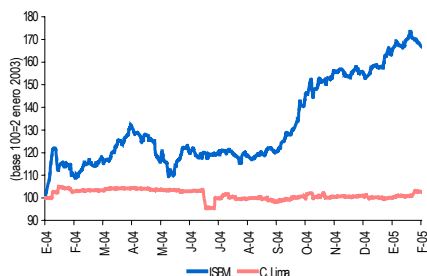


## Cemento

Febrero 07, 2005

### Cementos Lima vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

| Fecha                         | 01/02/05    |
|-------------------------------|-------------|
| Rango 52 Semanas (S/.)        | 61.0 – 69.0 |
| Número de Acciones (MM)       | 41.7        |
| Capital Bursátil (US\$ MM)    | 798.9       |
| Volumen (prom. 90d, US\$ 000) | 76.4        |
| Desempeño US\$ YTD (%)        | 3.7         |
| Dividend Yield (05E)          | 2.9%        |
| P/VL (x)                      | 3.3         |
| Frecuencia de Neg. (12M)      | 22.3%       |

Fuente: Bloomberg, Económica

Claudia Marsano

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

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

## Resultado 4T04

### Cementos Lima S.A.

VENDER

Mayor producción y exportaciones impulsaron utilidades; sin embargo, acción común todavía sobrevalorada (acción de inversión con mayor potencial)

|                                 |          |
|---------------------------------|----------|
| Recomendación Anterior:         | Vender   |
| Precio Acción Común (07/02/05): | S/. 62.4 |
| Precio Objetivo (2005):         | S/. 47.9 |
| Upside (%):                     | -23.2%   |

Fuente: Bloomberg

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

|                         | 2003R | 2004R | 2005R | 2006R |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/U (x)                 | 24.4x | 26.2x | 26.6x | 25.4x |
| EV/EBITDA (x)           | 10.0x | 10.8x | 10.9x | 10.7x |
| 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  | 30.0  | 31.4  |
| UPA (US\$)              | 0.70  | 0.71  | 0.72  | 0.75  |
| 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

- ▶ **Ventas Netas:** ascendieron a US\$ 42.8MM en el 4T04, lo cual representó un aumento de 7.1% con respecto al 4T03, 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 107.6% con respecto al 4T03 debido principalmente a que la compañía decidió adoptar en el presente ejercicio la práctica de registrar la depreciación como parte del costo de producción.
- ▶ **Gastos Operativos:** mostraron una mejora pasando de un egreso de US\$13.2 MM a un ingreso de US\$6 MM con respecto al 4T03, básicamente debido a una disminución de los Gastos Administrativos y de una reducción de los Gastos de Venta (-52.8% con respecto al 4T03).
- ▶ **Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos:** mostraron una disminución de 37.3% en comparación con el 4T03, impulsado por la reducción de los gastos financieros y el aumento de otros ingresos.
- ▶ **Utilidad Neta:** US\$ 6.96MM, superior en 15.1% a la registrada en el 4T03.
- ▶ 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/.47.9 que, tomando en cuenta el actual precio de mercado (S/. 62.4), 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/.4.7 y un precio actual de mercado de S/.4.0.

### INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas aumentaron a US\$ 42.85MM en el 4T04, lo cual representó un aumento de 7.1% con respecto al 4T03. Este aumento se debió básicamente a: (i) un aumento YoY en la producción tanto de cemento como de clinker (21.4% y 44.2%, respectivamente), relacionado con el mayor volumen exportado, (ii) un incremento en los despachos de 5.3% YoY, y (iii) un crecimiento (+286% YoY) de las exportaciones de cemento, (con respecto a las exportaciones de clinker éstas ascendieron a 10,585 TM, en el 4T03 no se exportó clinker). Hay que recordar que el 96.2% de las exportaciones son destinadas a Estados Unidos debido a nuestra cercanía y a su enorme volumen de importación. Esta diversificación geográfica paralelamente le permite entre otras cosas reducir el riesgo cambiario.

En cuanto a las ventas locales de cemento durante el 4T04, éstas disminuyeron 0.2% YoY debido al menor precio promedio de ventas.

Por otro lado, la participación de la empresa en el mercado doméstico fue de 39.3% en el acumulado del año 2004 (39.1% en el acumulado del año 2003)

Para el 2005 mantenemos una perspectiva positiva para el sector construcción, esperando un crecimiento de 5.4% respectivamente como resultado de edificaciones promovidas por el gobierno (Techo Propio y Mi Vivienda), concesiones de nuevas carreteras y de una mayor actividad minera (demanda de obras civiles). A raíz de dicha expansión se espera que la industria cementera crezca en 6.2%.

### COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas se incrementó en 107.6% con respecto al 4T03, principalmente debido a que la compañía decidió adoptar en el presente ejercicio la práctica de registrar la depreciación como parte del costo de producción. A su vez, dicho incremento en el costo de ventas también fue producto del mayor volumen físico de ventas, y de los mayores costos del petróleo industrial y del carbón importado, ocasionado por la subida de los precios internacionales

En cuanto a los costos por exportaciones, éstos aumentaron debido principalmente al mayor volumen físico de los mismos.

### GASTOS OPERATIVOS

Con respecto a los Gastos Operativos éstos mostraron una mejora pasando de un egreso de US\$ 13.2 MM en el 4T03 a un ingreso de US\$ 6 MM en el 4T04, impulsado por: una variación positiva en cuanto a los Gastos Administrativos donde la puesta en práctica de registrar la depreciación como parte del costo de producción terminó por contrarrestar las mayores cargas de personal (+47.3%) y los mayores servicios prestados a gerencia (+38.8%). Del mismo modo, los Gastos de Ventas disminuyeron en 52.8% con respecto al 4T03 debido principalmente a las menores cargas diversas de gestión y a las comisiones por ventas.

### GASTOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos no Operativos Netos de Gastos no Operativos mostraron una disminución de 37.3% en comparación con el 4T03 impulsado por (i) la reducción de los gastos financieros (-23.5% 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, y (ii) al aumento de los otros ingresos debido a la venta de carbón pulverizado a Cemento Andino y producto del "drawback" recibido por las exportaciones.

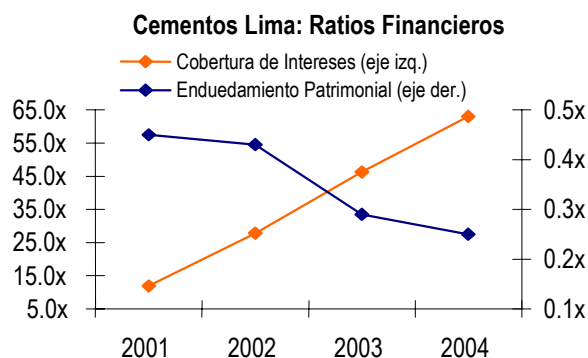
### RATIOS FINANCIEROS

Cementos Lima posee una estructura financiera bastante 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 1.65 veces (1.31x en el 2003) mientras que la prueba ácida fue de 0.35 veces (0.28x en el 2003), 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 continuó disminuyendo, situándose en 0.25 veces a diciembre del 2004 (0.29x en el 2003), lo cual se debe a la cancelación de gran parte de su deuda financiera de corto plazo.

Por otro lado, el índice de cobertura de intereses aumentó a 63 veces en el 2004 (2003 fue de 46.3 veces) debido a que: (i) los gastos financieros continuaron disminuyendo como resultado de la disminución de la deuda financiera, y (ii) al mayor EBITDA.



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/.47.9, que tomando el actual precio del mercado S/. 62.4, 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/.4.7 y un precio actual de mercado de S/.4.0.

## Resultados 4T04

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

|                                    | 4T04         |              | 4T03         |              | 2004         |              | 2003         |              | Variación |        |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------|
|                                    | (a)          | %            | (b)          | %            | (c)          | %            | (d)          | %            | (a/b)     | (c/d)  |
| Ventas Netas                       | 42.85        | 100.0%       | 40.02        | 100.0%       | 181.11       | 100.0%       | 169.03       | 100.0%       | 7.1%      | 7.1%   |
| Costo de Ventas                    | -38.11       | -88.9%       | -18.35       | -45.9%       | -101.37      | -56.0%       | -94.12       | -55.7%       | 107.6%    | 7.7%   |
| <b>Utilidad Bruta</b>              | <b>4.75</b>  | <b>11.1%</b> | <b>21.66</b> | <b>54.1%</b> | <b>79.73</b> | <b>44.0%</b> | <b>74.91</b> | <b>44.3%</b> | -78.1%    | 6.4%   |
| Gastos Administrativos             | 6.57         | 15.3%        | -12.08       | -30.2%       | -27.23       | -15.0%       | -25.34       | -15.0%       | n.r       | 7.5%   |
| Gasto de Ventas                    | -0.57        | -1.3%        | -1.22        | -3.0%        | -6.17        | -3.4%        | -4.99        | -3.0%        | -52.8%    | 23.6%  |
| <b>Utilidad Operativa</b>          | <b>10.74</b> | <b>25.1%</b> | <b>8.37</b>  | <b>20.9%</b> | <b>46.33</b> | <b>25.6%</b> | <b>44.58</b> | <b>26.4%</b> | 28.3%     | 3.9%   |
| Ingresos Financieros               | 0.15         | 0.3%         | 0.14         | 0.3%         | 0.54         | 0.3%         | 0.49         | 0.3%         | 5.1%      | 10.0%  |
| Gastos Financieros                 | -0.23        | -0.5%        | -0.30        | -0.8%        | -1.21        | -0.7%        | -1.60        | -0.9%        | -23.5%    | -24.4% |
| REI                                | 0.28         | 0.7%         | 1.84         | 4.6%         | 2.11         | 1.2%         | 1.09         | 0.6%         | -84.8%    | 93.6%  |
| Otros Ingresos                     | 6.09         | 14.2%        | 2.93         | 7.3%         | 17.63        | 9.7%         | 11.17        | 6.6%         | 108.2%    | 57.8%  |
| Otros Egresos                      | -5.19        | -12.1%       | -2.85        | -7.1%        | -15.10       | -8.3%        | -11.13       | -6.6%        | 81.9%     | 35.6%  |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b> | <b>11.84</b> | <b>27.6%</b> | <b>10.11</b> | <b>25.3%</b> | <b>50.31</b> | <b>27.8%</b> | <b>44.60</b> | <b>26.4%</b> | 17.0%     | 12.8%  |
| Deducciones y Participaciones      | -1.30        | -3.0%        | -1.14        | -2.9%        | -5.22        | -2.9%        | -3.70        | -2.2%        | 14.0%     | 41.1%  |
| Impuesto a la Renta                | -3.58        | -8.4%        | -2.93        | -7.3%        | -14.23       | -7.9%        | -11.70       | -6.9%        | 22.2%     | 21.6%  |
| <b>Utilidad Neta</b>               | <b>6.96</b>  | <b>16.2%</b> | <b>6.04</b>  | <b>15.1%</b> | <b>29.42</b> | <b>17.0%</b> | <b>29.20</b> | <b>17.3%</b> | 15.1%     | 0.8%   |

n.r: no relevante

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

|                                      | 4T04         | 4T03         | Variación     |
|--------------------------------------|--------------|--------------|---------------|
|                                      | (a)          | (b)          | (a/b)         |
| Caja y Bancos                        | 2.2          | 0.9          | 158.6%        |
| Inventarios                          | 50.6         | 44.9         | 12.6%         |
| <b>Total Activo Corriente</b>        | <b>66.6</b>  | <b>59.7</b>  | <b>11.5%</b>  |
| Inmuebles Maquinaria y Equipo        | 191.5        | 204.5        | -6.3%         |
| <b>Total Activo</b>                  | <b>298.8</b> | <b>302.4</b> | <b>-1.2%</b>  |
| Parte Corriente de Deuda Largo Plazo | 3.0          | 8.9          | -66.3%        |
| <b>Total Pasivo Corriente</b>        | <b>40.3</b>  | <b>45.4</b>  | <b>-11.3%</b> |
| Deuda Largo Plazo                    | 1.5          | 5.0          | -69.9%        |
| <b>Total Pasivo</b>                  | <b>59.2</b>  | <b>67.5</b>  | <b>-12.3%</b> |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>         | <b>239.6</b> | <b>234.9</b> | <b>2.0%</b>   |

### Ratios Financieros

|                                     | 2004  | 2003  | 2002  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Liquidez Corriente                  | 1.65x | 1.31x | 0.91x |
| Prueba Acida                        | 0.35x | 0.28x | 0.20x |
| Deuda Financiera/Total Pasivo       | 0.31x | 0.47x | 0.47x |
| Endeudamiento Patrimonial           | 0.25x | 0.29x | 0.43x |
| Total Pasivo Corriente/Total Pasivo | 68.0% | 67.3% | 66.4% |
| Cobertura de Intereses              | 63.0x | 46.3x | 27.8x |

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 CAPITALS</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      | ffgarcia@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 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.