

Estimados de Utilidades del 4T04

14 DE ENERO, 2005

Claudia Marsano
Juan Miguel Pflucker

cmarsano@bcp.com.pe
jmpflucker@bcp.com.pe

MACROECONOMÍA EN EL 2004

La economía habría cerrado el 2004 con un crecimiento de 4.6%, sustentado sobre todo en el buen desempeño del sector no primario. En efecto, la industria no primaria habría cerrado el año con un crecimiento de 6.6%; dicha expansión no solamente se dirigió hacia el sector exportador, sino que también respondió a un mayor dinamismo de la demanda interna. Para el presente trimestre, mantendría un sólido crecimiento. La inflación de diciembre resultó inesperadamente negativa, con lo que el Banco Central pudo cumplir su meta inflacionaria, aunque muy cerca de 3.5%. Considerando la reciente reducción de tarifas eléctricas y precios de combustibles, así como la trayectoria descendente que continúa mostrando el tipo de cambio, en el 1T05 la inflación anual se acercaría rápidamente al tramo inferior del rango previsto por el BCR.

Estimados de Utilidad Neta

(calculado en Nuevos Soles constantes, a diciembre 2004, expresado en US\$ MM)

MUESTRA REPRESENTATIVA

	RECOMENDACIÓN ANTERIOR	RECOMENDACIÓN ACTUAL	4T04E (a)	4T03R (b)	Var. % (a/b)	2004E (c)	2003R (d)	Var. % (c/d)	2005E
MINERÍA			171.5	79.7	115.1%	758.1	237.6	219.0%	743.6
Buenaventura (oro, plata)	MANTENER	COMPRAR	25.5	15.9	61.0%	171.4	48.2	255.7%	218.3
Minsur (estaño)	MANTENER ^{1/}	VENDER ^{1/}	32.7	20.7	58.0%	133.8	70.2	90.6%	140.8
Southern Peru (cobre)	REDUCIR	REDUCIR	113.2	43.2	162.2%	452.9	119.2	279.8%	384.5
SERVICIOS PÚBLICOS			26.0	29.1	-10.8%	98.2	98.7	-0.5%	106.1
Edegel	REDUCIR	REDUCIR	13.2	15.6	-15.1%	48.9	47.7	2.5%	51.9
Luz del Sur	REDUCIR	REDUCIR	12.7	13.5	-5.9%	49.3	51.0	-3.3%	54.2
CONSTRUCCIÓN			11.9	11.4	4.8%	48.7	42.8	13.8%	52.3
C. Lima	VENDER ^{2/}	VENDER ^{2/}	6.1	5.8	5.9%	28.2	26.4	6.8%	30.4
C. Pacasmayo	VENDER ^{2/}	VENDER ^{2/}	5.8	5.6	3.6%	20.5	16.4	24.9%	21.9
CERVECERAS									
Backus	MANTENER ^{1/}	MANTENER ^{1/}	23.8	20.7	15.0%	69.5	72.5	-4.1%	70.9
CONSUMO MASIVO									
Alicorp	MANTENER ^{1/}	COMPRAR ^{1/}	10.7	8.1	31.9%	32.3	12.7	154.6%	37.3
TOTAL UTILIDADES			243.9	149.1	63.6%	1,006.9	464.4	116.8%	1,010.2

^{1/} Recomendación respecto a la acción de inversión. ^{2/} Recomendación respecto a la acción común.

Elaboración y estimados: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

n.r.= no relevante

E: estimado R: Real

A continuación presentamos los aspectos más relevantes que estarían afectando los estados financieros de las principales empresas de la BVL en el 4T04, así como nuestras perspectivas sectoriales para los próximos meses.

MINERÍA

Con respecto a las cotizaciones registradas en el mismo período del año pasado, en el 4T04 los precios de los principales metales básicos registraron una fuerte apreciación (aunque en menor proporción frente al trimestre anterior) como resultado del dinamismo económico de los países industrializados. En ese sentido, el precio del cobre escaló 50.6% (de US\$ 0.93/libra a US\$ 1.40/libra), mientras que el estaño mostró una mejora de 60.4% (de US\$ 5,545/TM a US\$ 8,892/TM); alzas explicadas principalmente por la renovada demanda proveniente de China dentro de un contexto de mayor producción industrial en Asia (es así como el zinc también se benefició de esta tendencia alcista en los precios, avanzando 19.8% para promediar US\$ 1,113/TM). Igualmente, los metales preciosos siguieron subiendo ante la creciente actividad especuladora de los mercados de futuros dada la incertidumbre geopolítica (elecciones en EE.UU.) y la constante devaluación del dólar frente al yen y el euro ante la mixtura de indicadores macroeconómicos. Así, el oro creció 10.7% (precio promedio fue de US\$ 434.8/oz) mientras que la plata hizo lo propio en 36.7%. En comparación con el trimestre anterior, los precios también avanzaron (excepto el estaño) de la mano con la actividad económica y el consecuente incremento del consumo de *commodities*. En lo que respecta al oro, la cotización se vio favorecida durante este período (+8.2% QoQ) como resultado de la constante subida del precio del petróleo, incrementando de esta forma el atractivo del metal como refugio para los inversionistas con el fin de protegerse contra la inflación.

Con respecto a **Buenaventura**, esperamos que la empresa registre una utilidad neta cercana a US\$ 25.5 MM en el 4T04, la cual incluye una variación en el valor de mercado de su libro de coberturas. La subida en el precio del oro junto con la mayor producción en sus unidades de Orcopampa y Antapite continuarían favoreciendo los resultados operativos. Igualmente, las ventas de plata contribuirán de manera significativa con las ventas de la empresa junto con el esperado aumento de producción de Yanacocha (sin embargo, éste no sería suficiente para alcanzar la meta de 3.0 MM de onzas anuales).

Por su parte, las ganancias de **Minsur** habrían llegado a US\$ 32.7 MM en el 4T04 gracias a un nuevo aumento YoY (año contra año) del precio del estaño (+60.4%) lo cual explicaría los sólidos resultados al final del trimestre, de la mano con las continuas eficiencias operativas las cuales vienen reduciendo los costos de producción. En línea con lo mencionado, proyectamos que la compañía debería estar cerrando el 2004 con utilidades que bordearían los US\$ 133.8 MM.

De acuerdo a nuestros estimados, **Southern Perú** volvería a presentar un excelente resultado en el 4T04 dado el gran avance del cobre, lo cual llevaría a una utilidad neta de US\$ 113.2 MM. Asimismo, la continua política de reducción de costos, la expansión de la capacidad de la planta Toquepala y el incremento de los volúmenes vendidos (en especial de productos derivados del cobre con mayor valor agregado) serían suficientes para minimizar cualquier aumento de los gastos financieros.

En línea con lo esperado (ver reporte anterior del 15 de octubre), en el 4T04 las acciones mineras continuaron liderando la bolsa limeña, consolidándose como uno de los grupos con mayor rendimiento en el 2004 (+47.5% YoY). Es por eso que consideramos que el panorama para este sector permanecerá atractivo por lo menos en el primer semestre del 2005 dado que las materias primas (*commodities*) aún presentan un relativo potencial de crecimiento donde los metales básicos todavía se beneficiarían del escenario ajustado de oferta y demanda (impulso adicional proveniente de la reconstrucción en Asia después de los desastres naturales) donde el zinc destacaría nitidamente dado el crecimiento atrasado que mantiene en su cotización con respecto al cobre y estaño, mientras que el oro ganaría más relevancia como instrumento de inversión (activo de refugio) ante los vaivenes en el crudo y la devaluación del dólar frente a las principales divisas. Es de esta forma como **mantenemos nuestra perspectiva positiva para el sector minero en el 1T05**. Sin embargo, en lo relacionado a la valorización de la muestra de empresas, sólo las acciones de Buenaventura se muestran atractivas mientras que Southern Perú y Minsur se encontrarían sobre-valoradas.

Evolución Principales Metales – Proyecciones (*) 2005

	4T04	4T03	Var. %	2005E	2004R	Var. %	2006E
	(a)	(b)	(a/b)	(c)	(d)	(c/d)	
METALES BASE							
Cobre (US\$ / libra)	1.403	0.932	50.6%	1.20	1.30	-7.8%	1.05
Estaño (US\$ / TM)	8,892.7	5,545.5	60.4%	8,000.0	8,512.8	-6.0%	7,000.0
Zinc (US\$ / TM)	1,113.3	929.3	19.8%	1,300.0	1,047.8	24.1%	1,000.0
Plomo (US\$ / TM)	958.6	632.6	51.5%	845.0	888.3	-4.9%	770.0
METALES PRECIOSOS							
Oro (US\$ / onza)	434.8	392.8	10.7%	440.0	409.9	7.4%	410.0
Plata (US\$ / onza)	7.23	5.29	36.7%	7.00	6.67	4.9%	6.50

Fuente: Bloomberg, Reuters, First Call.

(*) Estimados de precio promedio para el año

Elaboración y estimados: Servicio de Análisis – División Mercado de Capitales BCP

ELECTRICIDAD

Durante el 4T04, el sector eléctrico recuperaría parte del terreno perdido en los trimestres anteriores gracias a una mayor demanda de clientes libres así como la caída en los precios de los combustibles.

Creemos que en el 4T04 i) el mayor volumen de ventas (a clientes del sector servicios y compañías mineras), ii) el incremento en las tarifas eléctricas, y iii) la reducción de los costos en la generación termoeléctrica (caída del crudo en a fines de octubre), deberían contribuir a mejorar el margen operativo de **Edegel**. Así, la utilidad neta del 4T04 ascendería a US\$ 13.2 MM. De igual forma, la ganancia por REI debería contrarrestar los efectos de mayores gastos financieros ante el incremento de tasas.

Por otro lado, en **Luz del Sur** estamos estimando una utilidad de US\$ 12.7 MM como producto de una disminución de las ventas a clientes industriales en desmedro del beneficio generado por la ligera subida en las tarifas eléctricas promedio. Del mismo modo, el aumento de la deuda y el mayor costo de los bonos indexados a la inflación incrementarán los gastos financieros del período, contrarrestando cualquier ganancia por REI.

A pesar de la escasez de lluvias, la cual originó un incremento de la producción térmica (de mayor costo), en el 2004 la producción eléctrica continuó aumentando (crecimiento anual de 5.9% respecto a lo obtenido el año anterior) ante la mayor demanda que hubo en el mercado eléctrico nacional para atender las mayores necesidades de actividad económica. En ese sentido, **creemos que las expectativas aún favorables de crecimiento (sobre todo en minería) contribuirán a dinamizar el sector eléctrico para los siguientes meses (expansión de mercado libre)** dentro un contexto donde **el tema de los contratos no renovados que tienen algunas empresas distribuidoras con las generadoras estaría por solucionarse muy pronto** mientras que el impacto del reciente ajuste de tarifas a la baja (por la caída del petróleo) no sería apreciado de manera tan inmediata. No obstante, consideramos que la valorización de la muestra de empresas las sigue haciendo ver sobre-valoradas.

CONSTRUCCIÓN

Esperamos que en el 2004 el sector construcción se expanda a una tasa de 4.2% debido a una mayor inversión privada, edificaciones de nuevos centros comerciales en diversos distritos de Lima, así como nuevas plantas y centros habitacionales al interior del país. Las ventas totales de cemento alcanzarían un crecimiento aproximado de 19.5% YoY (exportaciones aumentarían más del 73.9%), mientras que los despachos ascenderían aproximadamente a 3.9 millones de TM (4.3% mayores al mismo periodo del año pasado). Para el año 2005 **mantenemos una perspectiva positiva para el sector construcción**, el cual crecería un 5.4% como resultado de edificaciones promovidas por el gobierno (Techo Propio y Mi Vivienda), 5 nuevas concesiones de carreteras, la ejecución de obras de hidroenergía y de irrigación y mayor actividad minera (demanda de obras civiles). Sin embargo, las valorizaciones de la muestra de empresas las hacen ver sobre-valoradas.

Para **Cementos Lima**, creemos que la empresa cerrará el 4T04 con una utilidad neta de US\$6.1MM, un avance de 5.9% YoY (US\$ 28.2MM en el 2004) como consecuencia de un aumento en las ventas por concepto de exportación y en el mercado local, aunque dicho incremento hubiese sido mayor de no haberse dado una ligera reducción (-1.1%) en el nivel de precios del cemento¹. En el 2005, la empresa mejoraría sus ventas de cemento y de clinker impulsadas por una fuerte inversión privada, un mayor consumo interno, y mayores exportaciones.

Con respecto a **Cementos Pacasmayo**, esperamos que obtenga una utilidad neta en el 4T04 que bordee los US\$5.8MM, +3.4% YoY (US\$20.5MM en el 2004), explicada por un aumento en las ventas de 21.5% YoY a raíz de una fuerte expansión del sector construcción con la puesta en marcha de varios proyectos así como mayores resultados provenientes de sus subsidiarias. Para el 2005, los gastos financieros relacionados con la deuda disminuirían aunque a un menor ritmo que en el 2004, mientras que la diversificación de sus productos seguirá favoreciendo una menor dependencia a ciertos factores externos.

SECTOR CERVECERO

En el 2004, el sector cervecero continuó expandiéndose aunque a un menor ritmo que en el 2003, alcanzando una producción aproximada de 661 MM de litros, impulsada principalmente por una mejora en el poder adquisitivo del consumidor y a un menor precio promedio (S/. 3.52) en la botella de 620 ml (-1.1% YoY).

Para el 2005, el sector cervecero recobraría un mayor dinamismo, creciendo un 8.8% favorecido por el declive en los precios de la cerveza (según especialistas, el precio tras el ingreso de Ambev Perú al mercado local sería de S/. 3.16 aproximadamente por la botella de 620 ml, es decir 11.4% menos que en el 2004). A raíz de la disminución de precios, el consumo per cápita pasaría de 23.9 litros del 2004 a 25.7 litros (para el 1T05 se espera que las importaciones de cerveza crezcan dado que la planta de producción de Ambev recién entraría en actividad en el 2T05, por lo que importarían la cerveza necesaria para dicho periodo).

Esperamos que **Backus** termine el 4T04 con una utilidad neta de US\$ 23.8MM (US\$69.5MM en el 2004), 14.9% más que en el 4T03, debido a los mayores volúmenes de venta impulsados, en parte, por el crecimiento de sus exportaciones. Sin embargo, algunos de los factores que tuvo que enfrentar la empresa durante el 2004 y que contrarrestaron el aumento en sus ventas fueron: (i) el contrabando de cervezas, (ii) el incremento de las campañas promocionales, (iii) el impacto del ISC al pasar del sistema específico al *ad-valorem* y (iv) el incremento en la tasa del impuesto general a las ventas (de 18% a 19%). Para el 2005, las ventas se desacelerarían ligeramente frente a lo registrado el año anterior debido a la entrada de Ambev Perú al mercado local aunque dicho impacto no sería muy significativo inicialmente. Se espera que la empresa siga en proceso de reestructuración en distintas áreas para así lograr mayores eficiencias y menores costos.

CONSUMO MASIVO

En el 2004, el sector alimenticio a través de sus dos líneas más representativas, fideos y aceite, observaría crecimientos en su producción de 5.9% y 2.0% respectivamente². Para el 2005, ambas mostrarían una mayor recuperación debido a que los precios de los insumos (trigo, oleaginoso) permanecerían menos volátiles. De esta forma, se espera que el mercado de fideos crezca favorecido por la creciente demanda interna de dicho producto, mientras que el aceite crecería guiado por la mayor penetración de los aceites vegetales.

Con respecto a Alicorp, se espera que para el 4T04 obtenga una utilidad neta de US\$10.7MM, +31.9% YoY (cerrando el año 2004 con una utilidad neta de US\$ 32.3MM), debido a: (i) una mejora en las ventas como consecuencia de los diversos lanzamientos de nuevos productos como Alacena, Mi Maskot y al relanzamiento de los helados Lamborghini, (ii) la continua reducción de sus gastos operativos para así ampliar sus márgenes, y (iii) la reducción de la deuda a largo plazo, reestructurándola para obtener mejores condiciones. Para el 2005, se espera que las ventas sigan creciendo a un ritmo moderado ante la incursión en nuevos productos en nuevas categorías, de la mano con una continua reestructuración de sus gastos operativos y no operativos, y el refinanciamiento de su deuda.

¹ El precio del cemento en el ámbito local se encuentra correlacionado con las fluctuaciones del tipo de cambio nominal, debido a que las empresas de la industria financian sus gastos operativos y de producción en moneda extranjera, por lo que están expuestos a una elevada sensibilidad respecto al riesgo cambiario de corto plazo.

² Según Maximixe.

Perspectivas para los principales sectores económicos 1T05

Sector	Aspectos Positivos y Negativos	Perspectivas
Minería	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Políticas de reducción de costos de producción permitirían a compañías aprovechar aún mejor coyuntura de precios todavía al alza. ✓ Reconstrucción en Asia después de los desastres naturales otorgaría importante soporte a cotizaciones de principales materias primas. ✓ Mayor participación del oro como instrumento de inversión ante vaivenes del precio del crudo y mayor devaluación del dólar frente a otras monedas. ☹ Mayores subidas del petróleo podrían condicionar crecimiento mundial, afectando así el consumo de minerales en el corto plazo. ☹ Algunas acciones del sector empiezan a encontrarse sobre-valoradas en el mercado. 	Positivo
Electricidad	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Mejora de la actividad económica debería ayudar a seguir impulsando la mayor producción energética. ✓ Tema de los contratos no renovados que tienen algunas generadoras con las distribuidoras sería resuelto muy pronto. ☹ Impacto de reciente ajuste a la baja en las tarifas eléctricas no sería apreciado de manera tan inmediata. ✗ Riesgos tributarios aún latentes. ✗ Las principales acciones del sector siguen sobre-valoradas. 	Neutral
Construcción	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Esperado dinamismo como resultado de edificaciones promovidas por el gobierno, nuevas carreteras, ejecución de obras de hidroenergía y de irrigación y mayor actividad minera (obras civiles). 	Positivo
Consumo masivo y Cerveceras	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Expectativas favorables en lo que respecta a las ventas debido a la incursión de nuevos productos en nuevas categorías a raíz del crecimiento de la demanda interna y del ingreso disponible (sector consumo masivo). ✓ Incremento en el consumo per cápita ante posible disminución en los precios de la cerveza (ingreso de un nuevo competidor al mercado). 	Positivo

GERENTE DE DIVISION	Javier Maggiolo		(511) 313 2456
ANALISIS			(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
Bancos	Liessel La Rosa	liessellarosa@bcp.com.pe	Anx.3055
Minería y Eléctricas	Juan Miguel Pflucker	jmpflucker@bcp.com.pe	Anx.3052
Alimentos, Bebidas y Construcción	Claudia Marsano	cmarsano@bcp.com.pe	Anx.3056
Renta Fija - Perú	Pedro Comejo	pcomejo@bcp.com.pe	Anx.3057

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 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.