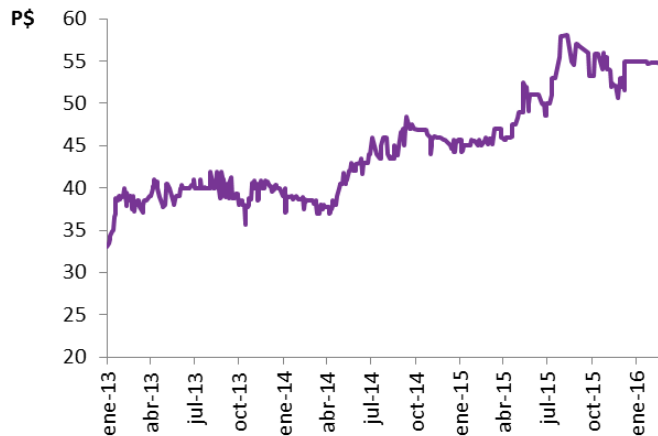


Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

CMOCTEZ*



COMPRA	
Precio Objetivo al 2016-IV:	P\$ 65.00
Precio Cierre (01/03/2016):	P\$ 51.99
Dividend Est. (en P\$)	P\$ 2.05
Potencial total (con dividendos)	28.97%
Valor de Capitalización (millones P\$):	45,767.41
Imp. Prom. diario (YTD, millones)	4.30
Float (%)	nd
Max Trim	P\$ 55.00
Min Trim	P\$ 51.50
Chg % Trim	-0.02%
P/U 2016E	14.41x
VE/EBITDA 16E	8.63x
ROIC	51.61%
ROE	30.53%

Análisis

Corporación Moctezuma reportó ingresos y EBITDA por debajo de nuestros estimados. Sin embargo, los ingresos y EBITDA continuaron su tendencia de crecimiento doble dígito, +10.20% a/a y +27.56% a/a, respectivamente, lo que conllevó un Margen EBITDA de 40.09%.

Cabe destacar que, a pesar de que los ingresos en términos absolutos fueron menores a nuestros estimados, el margen bruto fue superior en 70 pp.b., no así el margen EBITDA, que resultó 90 pp.b por debajo de nuestro pronóstico. Ahora bien, es importante destacar que durante 2015-IV la utilidad operativa fue disminuida debido a un registro negativo en otros gastos/ingresos por 53.87 millones, que disminuyeron el margen operativo a 35.77%. Estamos analizando si dicho registro corresponde a un comportamiento estacional, pues en algunos trimestres anteriores se ha observado un crecimiento representativo en dicho rubro. Si no se considerara esta cuenta, el margen EBITDA se ubicaría en 42.03%.

Estimamos que la racha de crecimiento doble dígito en ingresos de la compañía ha terminado, al menos durante 2016, y que los retomará hacia 2017, cuando inicie operaciones su segunda línea de producción en Veracruz. Por otra parte, en términos de EBITDA, durante 2016 esperamos observar un par de trimestres con crecimiento superior al 10% como consecuencia de la continua caída de los precios del petróleo (cuyos efectos se reflejan en menores costos energéticos de la compañía en aproximadamente seis meses para el precio del Petcoke y cuatro meses en la tarifa eléctrica, según nuestras estimaciones), aunque el efecto será parcialmente contrarrestado por el efecto del tipo de cambio.

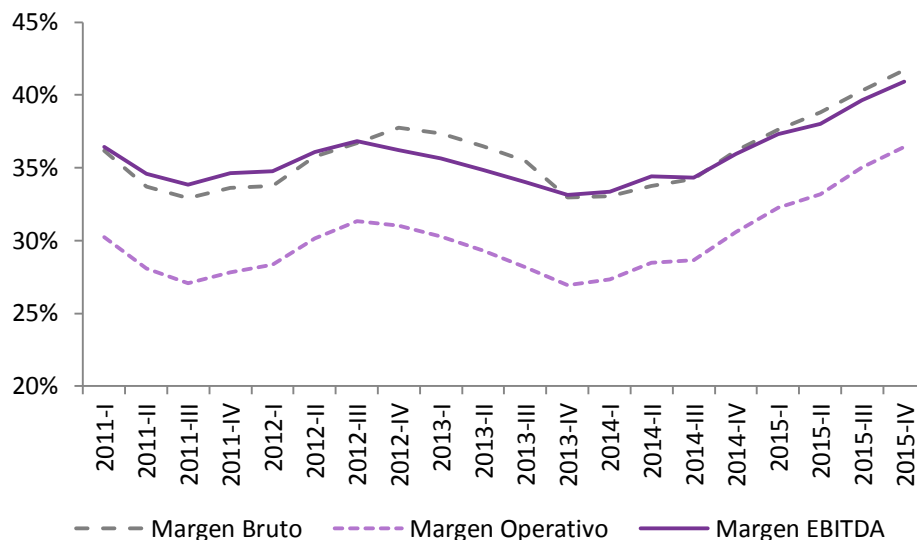
Tabla 1. Resultados 2015-IV y pronósticos 2016

2015-IV	Ventas	Δ% a/a	CAPEX	Δ% a/a	Ventas 2016-I est.	Δ% a/a	Ventas 2016 acum. est.	Δ% a/a
Cemento	2,169.85	10.11%	260.86	197.08%	2,212.35	5.07%	8,904.15	2.30%
Concreto	603.33	10.52%	115.53	66.02%	606.94	6.36%	2,508.90	8.07%
Corporativo	0.13	0.00%	6.35	nd	0.13	0.00%	0.52	0.00%
Consolidado	2,773.31	10.20%	382.74	143.17%	2,819.42	5.34%	11,413.56	3.51%

Fuente: Signum Research con información de la compañía
Pronósticos Signum Research

En términos anuales, los ingresos finalizaron en P\$11,026.30 millones, +20.03% por encima de los percibidos durante 2014. El EBITDA anual se colocó en P\$4,511.94 millones, +36.63% a/a, con un margen EBITDA de 40.92%. En cifras 12 meses, los márgenes de Moctezuma han presentado una tendencia creciente desde principios del 2014 y esperamos que dicha tendencia continúe mientras los precios bajos del petróleo beneficien los costos de la emisora y la compañía invierta en tecnología para hacer más eficientes sus procesos de producción.

Gráfica 1. Márgenes 12 Meses



Nuevamente observamos incrementos superiores al 20% en las principales métricas de valor. Los márgenes presentaron variaciones de triple dígito en puntos base. Nuestra estimación de dichas métricas hacia 2016-I es positiva y creciente, con margen EBITDA en 42.52%.

En términos anuales, esperamos que la emisora cierre el año con un EBITDA de P\$4,980.57 millones, +10.39% a/a y un margen EBITDA de 43.64%, +272 pp.b. a/a.

Tabla 2. Principales métricas de valor

2015-IV	Millones de P\$	Δ% a/a	Margen	Δ puntos base a/a	Est. 2016-I	Margen Est. 2016-I
Utilidad bruta	1,188.71	27.98%	42.86%	596	1,224.44	43.43%
Utilidad operativa	991.97	32.52%	35.77%	603	1,074.24	38.10%
Utilidad neta	717.24	24.77%	25.86%	302	768.00	27.24%
EBITDA	1,111.68	27.56%	40.09%	546	1,198.76	42.52%

Fuente: Signum Research con información de la compañía

Pronóstico: Signum Research

Durante 2015-IV, se realizó la segunda más importante inversión en capital, que de hecho representó el 49.03% de la inversión del 2015, y que como se muestra en la tabla 1, significó un crecimiento de +143.17% a/a. Durante el año se efectuó un CAPEX total por P\$780.61 millones, del cual, el 76.68% fue destinado al segmento cemento y el 20.72% al negocio de concreto. La inversión se destinó en gran parte al proyecto de expansión de producción en la planta de Apazapan, Veracruz.

Como hemos mencionado en reportes anteriores, Moctezuma genera el flujo de efectivo necesario para satisfacer sus necesidades de inversión de capital, por lo que, nuestro estimado del flujo de efectivo después de CAPEX sigue siendo positivo, aunque según nuestros pronósticos, se convertirá en negativo después de dividendos durante 2016 y parte de 2017.

Consideramos que 2016 será un año de importantes retos para la compañía, sobre todo por la desaceleración que se ha presentado en el sector construcción y los recortes ya anunciados en el gasto gubernamental y en los subsidios de vivienda. De hecho, con los últimos datos revelados por el INEGI en su índice de inversión fija bruta, nuestro indicador cíclico sugiere una etapa recesiva del sector, consecuencia de menor inversión en maquinaria y equipo importado, así como una etapa contractiva de la construcción no residencial, que sigue sin presentar señales de posible recuperación.

En el lado de la construcción residencial, como ya mencionamos, se decretó un presupuesto menor para los subsidios de vivienda por parte de la CONAVI. No obstante, es bien sabido que, aunque menores, la liberación de los recursos impulsa temporalmente al sector vivienda durante la primera mitad del año, lo que, según hemos observado, se encuentra también relacionado con el incremento en precios del cemento durante el primer semestre del año.

Consideramos que la sobreestimación en ingresos y EBITDA mencionada anteriormente correspondió a mayores volúmenes estimados. Debido a lo anterior y a nuestras expectativas hacia 2016, hemos realizado ajustes en volúmenes de venta. No obstante, debido a la fuerte desaceleración de los precios de la mezcla petrolera, que ha traspasado su soporte de los US\$30 por barril, y del tipo de cambio, que ha superado los P\$18/US\$, realizamos ajustes en márgenes. Nuestro precio objetivo permaneció en P\$65.00.

Conclusión

Calificamos el reporte como bueno. Mantenemos nuestra recomendación de COMPRA con precio objetivo al cierre del 2016 en P\$65.00 por acción. Resaltamos que la compañía sigue siendo una de las empresas más rentables de la bolsa, además de que ofrece rendimientos adicionales por dividendos. Adjuntamos en anexos nuestros principales estimados y valuación.

Tabla 3. Tasas de rentabilidad, cifras 12M

	2015-IV	Tasa	Δ puntos base t/t
ROE		30.53%	64
ROA*		24.69%	54
ROIC **		51.61%	867

Fuente: Signum Research

*ROA= Utilidad neta/Activos totales

** ROIC = EBITDA/Capital Invertido

Analista

Armelia Reyes

Anexo 1. Pronóstico de principales variables

CORPORACIÓN MOCTEZUMA, S.A.B. DE C.V.

(Cifras en Millones de Pesos)

Precio Objetivo 2016-IV	P\$ 65.00
Precio Cierre 01/03/2016	P\$ 51.99
Acc. en circulación (mill.)	880.31
Capitalización de Mdo.	45,767.41

MÚLTIPLOS	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
VE / UAFIDA	13.33x	9.49x	8.63x	6.86x	6.13x	5.62x	5.10x	4.77x
P/U	22.58x	16.01x	14.41x	11.76x	11.25x	10.79x	10.25x	10.19x
P/VL	5.42x	4.80x	4.20x	3.55x	3.06x	2.68x	2.37x	2.13x
Rend. Dividendo	3.85%	3.85%	3.98%	4.18%	4.39%	4.61%	4.84%	5.08%
INDICADORES OPERATIVOS	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ventas	9,186.38	11,026.31	11,413.56	13,629.54	14,671.75	15,291.99	15,779.60	16,224.30
EBITDA	3,302.42	4,511.95	4,980.57	6,157.17	6,591.15	6,797.56	7,060.50	7,097.85
Margen EBITDA	35.95%	40.92%	43.64%	45.18%	44.92%	44.45%	44.74%	43.75%
Utilidad Neta	2,026.97	2,859.32	3,175.48	3,891.31	4,068.72	4,240.31	4,465.97	4,492.81
UPA	P\$ 2.31	P\$ 3.25	P\$ 3.62	P\$ 4.43	P\$ 4.64	P\$ 4.83	P\$ 5.09	P\$ 5.12
Deuda Neta	(1,759.21)	(2,941.31)	(2,797.85)	(3,505.04)	(5,369.09)	(7,583.01)	(9,747.08)	(11,944.93)
Deuda Neta / EBITDA	(0.53x)	(0.65x)	(0.56x)	(0.57x)	(0.81x)	(1.12x)	(1.38x)	(1.68x)
Δ% Ventas	15.42%	20.03%	3.51%	19.42%	7.65%	4.23%	3.19%	2.82%
Δ% EBITDA	25.19%	36.63%	10.39%	23.62%	7.05%	3.13%	3.87%	0.53%
Δ% Ut. Neta	37.18%	41.06%	11.06%	22.54%	4.56%	4.22%	5.32%	0.60%
Δ% UPA	37.14%	40.89%	11.32%	22.55%	4.60%	4.25%	5.35%	0.64%
ROE	23.68%	30.53%	29.88%	31.34%	28.16%	25.58%	23.73%	21.33%
ROIC	38.50%	51.61%	49.84%	51.94%	52.67%	53.64%	55.27%	55.08%
ROA	18.89%	24.69%	24.47%	26.23%	24.01%	22.26%	21.09%	19.24%

Fuente: Signum Research

Anexo 2. Valuación

CORPORACIÓN MOCTEZUMA, S.A.B. DE C.V.

Modelo de Flujos Descontados

Millones de Pesos	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Perp.
UT. OPERACIÓN	5,499	5,707	5,886	6,127	6,145	6,360
Tasa de Impuestos	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	(1,650)	(1,712)	(1,766)	(1,838)	(1,844)	(1,908)
NOPLAT	3,849	3,995	4,120	4,289	4,302	4,452
Depreciación	659	885	912	933	953	988
Cambios Cap. Trabajo	(2,107)	(2,020)	(1,860)	(2,111)	(2,065)	(2,106)
CAPEX	(1,415)	(581)	(606)	(623)	(639)	(652)
FLEA	985	2,278	2,566	2,488	2,551	2,682
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						3.9%
VP del Periodo Explícito (2016 - 2020E)						8,368
Valor de la Perpetuidad						59,889
VP de la Perpetuidad						36,907
Valor de la Empresa Teórico						45,274
Deuda Neta						(11,945)
Valor de Mercado Teórico						57,219
<i>Acciones en Circ.</i>						880
Precio Teórico por Acción						P\$ 65.00
Precio de Mercado Actual						P\$ 51.99
Dividend yield estimado						3.98%
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						29.0%
Costo Promedio de la Deuda						14.0%
Tasa de Impuestos de LP						30.0%
Costo de Deuda Después de Impuestos						9.8%
Costo de Capital						8.4%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						6.0%
Beta						0.40
% Deuda Total						0%
% Capital						100%
WACC						8.40%

Fuente: Signum Research

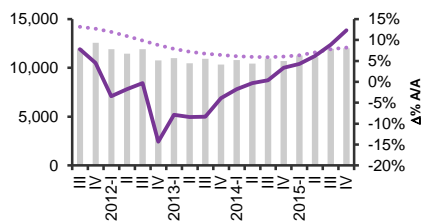
TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Balance General	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
0.0%	12.3%	0.6%	Activo Total	10,698	11,256	11,095	11,952	12,018
13.7%	67.6%	1.0%	Efectivo e Inversiones Temporales	1,773	2,136	2,019	2,943	2,972
-3.2%	4.2%	4.2%	Propiedad Planta y Equipo (neto)	6,242	6,174	6,177	6,246	6,506
1.1%	10.0%	10.3%	Pasivo Total	2,221	2,087	2,121	2,213	2,442
8.4%	26.1%	28.2%	Pasivo Circulante	1,022	895	935	1,004	1,288
-0.3%	13.0%	-1.7%	Capital Contable Consolidado	8,477	9,169	8,974	9,739	9,576
16.8%	116.5%	28.4%	Deuda Total	14	15	17	24	30

TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Estado de Resultados	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
7.2%	10%	n/a	Ventas Netas	2,517	2,676	2,741	2,836	2,773
3.4%	0%	n/a	- Costo de Ventas	1,588	1,589	1,609	1,642	1,585
13.8%	28%	n/a	= Resultado Bruto	929	1,087	1,132	1,194	1,189
			Margen Bruto	36.9%	40.6%	41.3%	42.1%	42.9%
15.3%	33%	n/a	= Resultado Operativo	749	981	988	1,055	992
			Margen Operativo	29.7%	36.7%	36.0%	37.2%	35.8%
14.8%	32%	n/a	= Resultado antes de Imp.	760	993	1,001	1,079	1,004
			Margen Antes de Impuestos	30.2%	37.1%	36.5%	38.1%	36.2%
20.5%	25%	n/a	= Resultado Neto	575	691	686	765	717
			Margen neto	22.8%	25.8%	25.0%	27.0%	25.9%
13.1%	28%	n/a	EBITDA	872	1,106	1,113	1,182	1,112
			Margen EBITDA	34.63%	41.33%	40.59%	41.67%	40.09%

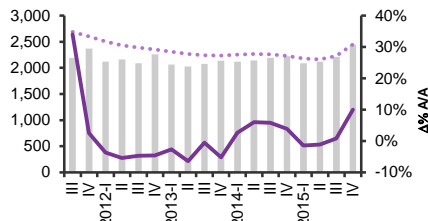
TACC 5A	Δ% A/A	Δ% T/T	Resultados 12 meses	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
8.8%	20.0%	2.4%	Ventas Netas	9,186	9,749	10,254	10,770	11,026
12.6%	42.9%	6.5%	= Resultado Operativo	2,810	3,144	3,401	3,772	4,016
			Margen Operativo	30.6%	32.3%	33.2%	35.0%	36.4%
12.7%	41.1%	5.2%	= Resultado Neto	2,027	2,254	2,430	2,717	2,859
			Margen neto	22.1%	23.1%	23.7%	25.2%	25.9%
11.3%	36.6%	5.6%	EBITDA	3,304	3,639	3,897	4,272	4,512
			Margen EBITDA	35.97%	37.33%	38.01%	39.66%	40.92%

Balance General

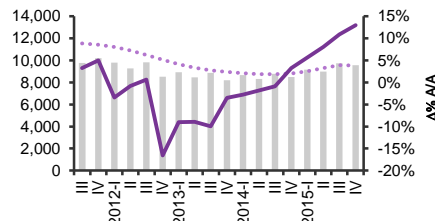
Activo Total



Pasivo Total

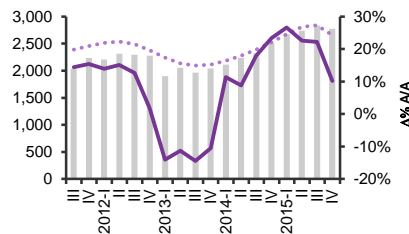


Capital Contable

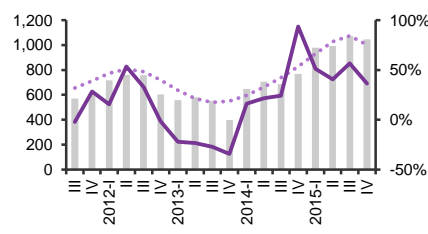


Estado de Resultados Trimestral

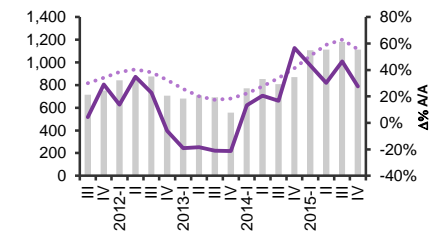
Ventas



Resultado Operativo

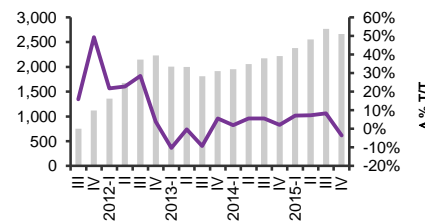


EBITDA

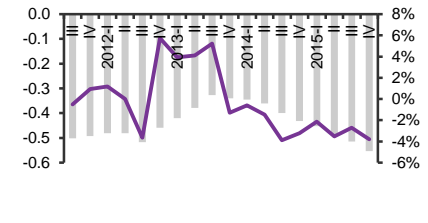


Otros datos relevantes 12M

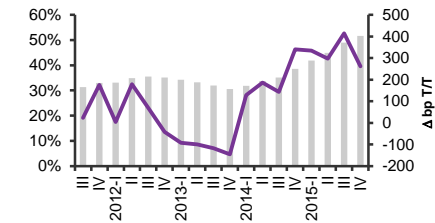
Free Cash Flow to the Firm



Deuda Neta/EBITDA



ROIC = EBITDA/Capital Invertido



Héctor Romero

Director de Análisis

hector.romero@signumresearch.com

Martín Lara

Analista Bursátil Sr. / *Medios y Telecomunicaciones*

martin.lara@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 Sr. / *Grupos Financieros, Seguros y Renta Fija*

ana.telleria@signumresearch.com

Armelia Reyes

Analista Bursátil Sr. / *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

Roberto Navarro

Analista Bursátil Jr. / *FIBRAS*

roberto.navarro@signumresearch.com

Jorge Noyola

jorge.noyola@signumresearch.com

Lucía Tamez

lucia.tamez@signumresearch.com

Julieta Martínez

Diseño Editorial

julieta.montano@signumresearch.com

Sistemas de Información

Iván Vidal

Elaborado para

punto
casa de bolsa

Producido por

SIGNUM[®]
RESEARCH

signumresearch.com

Tel.6237.0861/62/63

info@signumresearch.com

@Signum_Research

Signum Research

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.