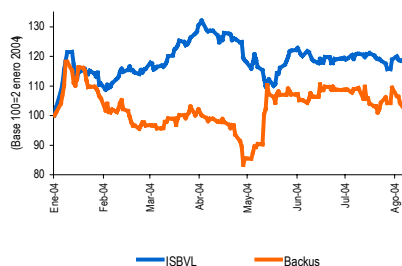


## Consumo masivo

Agosto 16, 2004

### UCP Backus vs. ISBVL



Fuente: Bloomberg

Fecha	16/08/04
Rango 52 Semanas (S/.)	0.83 - 1.17
Número de Acciones (MM)	156.4
Capital. Bursátil (US\$ MM)	47.1
Volumen (prom. 90d, US\$ 000)	425.5
Desempeño US\$ YTD (%)	5.3
Dividend Yield (04E)	40.5%
P/VL (x)	0.10
Frecuencia de Neg. (12M)	98.0%

Fuente: Bloomberg, Económica

#### Liessel La Rosa

liesselarosa@bcp.com.pe  
511-313-2000 (ext. 3055)

Servicio de Análisis y Desarrollo  
División Mercado de Capitales - BCP

## Resultado 2T04

### UCP Backus & Johnston S.A.A. COMPRAR

Monopolio con sólida posición financiera en un mercado con consumo per cápita mínimo con relación a los demás países de la región.

Recomendación Anterior:	Comprar
Precio Acción Común (16/08/04):	S/. 1.05
Precio Objetivo (2004):	S/. 1.17
Upside (%):	+11.5%

Fuente: Bloomberg

### UCP Backus & Johnston S.A.A.: Principales Indicadores de Mercado

	2002R	2003R	2004P	2005P
P/U (x)	0.6x	0.7x	1.0x	0.9x
EV/EBITDA (x)	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x
Ingresos (US\$ MM)	309.0	305.0	300.9	293.8
Margen Operativo	34.6%	30.3%	28.0%	29.0%
Utilidad Neta (US\$ MM)	62.5	72.3	48.0	51.8
UPA (US\$)	0.40	0.46	0.31	0.33
Pasivo/Patrimonio	0.40x	0.52x	0.45x	0.31x

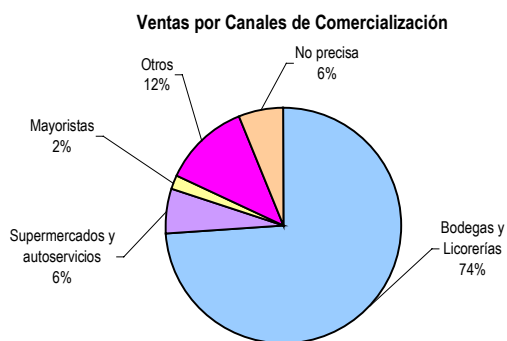
(\*) Se asume un ratio de pago de dividendos de 40%.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

- ▶ En el 2T04, UCP Backus & Johnston obtuvo una Utilidad Neta de US\$12.7MM, superior en 42.3% a la registrada en el 2T03.
- ▶ Las Ventas Netas ascendieron a US\$71.1MM en el 2T04, lo cual implicó una reducción de 7.1% con respecto al 2T03, ya que la empresa tuvo de reducir márgenes con el fin de mantener constante el precio de venta luego de una modificación adversa del ISC. Así, el mayor volumen comercializado no contribuyó al incremento de los ingresos.
- ▶ Por otro lado, el Costo de Ventas se redujo en 8.8% con respecto al 2T03 y en 8.1% con respecto al 1T04 debido principalmente al ahorro en costos variables y menores gastos fijos en el área de producción revirtiendo el incremento en el costo de ventas durante el 2003 (el cual pasó a representar el 36.2% de las ventas totales de 33.5% en el 2002, como resultado del mayor número de cajas vendidas).
- ▶ Los Gastos Administrativos se incrementaron en 2.7% con respecto al 2T03 dados los mayores gastos de depreciación al contabilizarse los envases como activo fijo y la amortización de la plusvalía mercantil. Los Gastos de Ventas se redujeron en 7.9% en el mismo periodo debido al ahorro de gastos diversos.
- ▶ Los Ingresos no Operativos netos de Gastos no Operativos mostraron una significativa disminución en comparación con los del 2T03 incluso a pesar de los mayores gastos y del registro de un REI positivo (US\$2.2MM), ya que en el ejercicio previo se recibieron dividendos de Cía. Cervecería del Sur del Perú S.A. por aproximadamente US\$8.2MM.
- ▶ Luego de actualizar nuestro modelo de valoración con los últimos resultados de la empresa y el reciente incremento en el riesgo país (aumento en la tasa WACC), éste nos arroja un precio fundamental para el 3T04 de S/.1.17 que, tomando en cuenta el actual precio de mercado, nos hace mantener nuestra recomendación anterior de Comprar UCP Backus & Johnston I.

## INGRESOS POR VENTAS

Las Ventas Netas ascendieron a US\$71.1MM en el 2T04, lo cual implicó una reducción de 7.1% con respecto al 2T03. Esta disminución se debió a que como consecuencia de la modificación del ISC<sup>1</sup>, la empresa decidió mantener el precio de venta constante y así asumir el mayor impuesto por lo que el número de cajas vendidas se incrementó. Sin embargo, el mayor volumen no pudo contrarrestar el menor valor de las unidades vendidas. Por otro lado, hay que indicar que, los principales puntos de venta son las bodegas y licorerías (74% del total de las ventas). Así, su importante fuerza de ventas y de distribución permite atender a más de 363M puntos de venta, lo que ha limitado la aparición de canales (supermercados) con alto poder de negociación e importantes niveles de compras, que podrían ejercer una presión a la baja sobre los precios.



Fuente: UCP Backus & Johnston S.A.A.

## COSTOS DE VENTAS

El Costo de Ventas se redujo en 8.8% con respecto al 2T03 y en 8.1% con respecto al 1T04 debido al ahorro en costos variables y fijos. Al respecto hay que indicar que la empresa realiza casi el 100% de sus ventas en envases retornables, lo que le permite mantener sus precios bajos. Además, cabe recalcar que los proveedores no cuentan con mayor capacidad de negociación dada la integración vertical del Grupo Backus. Asimismo, Maltería Lima, empresa subsidiaria abastece del 72% de la demanda de malta en el Perú y el resto es importado de Chile y Europa. Se espera que el costo de ventas continúe reduciéndose como consecuencia del intercambio de mejores prácticas con la matriz.

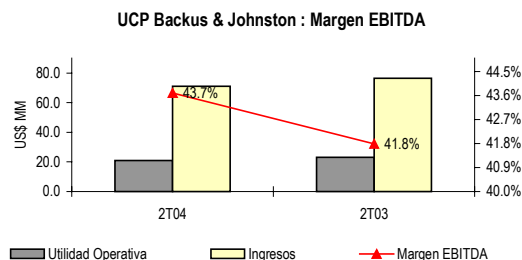
## GASTOS OPERATIVOS

Los Gastos Administrativos se incrementaron en 2.7% con respecto al 2T03 debido a que (i) los envases ya no se contabilizaron como existencias sino como activos fijos y que generaron una mayor depreciación, y (ii) se realizó la amortización de intangibles al aplicar la SIC 16 en el *goodwill* que representa el mayor valor pagado generado en la adquisición de la Compañía Nacional de Cerveza S.A. - CNC (1994) a través de su subsidiaria Esmeralda Holding Ltd. y que se mantenía como parte del saldo de la inversión en dicha subsidiaria. En consecuencia, en el 2003, este saldo fue amortizado con efecto retroactivo desde el momento de la adquisición de CNC habiendo devenido en una amortización. **Los Gastos de Ventas se**

<sup>1</sup> El ISC pasó del sistema específico (S/.1.31 por litro) al *ad-valorem* (28% sobre el precio de venta al público, lo cual significó un incremento del S/.0.21 por caja).

redujeron en 7.9% en el mismo periodo como consecuencia de los esfuerzos realizados con el fin de racionalizar la cadena de distribución y que se tradujeron en ahorro en gastos de personal, mantenimiento, cargas diversas de gestión y transferencia de servicios.

De esta manera, el Margen EBITDA se incrementó de 41.8% a 43.7%.



Fuente: UCP Backus & Johnston S.A.A.

## GASTOS NO OPERATIVOS

Los Ingresos no Operativos netos de Gastos no Operativos mostraron una significativa disminución en comparación con los del 2T03 debido a que en el periodo anterior se había recibido dividendos de Cía. Cervecera del Sur del Perú S.A. por aproximadamente US\$8.2MM. Este efecto prevaleció a pesar de que se registraron (i) menores gastos financieros debido a la renegociación de la deuda financiera a menores tasas de interés, y (ii) un REI positivo (US\$2.2MM) debido al efecto del retroceso del tipo de cambio sobre los pasivos en moneda extranjera de la empresa con relación al 2T03.

## CAPITAL Y DIVIDENDOS

En el último año, el Patrimonio neto se redujo debido a ajustes contables producto de la adopción de la práctica contable SIC 16 que se refiere a la tenencia de acciones en tesorería. El ajuste más importante es el relacionado con la plusvalía mercantil o *goodwill* proveniente de la compra de CNC en 1994. Por otro lado, la empresa siempre ha repartido dividendos en efectivo; sin embargo, un alto porcentaje de las utilidades (poco más del 60%) se han capitalizado para financiar su expansión.

## RECOMENDACIÓN

Hemos revisado nuestro modelo de valorización por flujo de caja descontado, incorporando los últimos resultados de la empresa así como el reciente incremento en el riesgo país (aumento en la tasa WACC), lo que nos arroja un precio fundamental para el 2004 de S/.1.17. Dicho esto, **reiteramos nuestra recomendación anterior de Comprar UCP Backus I.**

## Resultados 4T03

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

	2T04		2T03		1T04		Variación	
	(a)	%	(b)	%	(c)	%	(a/b)	(a/c)
Ventas Netas	71.1	100.0	76.6	100.0	75.8	100.0	-7.1%	-6.2%
Costo de Ventas	-25.2	-35.5	-27.7	-36.1	-27.5	-36.2	-8.8%	-8.1%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>45.9</b>	<b>64.5</b>	<b>48.9</b>	<b>63.9</b>	<b>48.3</b>	<b>63.8</b>	<b>-6.1%</b>	<b>-5.1%</b>
Gastos Administrativos	-12.4	-17.5	-12.1	-15.8	-12.7	-16.8	2.7%	-2.0%
Gastos de Ventas	-12.6	-17.7	-13.6	-17.8	-13.0	-17.2	-7.9%	-3.8%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>20.9</b>	<b>29.4</b>	<b>23.1</b>	<b>30.2</b>	<b>22.6</b>	<b>29.8</b>	<b>-9.7%</b>	<b>-7.5%</b>
Ingresos Financieros	2.3	3.3	11.0	14.4	2.3	3.0	-78.8%	1.5%
Gastos Financieros	-3.1	-4.4	-3.3	-4.3	-3.9	-5.1	-6.8%	-20.4%
REI	2.2	3.1	-0.6	-0.8	3.6	4.7	-456.5%	-38.4%
Otros Ingresos	0.1	0.1	0.2	0.3	6.5	8.5	-72.5%	-99.1%
Otros Egresos	-2.0	-2.8	-0.1	-0.2	-24.4	-32.1	1529.7%	-91.8%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>20.4</b>	<b>28.7</b>	<b>30.3</b>	<b>39.6</b>	<b>6.6</b>	<b>8.8</b>	<b>-32.8%</b>	<b>206.6%</b>
Deducciones y Participaciones	-2.1	-2.9	-2.4	-3.2	-0.9	-1.2	0.0%	0.0%
Impuesto a la Renta	-5.6	-7.9	-5.9	-7.8	-2.4	-3.1	0.0%	0.0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>12.7</b>	<b>17.8</b>	<b>22.0</b>	<b>28.7</b>	<b>3.4</b>	<b>4.5</b>	<b>-42.3%</b>	<b>272.4%</b>

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

	2T04	4T03	Variación (a/b)
	(a)	(b)	
Cajas y Bancos	24.5	12.2	101.0%
Inventarios	42.2	38.8	8.9%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>117.5</b>	<b>127.7</b>	<b>-8.0%</b>
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	237.6	242.3	-1.9%
<b>Total Activo</b>	<b>725.8</b>	<b>738.1</b>	<b>-1.7%</b>
Parte Corriente Deuda Largo Plazo	110.8	116.2	-4.6%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>124.9</b>	<b>132.8</b>	<b>-5.9%</b>
Deuda Largo Plazo	124.9	132.8	-5.9%
<b>Total Pasivo</b>	<b>237.8</b>	<b>252.2</b>	<b>-5.7%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>488.1</b>	<b>485.9</b>	<b>0.4%</b>

### Ratios Financieros

Liquidez Corriente	1.06x	1.10x	1.45x
Prueba Acida	0.44x	0.53x	0.56x
Deuda Financiera/Total Pasivo	0.23x	0.24x	0.22x
Endeudamiento Patrimonial	0.49x	0.52x	0.40x
Total Pasivo Corriente/Total Pasivo	46.6%	46.1%	49.0%
Cobertura de Intereses	9.0x	12.3x	5.8x

Fuente: UCP Backus & Johnston S.A.A.

Elaboración: Servicio de Análisis - División Mercado de Capitales BCP

<b>GERENTE DE DIVISION</b>	Javier Maggiolo		(511) 313 2456
<b>AREA MERCADO DE CAPITALES</b>	Christian Laub		(511) 313 2116
<b>ANALISIS</b>			(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	Lucciano Villacorta	lvillacortag@bcp.com.pe	Anx.2651
	Jose Luna	jlluna@bcp.com.pe	Anx.3058
	Cecilia Pérez	cperez@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:

<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.