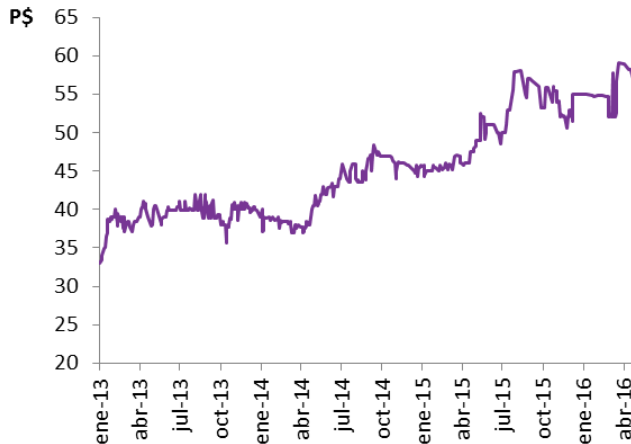


Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

CMOCTEZ*



COMPRA			
Precio Objetivo al 2016-IV:		P\$ 65.60	
Precio Cierre (28/04/2016):		P\$ 57.00	
Dividend Est. (en P\$)		P\$ 3.00	
Potencial total (con dividendos)		20.4%	
Valor de Capitalización (millones P\$):		50,178	
Imp. Prom. diario (6M, millones)		10.2	
Float (%)	22.7%	P/U 2016E	13.2x
Max Trim	P\$ 59.04	VE/EBITDA 16E	7.8x
Min Trim	P\$ 51.98	ROIC	nd
Chg % Trim	4.2%	ROE	31.6%

Análisis

Percibimos un buen reporte. Con excepción de ingresos, Cementos Moctezuma registró resultados por encima de nuestros estimados. Las ventas consolidadas avanzaron +6.4% a/a, a P\$2,847.9 millones, mientras que el margen EBITDA se ubicó en 47.6% (+630 puntos base a/a), el mejor nivel no observado desde 2006.

El principal impulso provino del segmento cemento (+9.3% a/a), que a pesar de mostrar un avance significativo, se ubicó por debajo de nuestro estimado, lo que atribuimos a una caída en volumen (estimamos que la cadena cemento registró una caída en volumen del -3% a/a, mientras que en concreto fue del -12.6% a/a), pues en nuestro modelo asumimos que la compañía sigue el crecimiento en precios observado por la industria. Por su parte, el segmento concreto retrocedió -4.4% a/a.

Tabla 1. Resultados por segmento 2016-I, pronósticos 2016-II y 2016, millones P\$

2016-I	Ventas	Δ% a/a	CAPEX	Δ% a/a	Ventas 2016-II est.	Δ% a/a	Ventas 2016 acum. est.	Δ% a/a
Cemento	2,302.0	9.3%	269.1	463.4%	2,404.6	9.2%	9,432.1	8.4%
Concreto	545.8	-4.4%	6.4	-44.3%	549.5	2.1%	2,396.7	3.2%
Corporativo	0.1	0.0%	0.6	-75.2%	0.1	0%	0.5	0.0%
Consolidado	2,847.9	6.4%	276.1	347.3%	2,954.2	7.8%	11,829.2	7.3%

Fuente: Signum Research con información de la emisora

*Estimaciones Signum Research

Los buenos resultados provinieron de la expansión en márgenes, que experimentaron un crecimiento muy superior a nuestro estimado. La continua caída en los precios de los energéticos (energía eléctrica, combustibles, coke), así como el crecimiento en precios del cemento, han contribuido a una mayor eficiencia operativa, esto a pesar de que se ha registrado incremento en algunos costos fijos, así como en gastos de venta por motivo de publicidad, donativos y nómina.

Tabla 2. Principales indicadores de rentabilidad 2016-I, con estimados 2016-II, millones de P\$

2016-I	Millones de P\$	Δ% a/a	Margen	Δ puntos base a/a	Est. 2016-II*	Margen Est. 2016-II*
Utilidad bruta	1,353.0	24.4%	47.5%	688	1,344	45.5%
Utilidad operativa	1,227.2	25.0%	43.1%	642	1,182	40.0%
Utilidad neta control.	894.9	29.4%	31.4%	558	840	28.4%
EBITDA	1,356.3	22.6%	47.6%	630	1,313	44.4%

Fuente: Signum Research con información de la emisora

*Estimaciones Signum Research

A pesar de los mayores impuestos (+15.3% a/a), la utilidad neta presentó un avance de +29.4% a/a, a P\$894.9 millones, beneficiada por los mayores intereses ganados y la utilidad cambiaria.

Tomemos en cuenta que la compañía cuenta con una alta generación de flujo de efectivo (el efectivo en caja creció +13.7% t/t, esto a pesar de las fuertes inversiones de capital realizadas para la expansión en la planta de Veracruz, que probablemente fueron ejercidas con el flujo generado en el trimestre), lo que le ha permitido mantener una razón deuda neta/EBITDA negativa. Pero se debe tener precaución, pues la alta liquidez y bajo endeudamiento pueden ser perjudiciales en el largo plazo, ya que el efectivo estancado no genera mayor valor que los intereses ganados y la casi nula deuda implica una mayor tasa de descuento WACC¹, así como mayor base gravable por no percibir el beneficio fiscal de la deducción de intereses.

Debido a lo anterior, no descartamos que la empresa se encuentre en búsqueda de una posible adquisición o expansión de capacidad en el corto plazo, aunque la administración no nos ha comentado algo al respecto.

Como hemos mencionado en reportes previos, esperamos que el 2016 sea un año complicado consecuencia de la debilidad en la industria de la construcción, donde distintos indicadores nos han mostrado que nos encontramos en la parte baja del ciclo de la industria. Por ello, hemos realizado ajustes en nuestros estimados de volumen, manteniéndonos conservadores hasta no observar señales de recuperación. Como consecuencia, esperamos un crecimiento moderado del +7.3% en ventas consolidadas para 2016.

Ahora bien, en términos de márgenes, hemos ajustado al alza ligeramente nuestra curva de rendimientos, consecuencia de las mejores expectativas. Desconocemos si los márgenes observados en este trimestre serán sostenibles, por lo que para 2016-II, aunque hemos incrementado nuestros estimados, aún nos mostramos con pronósticos inferiores a los observados este trimestre.

1 WACC= Weighted Average Cost of Capital, costo promedio ponderado de capital

Conclusión

Calificamos el reporte como bueno y estimamos que CMOCTEZ se mantendrá como una de las emisoras más rentables de la BMV, dadas las eficiencias operativas y el incremento en márgenes. Mantenemos nuestra recomendación de COMPRA con un crecimiento en el precio objetivo al cierre del 2016-IV de 60 centavos, a P\$65.6.

Analista

Martín Hernández

Héctor Romero

Director de Análisis / Medios y Telecomunicaciones
hector.romero@signumresearch.com

Cristina Morales

Analista Bursátil Sr. / Consumo, Comercio Especializado,
Alimentos, Bebidas y Autoservicios
cristina.morales@signumresearch.com

Armando Rodríguez

Analista Bursátil Sr. / FIBRAS, Energía, Vivienda
Y Minería
armando.rodriguez@signumresearch.com

Ana María Tellería

Analista Bursátil Sr. / Grupos Financieros,
Seguros, Aeropuertos y Renta Fija
ana.telleria@signumresearch.com

Jorge Noyola

jorge.noyola@signumresearch.com

Martín Hernández

martin.hernandez@signumresearch.com

Julieta Martínez

Diseño Editorial
julieta.montano@signumresearch.com

Sistemas de Información

Iván Vidal

Elaborado para



Producido por



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.