

Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.

CMOCTEZ*



COMPRA			
Precio Objetivo al 2017-IV:		P\$64	
Precio Cierre (27/02/2017):		P\$ 60.00	
Dividend Est. 2017 (en P\$)		P\$ 3.00	
Potencial total (con dividendos)		11.7%	
Valor de Capitalización (millones P\$):		52,819	
Imp. Prom. diario (6M, millones)		4.25	
Float (%)	32.8%	P/U 2017E	13.9x
Max Trim	P\$ 60.02	VE/EBITDA 17E	8.3x
Min Trim	P\$ 56.50	ROIC	63.9%
Chg % Trim	2.8%	ROE	38.4%

Análisis

Observamos un excelente reporte. CMOCTEZ superó nuestros estimados trimestrales en todos los rubros operativos consolidados, los cuales crecieron a doble dígito en términos anuales.

Las ventas del 2016-IV se ubicaron en P\$3,390 millones (+22.2% a/a). El crecimiento de doble dígito en ingresos se atribuyó al aumento significativo en el segmento de cemento (+28.6% a/a), a pesar de que la división de concreto disminuyó.

2016 fue un año récord para la empresa, y superó los excelentes resultados del 2015.

Como consecuencia de la terminación de la segunda línea de producción de cemento en Apazapan, se observó un importante decremento en las inversiones de capital del trimestre; esperamos ver este mismo efecto en lo que resta del año, por las altas bases de comparación del 2016.

Tabla 1. Resultados por segmento de negocio

2016-IV	Ventas	Δ% a/a	CAPEX	Δ% a/a	Ventas 2017 acum. est.	Δ% a/a
Cemento	2,791.2	28.6%	201.1	-22.9%	11,574.3	12.76%
Concreto	598.5	-0.8%	68.0	-41.1%	2,484.5	7.0%
Corporativo	0.1	6.2%	3.6	-43.7%	0.5	0.0%
Consolidado	3,389.9	22.2%	272.7	-28.8%	14,059.4	11.7%

Fuente: Signum Research con información de la emisora

La utilidad operativa alcanzó los P\$1,348 millones (+35.8% a/a) y el EBITDA creció +45.4% a/a, a P\$1,617 millones. Tomemos en cuenta que para el cálculo de dicho EBITDA no se consideró una reserva por deterioro de activos por P\$140 millones, los cuales tampoco se consideran como salida de efectivo. De igual forma, la

utilidad neta presentó una variación significativa de +42% a/a, a P\$1,1019 millones. Derivado de lo anterior, los márgenes se expandieron a tres dígitos en puntos base.

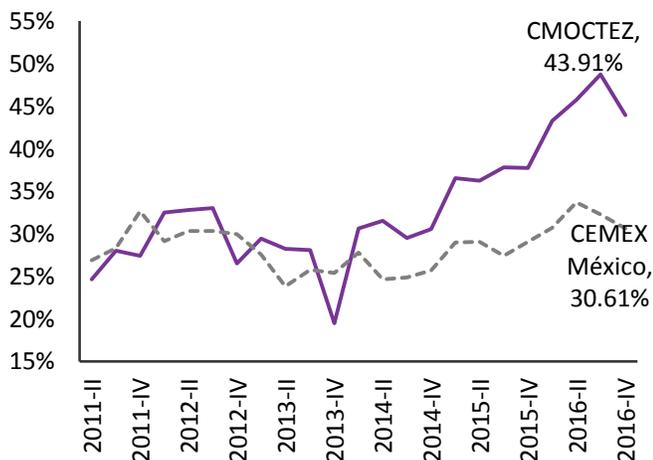
Tabla 2. Resultados operativos

2016-IV	Millones de P\$	Δ% a/a	Margen	Δ puntos base a/a	Est. 2017	Margen Est. 2017
Utilidad Bruta	1,682.6	41.6%	49.6%	678	6,387	45.4%
Utilidad Operativa	1,347.6	35.8%	39.8%	399	5,584	39.7%
Utilidad Neta controladora	1,019.2	42.0%	30.1%	418	4,053	28.8%
EBITDA	1,616.8	45.4%	47.7%	761	6,262	44.5%

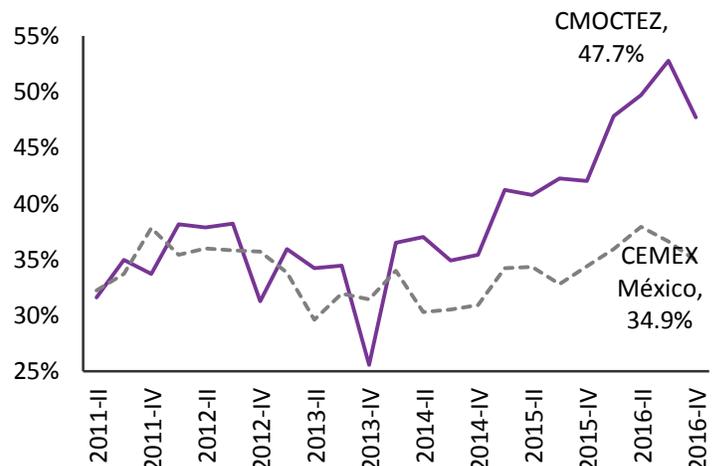
Fuente: Signum Research con información de la emisora

Mejores márgenes respecto su comparable. Este trimestre nuevamente observamos mejores márgenes operativo y EBITDA de CMOCTEZ con respecto CEMEX México, recalcando las mayores eficiencias que Moctezuma presenta con respecto su principal competencia. Observamos que a pesar de que ambos márgenes muestran expansión respecto el trimestre comparable, sufrieron un deterioro con respecto los que observamos en la primera mitad del año. La principal razón que atribuimos a este hecho es el incremento en costos energéticos y de fletes. Los márgenes excluyen otros gastos y otros ingresos por cuestiones de comparabilidad.

Gráfica 1. Margen operativo trimestral



Gráfica 2. Margen EBITDA trimestral



Fuente: Signum Research con información de las emisoras

En el lado del balance, el efectivo en caja incrementó +10.3% a/a. Reiteramos que la compañía es una cash cow, y eso le ha permitido mantener una deuda neta/EBITDA negativa (de -0.5x al cierre del 2016-IV) e incrementos en caja, a pesar de las inversiones realizadas para la expansión de capacidad y el fuerte pago de dividendos que se hizo este trimestre (P\$2.5 por acción). **Nuestro dividendo estimado para 2017 es de P\$3 por acción, para ser pagados en dos exhibiciones, la primera de P\$1.5 en el 2017-II y la segunda del mismo monto en 2017-IV.**

También resaltamos el importante incremento en rentabilidad, medido a través de indicadores como el ROIC, ROE y ROA, que presentaron considerables crecimientos con respecto 2016-III.

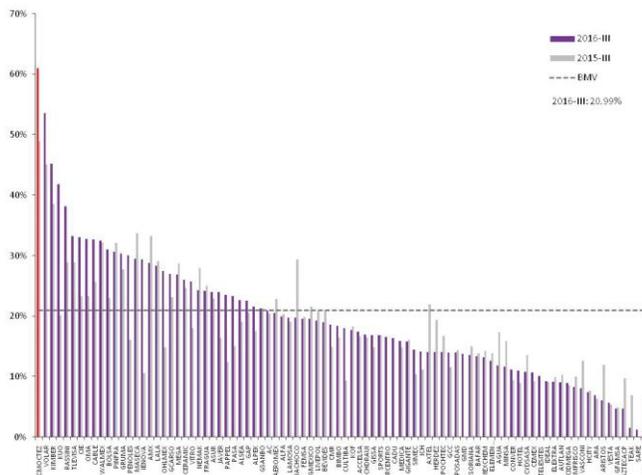
Tabla 3. Indicadores de rentabilidad

	2016-IV	Tasa	Δ puntos base t/t
ROE		38.44%	240
ROA		31.34%	185
ROIC		63.92%	286

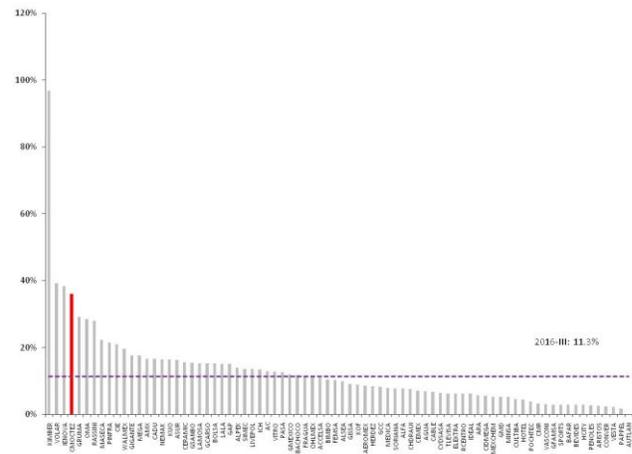
Fuente: Signum Research, ROA y ROE se calculan con cifras consolidadas y usando promedios 12M en balance. ROIC se calcula como EBITDA/capital invertido.

De acuerdo a nuestro análisis de rentabilidad agregado de la BMV, en el que utilizamos una muestra de 90 empresas, CMOCTEZ se perfila como la compañía más rentable en términos de ROIC, y la cuarta en términos de ROE al 2016-III. Con los resultados observados en 2016-IV, es altamente probable que la compañía mantenga su posición en el análisis.

Gráfica 3. Rentabilidad en la BMV, ROIC 2016-III



Gráfica 4. Rentabilidad en la BMV, ROE 2016-III



Fuente: Signum Research

Perspectivas 2017. Destacamos que en noviembre de 2016 se dio inicio a las operaciones de la segunda línea de producción de la planta de Apazapan, la cual cuenta con una capacidad de 1.375 millones de toneladas de cemento al año. Derivado de dicho evento, hacia 2017 esperamos que la empresa mantenga crecimientos en ingresos de doble dígito. Sin embargo, los márgenes pueden no tener el mismo comportamiento, ya que pueden afectarse por mayores precios de materias primas, depreciación del tipo de cambio e incremento en costos de fletes por aumento en precios de gasolina.

Revisamos nuestro precio objetivo. El incremento en tasas de interés tiene un impacto significativo en la valuación de la empresa, pues al ser casi 100% capital, es altamente sensible al costo accionario, el cual incrementa conforme suben las tasas libre de riesgo. Nuestra valuación incluye una mayor tasa libre de riesgo de, 7.7%, que deriva en un costo promedio ponderado de capital del 10.1%.

Además, dado que CMOCTEZ participa en una industria pro cíclica, y debido al menor crecimiento esperado del PIB en próximos años, hemos ajustado nuestras expectativas de crecimiento, tanto en precios como en

volumen, incluyendo también la expansión en capacidad que se observaría desde el 2017-I. Adicionalmente, reflejamos los menores márgenes esperados por las razones antes mencionadas.

Obtuvimos un precio objetivo de P\$64 por acción, que incluyendo los P\$3 por dividendos esperados en 2017, derivarían en un rendimiento potencial del 11.6%, por lo que recomendamos COMPRA. Dicho precio objetivo se puede considerar conservador, pues implicaría un múltiplos forward VE/EBITDA de 8.3x, cuando el promedio histórico del múltiplo forward se había ubicado en 9.3x. En anexos adjuntamos la valuación.

Conclusión

Calificamos el reporte como excelente. La compañía reportó por encima de nuestros estimados y aún tenemos perspectivas positivas para la empresa. Además, dado que la empresa finalizó un periodo de inversión de capital, podremos esperar mayor generación de flujo de efectivo, impulsado también por el incremento en capacidad de producción.

Analista

Lucía Tamez

Corporación Moctezuma y Subsidiarias, S.A.B. DE C.V.

Modelo de Flujos Descontados

Millones de Pesos	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Perp.
UT. OPERACIÓN	5,642	5,960	6,400	6,882	7,050	7,466
Tasa de Impuestos	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	(1,585)	(1,675)	(1,798)	(1,934)	(1,981)	(2,098)
NOPLAT	4,057	4,285	4,601	4,948	5,069	5,368
Depreciación	901	946	978	1,026	1,047	1,108
Cambios Cap. Trabajo	(2,572)	(2,735)	(2,622)	(3,005)	(2,418)	(2,561)
CAPEX	(469)	(499)	(519)	(550)	(564)	(597)
Flujo Libre de Efectivo	1,916	1,997	2,438	2,420	3,134	3,319
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						5.9%
VP del Periodo Explícito (2018 - 2022E)						9,079
Valor de la Perpetuidad						78,989
VP de la Perpetuidad						44,349
Valor de la Empresa Teórico						53,428
Deuda Neta						(3,248)
Interés minoritario						43
Valor de Mercado Teórico						56,632
<i>Acciones en Circ.</i>						885
Precio Objetivo 2017-IV						P\$ 64.00
Precio de Mercado Actual						P\$ 60.00
Dividend yield estimado 2017						5.00%
Rendimiento Potencial c/ Dividendos 2017						11.67%
VE/EBITDA Objetivo						8.30x
P/U Objetivo						13.88x
Costo Promedio de la Deuda						9.3%
Tasa de Impuestos de LP						28.1%
Costo de Deuda Después de Impuestos						6.7%
Costo de Capital						10.1%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						7.7%
Beta						0.40
% Deuda Total						0%
% Capital						100%
WACC						10.10%

Fuente: Signum Research

Héctor Romero

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

Ismael Capistrán

Chief Economist
ismael.capistran@signumresearch.com

Armando Rodríguez

Gerente de Análisis / FIBRAS, Energía, Vivienda
Y Minería
armando.rodriguez@signumresearch.com

Cristina Morales

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

Ana Tellería

Analista Cuantitativa Sr. / Renta Fija
ana.telleria@signumresearch.com

Lucía Tamez

Analista Bursátil Jr. / Aeropuertos y Aerolíneas
lucia.tamez@signumresearch.com

Manuel González

Analista Bursátil Jr. / Renta Fija e Infraestructura
manuel.gonzalez@signumresearch.com

Ricardo Pérez

ricardo.perez@signumresearch.com

Karla Mendoza

Diseño Editorial

Iván Vidal

Sistemas de Información

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.