

Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V. CMOCTEZ*

SIN RECOMENDACIÓN

Precio Objetivo al 2016-IV:	n.a.
Precio Cierre (27/07/2015):	P\$ 53.00
No. de acciones (millones):	880.3
VK (millones):	P\$ 46,657

Max 1m	P\$ 53.00	Max 3 m	P\$ 53.00
Min 1m	P\$ 48.50	Min 3 m	P\$ 47.50
Chg% 1m	6.0%	Chg% 3m	11.6%
Max 12m	P\$ 53.00	P/U	19.4x
Min 12m	P\$ 43.50	VE/UAIDA	11.5x
Chg% 12m	17.8%	P/VL	5.3x



RESUMEN EJECUTIVO

- Los ingresos consolidados se ubicaron en P\$2,740.8 millones (+22.6% a/a). El buen desempeño operativo, crecimiento en ventas y eficiencia en costos y gastos de operación, permitieron crecimientos de doble dígito en las utilidades.
- En lo que va del año, la compañía ha realizado inversiones en CAPEX por P\$185.9 millones. Los fondos fueron principalmente asignados para la construcción de la segunda línea de producción de cemento en la planta Apazapan, Veracruz.
- El margen EBITDA incrementó +370 a/a puntos base y en nuestro estimado de margen de flujo de efectivo, el crecimiento fue de +270 puntos base.
- Es importante recalcar el crecimiento en Efectivo y Equivalentes (+101.3% a/a) y la disminución de Capital de Trabajo Neto (CTN), -6.44% a/a, en P\$1,929 millones.
- En el otro lado del balance, destaca el hecho de que la compañía tiene una deuda marginal, P\$17 millones.
- En términos de rentabilidad, CMOCTEZ se perfila como una de nuestras compañías favoritas en el año.
- Calificamos este reporte como excelente.

Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

Drivers

Los ingresos de la compañía fueron impulsados por mayores ventas en todos sus segmentos. De acuerdo con la empresa, el buen desempeño en ventas se atribuye al mayor volumen comercializado, así como al incremento en precios. Los ingresos nacionales representaron el 99% de las ventas totales (+121.2% a/a) y fueron el principal motor de crecimiento, aunque cabe destacar que este año la compañía incursionó en nuevos mercados (Belice y Panamá), por lo cual, los ingresos por exportación también avanzaron de forma importante (+76.1% a/a, a P\$19.2 millones).

Tabla 1. Resultados por segmento, cifras en millones

2015-II	Ventas	Δ% a/a	CAPEX	Δ% a/a
Cemento	2,202.4	23.2%	97.3	111.7%
Concreto	538.3	20.2%	23.9	13.9%
Corporativo	0.1	n.a.	3.1	n.a.
Consolidado	2,740.8	22.6%	124.3	83.9%

Fuente: Signum Research con información de la compañía

En lo que va del año, la compañía ha realizado inversiones en CAPEX por P\$185.9 millones. Durante 2015-II, la inversión de CAPEX fue de P\$124 millones y se distribuyó de la siguiente manera: 78% para la división cemento, 19% al concreto y 3% al corporativo. Los fondos fueron asignados, principalmente, para la construcción de la segunda línea de producción de cemento en la planta Apazapan, Veracruz. Cabe mencionar que debido a la importante cantidad de efectivo con que cuenta la compañía, sus inversiones de capital son generalmente financiadas con recursos propios.

Resultados

Los ingresos consolidados se ubicaron en P\$2,740.8 millones (+22.6% a/a). El buen desempeño operativo, crecimiento en ventas y eficiencia en costos y gastos de operación, permitieron crecimientos de doble dígito en las utilidades. Tan sólo el EBITDA incrementó +34.8% y presentó su segundo trimestre consecutivo con un nivel superior a los P\$1,000 millones.

Tabla 2. Principales métricas de valor

2015-II	Millones de P\$	Δ% a/a	Margen	Δ puntos base a/a
Utilidad bruta	1,132	37.5%	41.29%	449
Utilidad operativa	993	40.7%	36.21%	466
Utilidad neta	686	34.6%	25.02%	224
EBITDA	1,118	34.8%	40.78%	370
Flujo de Efectivo 12M*	3,472	10.6%	33.86%	269

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 todas las métricas observadas en el cuadro anterior. El margen EBITDA incrementó +370 a/a puntos base y en nuestro estimado de margen de flujo de efectivo, el crecimiento fue de +270 puntos base.

Los costos incrementaron +13.87% a/a, como consecuencia de una mayor producción y gastos administrativos, pero fueron compensados con menores costos energéticos (tanto en electricidad como en insumos derivados del petróleo). Dicho crecimiento, menor al observado en ventas, propició el incremento en margen bruto del 37.5% a/a.

Análisis

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, debido a que estimamos que gran parte de sus ventas proviene de las ventas de sacos de cemento.

En los últimos meses, el sector construcción ha presentado importantes señales de crecimiento, esto a pesar de los recortes presupuestales anunciados a principios del año. Nuestro indicador cíclico Signum de inversión fija bruta, por ejemplo, se encuentra en una fase de recuperación, pero con altas probabilidades de rebasar el umbral que lo separa de la fase de expansión. Aunado a esto, según datos del INEGI y el mismo índice de inversión fija bruta, la construcción residencial impulsa el incremento en inversión.

Además, según datos de la CONAVI, el monto de subsidios aplicados al mes de junio es +80.74% mayor que en 2014, y como avance del presupuesto, se han aplicado el 54.44%, cuando en 2014 al mismo mes sólo se habían aplicado el 30.29%. Esto, aunado a la mayor participación del sector privado en la inversión para infraestructura, explica en gran parte el incremento en volumen nacional colocado.

Actualmente la compañía tiene una capacidad de producción de 6.4 millones de toneladas de cemento anual. El incremento en capacidad con la planta de Apazapan para 2017 será de 1.3 millones, por lo que se estima que la participación de CMOCTEZ en el mercado incremente a 11.3% (actualmente en 10.5%).

Hablando en términos operativos, uno de las principales rubros que afecta la utilidad neta es el pago de impuestos (en 2015-II la tasa efectiva impositiva fue del 29.6%) que durante el trimestre incrementó +39.43% a/a. Respecto este punto, la compañía ha logrado mayores eficiencias desde el 2014-IV, cuando la tasa efectiva de impuestos cayó por debajo del 30% observado anteriormente. **Aún resta mucho por hacer en ámbitos fiscales, aunque la compañía ciertamente presenta menores tasas que empresas comparables como CEMEX, pero mayores que las tasas de empresas constructoras.**

También es importante recalcar el crecimiento en Efectivo y Equivalentes (+101.3% a/a), el cual representó el 44% del activo circulante y lleva a razones de liquidez bastante altas: la razón circulante se ubicó en 4.86x en cifras 12M y la del ácido en 4x. **Estos resultados pueden no ser del todo positivos debido a que el exceso de liquidez genera ineficiencias (demasiado efectivo en caja implica dinero “estancado”, que no genera flujo y que por tanto está perdiendo valor).** El lado positivo, es que le permite realizar inversiones de capital, adquisiciones, expansiones e incluso mayor poder de negociación con proveedores, sin necesidad de recurrir a financiamiento externo, además de que CMOCTEZ realiza pago de dividendos dos veces al año.

Otro punto destacable del trimestre fue la disminución de Capital de Trabajo Neto¹ (CTN), -6.44% a/a, en P\$1,929 millones. La reducción en capital de trabajo habla de eficiencia, pues éste representa el flujo que la compañía necesita para operar en el corto plazo, esto es, aquél flujo que permite que la compañía no detenga sus operaciones. Si éste flujo disminuye, el ciclo operativo de la empresa se agiliza y la generación de flujos incrementa. **En el caso de CMOCTEZ, las disminuciones de CTN se han observado desde el 2013-III y esperamos que las continuas eficiencias se sigan reflejando durante los próximos trimestres.**

La otra forma de presenciar dicha mejora es a través del ciclo operativo, que en cifras 12M y al 2015-II, fue de 76 días, cuando en 2014-II fue de cerca de 100 días.

En el otro lado del balance, destaca el hecho de que la compañía mantiene una deuda marginal, P\$17 millones (que correspondió a la adquisición de transporte vía arrendamiento capitalizable). También resalta que cerca del 70% del pasivo total en 2015-II se debió a impuestos diferidos y por pagar.

En términos de rentabilidad, CMOCTEZ se perfila como una de nuestras compañías favoritas en el año, debido a que la compañía ha presentado tasas de ROE, ROA y ROIC de doble dígito desde 1997. En 2015-II, los principales índices de rentabilidad presentaron crecimientos de tres dígitos en puntos base.

Tabla 3. Tasas de rentabilidad, cifras 12M

	2015-II	Tasa	Δ puntos base a/a
ROE		27.46%	836
ROA*		22.10%	678
ROIC **		39.12%	950

Fuente: Signum Research

*ROA= (Utilidad neta + interés (1- tasa impositiva))/Activos totales.

** ROIC = EBITDA/Capital Invertido.

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 nuestro P.O. al cierre del 2016-IV. **Cabe destacar que las ganancias del inversionista no sólo se presentan a través de la ganancia en capital, sino también en el pago de dividendos que la compañía realiza dos veces al año.**

Analista

Armelia Reyes

¹ Capital de Trabajo Neto: Clientes + Inventarios - Proveedores

Directorio

Héctor Romero
Director General
hector.romero@signumresearch.com

Analistas

Carlos Ugalde
Subdirector de Análisis / Grupos Financieros e Instituciones de Seguros
carlos.ugalde@signumresearch.com

Cristina Morales
Analista Bursátil Sr. / Comercio Especializado y Autoservicios
cristina.morales@signumresearch.com

Jorge González
Analista Técnico Sr.

Armando Rodríguez
Analista Bursátil Sr. / FIBRAS y Sector Inmobiliario
armando.rodriguez@signumresearch.com

Homero Ruíz
Analista Bursátil Sr. / Telecomunicaciones, Medios e Industria Automotriz
homero.ruiz@signumresearch.com

Ana María Tellería
Analista Bursátil Jr. / Vivienda y Renta Fija
ana.telleria@signumresearch.com

Armelia Reyes
Analista Bursátil Jr. / Infraestructura, Minería y Energía
armelia.reyes@signumresearch.com

Emma Ochoa
Analista Bursátil Jr. / Productos de Consumo Frecuente
emma.ochoa@signumresearch.com

Diseño

Julieta Martínez
Diseño Editorial
julieta.montano@signumresearch.com

Sistemas de Información

Iván Vidal

Em M P * 27/07/15

1 2 3 4 5

CLAVE DEL REPORTE

(1) ENFOQUE	S = Sectorial E = Económico Rf = Renta fija Nt = Nota técnica M = Mercado Em = Empresa
(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, fue preparado 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.

Signum Research no acepta responsabilidad por ningún tipo de pérdidas, directas o indirectas, que pudieran generarse por el uso de la información contenida en el presente documento.

Los documentos referidos, así como todo el contenido de www.signumresearch.com no podrán ser reproducidos parcial o totalmente sin la autorización explícita de Signum Research S.A. de C.V.