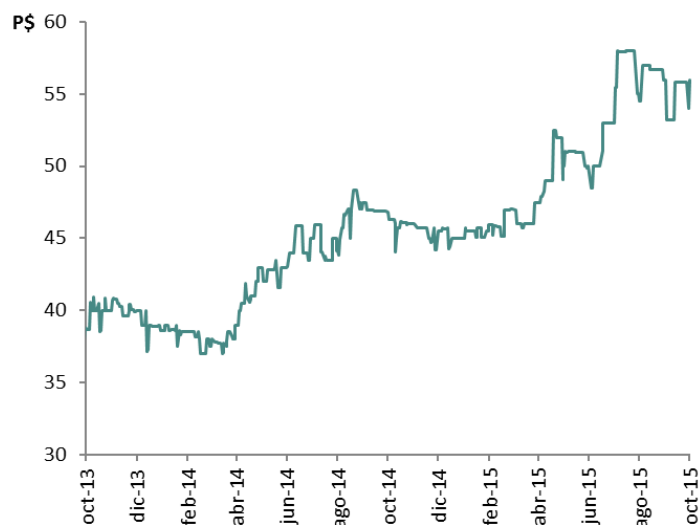


## Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

CMOCTEZ\*



COMPRA			
Precio Objetivo al 2016-IV:		P\$ 70.50	
Precio Cierre (27/10/2015):		P\$ 56.00	
No. de acciones (millones):		880.3	
VK (millones):		P\$ 49,297	
Max 1m	P\$ 56.00	Max 3 m	P\$ 58.00
Min 1m	P\$ 53.25	Min 3 m	P\$ 53.00
Chg% 1m	0.0%	Chg% 3m	5.7%
Max 12m	P\$ 58.00	P/U	18.4x
Min 12m	P\$ 44.05	VE/UAIIDA	11.0x
Chg% 12m	19.5%	P/VL	5.1x

### Resumen Ejecutivo

- Los ingresos consolidados se ubicaron en P\$2,835.8 millones (+22.3% a/a). El buen desempeño operativo, crecimiento en ventas y eficiencia en costos y gastos de operación, permitieron expansión de márgenes en más de 600 puntos base.
- La compañía presentó ingresos y EBITDA en línea con nuestros estimados. Nuestra estimación para 2015-IV es de un crecimiento en ventas del 15.3% a/a. Si dicho avance fuera efectivamente observado implicaría un incremento en ingresos del 21.4% a/a para 2015, esto es, P\$11,153.8 millones anuales.
- Cabe destacar que debido a la importante cantidad de efectivo con que cuenta la compañía, sus inversiones de capital son generalmente financiadas con recursos propios. Además, estimamos que el flujo de efectivo trimestral generado por la compañía será suficiente para realizar las inversiones de capital correspondientes a cada trimestre.
- En términos de rentabilidad, CMOCTEZ sigue mostrando las tasas más representativas de la Bolsa Mexicana de Valores y se perfila como una de nuestras empresas favoritas. En 2015-III, los principales índices de rentabilidad presentaron crecimientos de tres dígitos en puntos base respecto 2015-II, en cifras 12M.
- Con una valuación preliminar hecha por flujos descontados recomendamos COMPRA con P.O. al cierre del 2016-IV en P\$70.5.

## Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

### Análisis

La compañía presentó ingresos y EBITDA en línea con nuestros estimados. Nuestra estimación para 2015-IV es de un crecimiento en ventas del 15.3% a/a. Si dicho avance fuera efectivamente observado implicaría un incremento en ingresos del 21.4% a/a para 2015, esto es, P\$11,153.8 millones anuales. No obstante, conforme actualicemos nuestra base de precios, reformaremos nuestros estimados.

**Atribuimos el importante crecimiento en ventas al incremento en ambos drivers de la compañía:**

- i) **Volumen comercializado:** estimamos que el volumen de cemento creció +15.2% a/a en toneladas métricas y que el concreto transportado avanzó +10.8% a/a.
- ii) **Precio:** Según datos del INEGI, durante 2015-III el índice de precios del cemento avanzó +3.03% t/t y presentó el incremento más significativo en lo que va del año. Por su parte, el índice de precios del concreto también presentó el avance más importante (+3.35% t/t).

Aunque los ingresos nacionales siguen representando el 99% de las ventas totales (+22.3 % a/a) y fueron el principal motor de crecimiento, los ingresos por exportación también avanzaron de forma importante (+81.8% a/a, a P\$17.5 millones) debido a que la compañía incursionó en nuevos mercados (Belize y Panamá).

Tabla 1. Resultados y estimaciones por segmento, cifras en millones

2015-III	Ventas	Δ% a/a	Ventas estimadas 2015-III*	Δ% a/a	Ventas estimadas 2015-IV*	Δ% a/a
Cemento	2,226.3	21.6%	2,248.7	22.9%	2,310.1	17.2%
Concreto	609.3	24.6%	585.8	19.7%	590.6	8.2%
Corporativo	0.1	n.a.	0.1	0%	0.1	0%
<b>Consolidado</b>	<b>2,835.8</b>	<b>22.3%</b>	<b>2,834.6</b>	<b>22.2%</b>	<b>2,900.8</b>	<b>15.3%</b>

Fuente: Reporte de la compañía. \*Las estimaciones corresponden a cálculos de Signum Research

En lo que va del año, la compañía ha ejercido CAPEX por P\$397.8 millones. Durante 2015-III, el CAPEX fue de P\$211.9 millones y se destinó principalmente a la división cemento (91% del CAPEX trimestral). **Los fondos fueron asignados, principalmente, para la construcción de la segunda línea de producción de cemento en la planta Apazapan, Veracruz.** Por lo que resta del año y hasta el 2017, los incrementos en CAPEX serán sustancialmente altos debido a la inversión que la compañía está realizando en Veracruz.

**Cabe destacar que debido a la importante cantidad de efectivo con que cuenta la compañía, sus inversiones de capital son generalmente financiadas con recursos propios. Además, estimamos que el flujo de efectivo trimestral generado por la compañía será suficiente para realizar las inversiones de capital correspondientes a cada trimestre, y aún lo dejará positivo, por lo que no habría deterioro en el efectivo en caja y la razón deuda neta/EBITDA continuaría siendo negativa y menor cada trimestre.**

Los ingresos consolidados se ubicaron en P\$2,835.8 millones (+22.3% a/a). El buen desempeño operativo, crecimiento en ventas y eficiencia en costos y gastos de operación, permitieron expansión de márgenes en más de 600 puntos base. Tan sólo el EBITDA incrementó +46.4% a/a y presentó su tercer trimestre consecutivo con un nivel superior a los P\$1,000 millones. Estimamos que los márgenes para 2015-IV se mantengan sin muchos cambios respecto 2015-III. Nuestro estimado de EBITDA para 2015 es de P\$4,604 millones (2015-IV: P\$1,203.7 millones, +38.1% a/a), lo que representaría un incremento del +39.3% a/a.

Tabla 2. Principales métricas de valor

2015-III	Millones de P\$	Δ% a/a	Margen	Δ puntos base a/a	Margen est. 2015-III	Margen est. 2015-IV
Utilidad bruta	1,194	43.7%	42.10%	629	42.5%	42.3%
Utilidad operativa	1,055	54.4%	37.20%	774	37.2%	37.1%
Utilidad neta	765	59.9%	26.97%	635	n.d.	n.d.
EBITDA	1,182	46.4%	41.67%	687	41.6%	41.5%
Flujo de Efectivo 12M*	2,764	8.3%	25.67%	78	n.d.	n.d.

Fuente: Signum Research con información de la compañía

\*El cambio porcentual es trimestre a trimestre

En términos de márgenes, se presentaron incrementos de triple dígito en puntos base para casi todas las métricas observadas en el cuadro anterior. El margen EBITDA incrementó +687 a/a puntos base y en nuestro estimado de margen de flujo de efectivo, el crecimiento fue de +78 puntos base.

Los costos incrementaron +10.28% a/a, como consecuencia de una mayor producción y ventas, pero fueron compensados con menores costos energéticos (tanto en electricidad como en insumos derivados del petróleo). De hecho, estimamos que el impacto de los costos energéticos fue una reducción de aproximadamente 113 millones en los costos de la compañía respecto el trimestre comparable. Dicho crecimiento en costos, menor al observado en ventas, propició el incremento en utilidad bruta de +43.7% a/a.

**La compañía ha presentado crecimientos sólidos e importantes en el año. Las ventas de la compañía dependen totalmente de la industria de la construcción, y en particular, del sector vivienda.**

**En los últimos meses, el sector construcción ha mostrado importantes señales de crecimiento, esto a pesar de los recortes presupuestales anunciados a principios del año.** Según datos del INEGI, en cifras originales y términos anuales, **la construcción residencial ha presentado un crecimiento sostenido e ininterrumpido desde mayo del 2014** y esperamos que la industria de la construcción siga siendo beneficiada por el impulso de este segmento. Según nuestro indicador cíclico Signum, durante julio y en materia de inversión en activos fijos, la economía concluyó dos meses en terreno de expansión. Considerando que el ciclo económico de esta industria es de aproximadamente dos años, esperamos que éste sea el inicio de un mercado cada vez más creciente para la industria cementera.

**Ahora bien, le esperan importantes retos a la compañía en términos de competencia, y para una industria que ofrece productos con muchos bienes sustitutos, resulta de vital importancia diferenciarse ya sea a través de precios o marca. También influirá considerablemente la capacidad de negociación que tenga la administración para conseguir clientes institucionales.**

**Importantes compañías cementeras están realizando inversiones de capital para incrementar su capacidad anual.**

Tal es el caso de Elementia, a través de su marca Cementos Fortaleza, que recién realizó su Oferta Pública Inicial y destinó parte de los recursos a incrementar la capacidad de cemento en 1.5 millones de toneladas en su planta Tula. Otro jugador que no podemos dejar de lado es CEMEX, que debido a sus altas razones de apalancamiento (deuda neta/EBITDA de 7.02x al 2015-III) se ha visto obligado a monetizar activos no productivos (principalmente ubicados en otros países) pero que no deja de ser el participante más importante en el mercado mexicano y el que sigue teniendo poder de fijación de precios. De hecho, la reciente apreciación importante del cemento y concreto, puede ser atribuida en gran parte a la estrategia de este contrincante, que necesitó compensar la caída en volumen comercializado con un incremento en precios. Otro gran competidor que también realiza expansiones es Cementos Cruz Azul.

**Hablando en términos operativos, uno de las principales rubros que afecta la utilidad neta es el pago de impuestos (en 2015-III la tasa efectiva impositiva fue del 29.6%) que durante el trimestre incrementó casi 50%. El importante crecimiento en pago de impuestos es reflejo de una mayor base gravable. En este sentido, consideramos negativa la estrategia de la compañía de no financiarse a través de deuda, pues pierde el beneficio fiscal de deducción de intereses, que además de todo, debido a la estructura financiera de la compañía, podría financiarse a un costo mucho menor al accionario.** Al cierre del 2015-III, los impuestos diferidos y por pagar representaron el 66.7% del pasivo total.

**En este punto surge otro inconveniente que observamos en la compañía y que puede explicar la razón del bajo endeudamiento de la compañía: el exceso de liquidez. Durante 2015-III, el Efectivo y Equivalentes volvió a incrementar (+68.83% a/a), el cual representó el 54.5% del activo circulante y derivó en razones de liquidez bastante altas: la razón circulante se ubicó en 4.92x y la del ácido en 4.1x, en cifras 12M. Como explicamos en nuestro reporte previo, el exceso de liquidez puede ser una mala señal para el mercado, pues demasiado efectivo en caja implica dinero “estancado”, que no genera flujo y que por tanto está perdiendo valor. El lado positivo es para el inversionista, que genera valor no sólo a través de la apreciación de la acción sino también por el lado de los dividendos.**

**En términos de rentabilidad, CMOCTEZ sigue mostrando las tasas más representativas de la Bolsa Mexicana de Valores y se perfila como una de nuestras empresas favoritas. En 2015-III, los principales índices de rentabilidad presentaron crecimientos de tres dígitos en puntos base respecto 2015-II, en cifras 12M.**

Tabla 3. Tasas de rentabilidad, cifras 12M

	2015-III	Tasa	Δ puntos base t/t
ROE		29.89%	243
ROA*		24.15%	207
ROIC**		42.78%	288

Fuente: Signum Research

\*ROA= (Utilidad neta)/Activos totales

\*\* ROIC = EBITDA/Capital Invertido



6237-0861

6237-0862

### Conclusión

**Calificamos este reporte como excelente.** Las eficiencias operativas e incremento en volúmenes han permitido crecimientos de doble dígito en las utilidades de la compañía. Realizaremos el inicio de cobertura en los próximos meses. **Con una valuación preliminar hecha por flujos descontados recomendamos COMPRA con P.O. al cierre del 2016-IV en P\$70.5.**

### Analista

Armelia Reyes



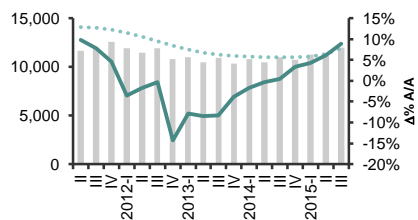
TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Balance General	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III
1.5%	8.9%	7.7%	<b>Activo Total</b>	10,978	10,698	11,256	11,095	11,952
21.2%	68.8%	45.7%	Efectivo e Inversiones Temporales	1,743	1,773	2,136	2,019	2,943
-3.4%	0.5%	1.1%	Propiedad Planta y Equipo (neto)	6,217	6,242	6,174	6,177	6,246
6.1%	0.8%	4.4%	<b>Pasivo Total</b>	2,195	2,221	2,087	2,121	2,213
8.4%	19.6%	7.4%	Pasivo Circulante	840	1,022	895	935	1,004
0.6%	10.9%	8.5%	<b>Capital Contable Consolidado</b>	8,783	8,477	9,169	8,974	9,739
nd	43.8%	36.1%	<b>Deuda Total</b>	16	14	15	17	24

TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Estado de Resultados	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III
9.4%	22%	n/a	<b>Ventas Netas</b>	2,320	2,517	2,676	2,741	2,836
7.9%	10%	n/a	- Costo de Ventas	1,489	1,588	1,589	1,609	1,642
11.6%	44%	n/a	= <b>Resultado Bruto</b>	831	929	1,087	1,132	1,194
			Margen Bruto	35.8%	36.9%	40.6%	41.3%	42.1%
12.3%	54%	n/a	= <b>Resultado Operativo</b>	683	749	981	988	1,055
			Margen Operativo	29.5%	29.7%	36.7%	36.0%	37.2%
11.9%	57%	n/a	= <b>Resultado antes de Imp.</b>	689	760	993	1,001	1,079
			Margen Antes de Impuestos	29.7%	30.2%	37.1%	36.5%	38.1%
12.2%	60%	n/a	= <b>Resultado Neto</b>	478	575	691	686	765
			Margen neto	20.6%	22.8%	25.8%	25.0%	27.0%
11.1%	46%	n/a	<b>UAIIDA</b>	807	872	1,106	1,113	1,182
			Margen UAIIDA	34.79%	34.63%	41.33%	40.59%	41.67%

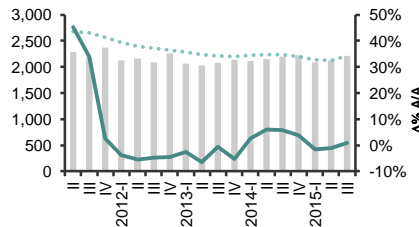
TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Resultados 12 meses	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III
9.4%	23.6%	5.0%	<b>Ventas Netas</b>	8,710	9,186	9,749	10,254	10,770
11.7%	51.2%	10.9%	= <b>Resultado Operativo</b>	2,494	2,810	3,144	3,401	3,772
			Margen Operativo	28.6%	30.6%	32.3%	33.2%	35.0%
10.3%	59.6%	11.8%	= <b>Resultado Neto</b>	1,703	2,027	2,254	2,430	2,717
			Margen neto	19.6%	22.1%	23.1%	23.7%	25.2%
10.7%	42.9%	9.6%	<b>UAIIDA</b>	2,989	3,304	3,639	3,897	4,272
			Margen UAIIDA	34.32%	35.97%	37.33%	38.01%	39.66%

**Balance General**

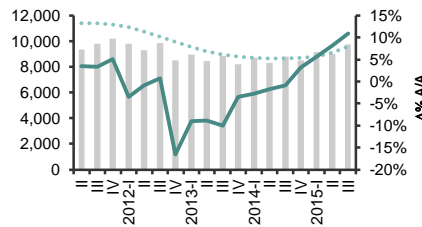
**Activo Total**



**Pasivo Total**

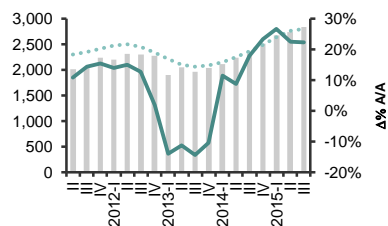


**Capital Contable**

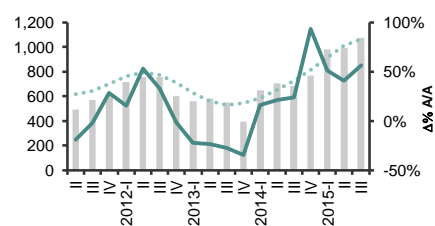


**Estado de Resultados Trimestral**

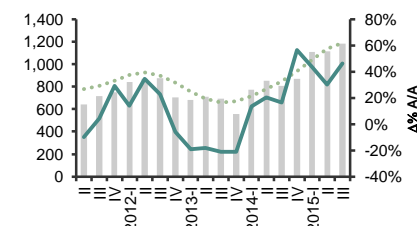
**Ventas**



**Resultado Operativo**

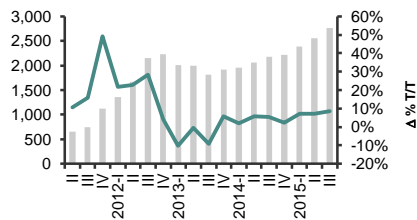


**EBITDA**

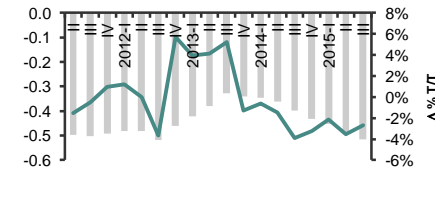


**Otros datos relevantes 12M**

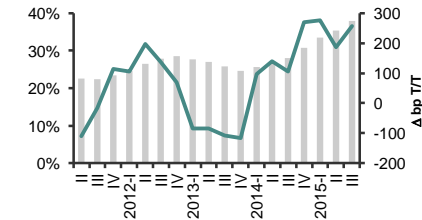
**Free Cash Flow to the Firm**



**Deuda Neta/EBITDA**



**ROIC**



**Héctor Romero**

Director General

hector.romero@signumresearch.com

**Martín Lara**

Director de Análisis Fundamental / Medios  
y Telecomunicaciones

martin.lara@signumresearch.com

**Alberto Carrillo**

Analista Bursátil Sr. / Alimentos, Aeropuertos  
y Aerolíneas

alberto.carrillo@signumresearch.com

**Cristina Morales**

Analista Bursátil Sr. / Comercio Especializado  
y Autoservicios

cristina.morales@signumresearch.com

**Armando Rodríguez**

Analista Bursátil Sr. / FIBRAS, Energía y Vivienda

armando.rodriguez@signumresearch.com

**Ana María Tellería**

Analista Bursátil Jr. / Grupos Financieros,  
Seguros y Renta Fija

ana.telleria@signumresearch.com

**Armelia Reyes**

Analista Bursátil Jr. / Conglomerados,  
Petroquímica y Automotriz

armelia.reyes@signumresearch.com

**Emma Ochoa**

Analista Bursátil Jr. / Bebidas

emma.ochoa@signumresearch.com

**Jordy Juvera**

Analista Económico Jr. / Infraestructura  
y Construcción

jordy.juvera@signumresearch.com

**Jorge Noyola**

jorge.noyola@signumresearch.com

**Roberto Navarro**

roberto.navarro@signumresearch.com

**Lucía Tamez**

lucia.tamez@signumresearch.com

**Julieta Martínez**

Diseño Editorial

julieta.montano@signumresearch.com

**Iván Vidal**

Sistemas de Información

Em M P \*\* 27/10/15

1 2 3 4 5

## CLAVE DEL REPORTE

- (1) ENFOQUE                    S = Sectorial  
                                     E = Económico  
                                     Rf = Renta fija  
                                     Nt = Nota técnica  
                                     M = Mercado  
                                     Em= Empresa  
                                     Fb= Fibras
- (2) Geografía                    M = México  
                                     E = Estados Unidos  
                                     L = Latino América  
                                     G = Global
- (3) Temporalidad                P = Periódico  
                                     E = Especial
- (4) Grado de dificultad        \* = Básico  
                                     \*\* = Intermedio  
                                     \*\*\* = Avanzado
- (5) Fecha de publicación      DD/MM/AA



Tel. 62370861/ 62370862  
Info@signumresearch.com

Este documento y la información, opiniones, pronósticos y recomendaciones expresadas en él, fueron preparados por Signum Research como una referencia para sus clientes y en ningún momento deberá interpretarse como una oferta, invitación o petición de compra, venta o suscripción de ningún título o instrumento ni a tomar o abandonar inversión alguna. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin notificación previa. Signum Research no asume la responsabilidad de notificar sobre dichos cambios o cualquier otro tipo de actualización del contenido.

Los contenidos de este reporte están basados en información pública, disponible a los participantes de los mercados financieros, que se ha obtenido de fuentes que se consideran fidedignas pero sin garantía alguna, ni expresan de manera explícita o implícita su exactitud o integridad.