.5%	-4.6%
Gastos Financieros	-2.8	-3.0	-2.7	-3.1	-13.3	-3.8	-8.9	-2.5	3.1%	49.4%
Otros, neto	2.0	2.1	6.3	7.1	6.4	1.8	12.2	3.4	-69.2%	-47.3%
REI	0.0	0.0	0.9	1.0	7.4	2.1	2.1	0.6	n.r.	262.1%
Utilidad antes de Impuestos	17.3	18.5	21.9	24.5	68.0	19.3	82.8	23.0	-20.7%	-17.9%
Participación de los Trabajadores	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9	-2.7	-0.8	-3.9	-1.1	14.8%	-30.7%
Impuesto a la Renta	-5.0	-5.3	-6.1	-6.8	-15.4	-4.4	-22.4	-6.2	-18.3%	-31.4%
Utilidad Neta	11.5	12.2	15.0	16.8	49.9	14.1	56.5	15.7	-23.4%	-11.7%

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

	4T04	4T03	Variación
	(a)	(b)	(a/b)
Caja y Bancos	3.5	3.0	16.1%
Inventarios	4.0	3.2	24.2%
Total Activo Corriente	71.0	65.3	8.7%
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	509.7	413.6	23.2%
Total Activo	603.4	504.2	19.7%
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	13.2	13.7	-4.1%
Total Pasivo Corriente	69.7	63.5	9.6%
Deuda Largo Plazo	160.4	138.0	16.2%
Total Pasivo	351.9	300.2	17.2%
Total Patrimonio Neto	251.5	204.0	23.3%

Ratios Financieros

	2004	2003	2002
Liquidez Corriente	1.02x	1.03x	1.25x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.50x	0.53x	0.46x
Endeudamiento Patrimonial	1.40x	1.47x	1.02x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	19.8%	21.2%	27.0%
Rentabilidad sobre Patrimonio	19.5%	24.4%	23.1%
Cobertura de Intereses	6.6x	10.7x	10.1x

Fuente: Luz del Sur S.A.A.

n.r. = no relevante

Elaboración: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

**GERENTE DE DIVISION
ANALISIS**

Jefe de Análisis Internacional - G7 Bancos Macroeconomía Minería y S. Públicos Alimentos, Bebidas, y Construcción Renta Fija Internacional Renta Fija Perú Asistentes	Javier Maggiolo Claudia Cooper Luis Edwards Liessel La Rosa Juan Carlos Odar Juan Miguel Pflucker Claudia Marsano Andrés Agramonte Pedro Cornejo Silvana Indacochea Romina Ugas Karen Casanova	 ccooper@bcp.com.pe ledwards@bcp.com.pe liessellarosa@bcp.com.pe jodar@bcp.com.pe jmpflucker@bcp.com.pe cmarsano@bcp.com.pe aagramonte@bcp.com.pe pcornejo@bcp.com.pe sindacochea@bcp.com.pe rugas@bcp.com.pe kcasanova@bcp.com.pe	(511) 313-2456 (511) 313-2000 Anx.3051 Anx.3053 Anx.3055 Anx.3054 Anx.3052 Anx.3056 Anx.3059 Anx.3057 Anx.7360 Anx.3058 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:

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.