Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Casa de Bolsa Interacciones

CORPORACIÓN MOCTEZUMA S.A.B. de C.V.

MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN

CMOCTEZ* MM

Inicio **de** Cobertura

Junio 28 ,2016

Últ. **P$57.99** | Val. Mcdo. **P$51,048 mn** | Acc. Circ. 199.9mn | Free Float. 22.7% | Beta (3 yr. Vs MEXBOL): **0.4** | Prom. Diario Oper. (6m): **P$6.8mn**

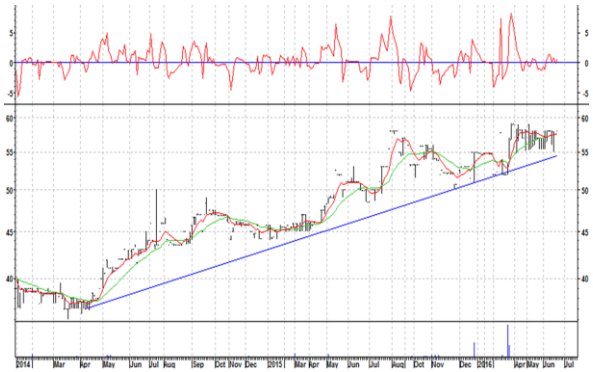
Fuente: Interacciones y la compañía

P.O. P$63.50

COMPRA

CMOCTEZ, una de las empresas más rentables de la BMV

- **Estamos iniciando cobertura** de Corporación Moctezuma, S.A.B de C.V. (CMOCTEZ*) con un Precio Objetivo de P$63.50 al cierre del 2T17, con un dividendo estimado por acción de P$2.53; el rendimiento potencial total es de 14.8% por lo que asignamos una recomendación de COMPRA.
- **Excelentes perspectivas de crecimiento** – Esperamos que la empresa genere un alto crecimiento en el corto y mediano plazo, esto debido al incremento en su capacidad productiva para el año siguiente, así como a las eficiencias generadas gracias al enfoque en alta rentabilidad, los bajos costos energéticos y su alta generación de flujo de efectivo.
- **Alta rentabilidad** – De acuerdo a nuestro análisis de rentabilidad basado en ROIC y ROE dentro de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Corporación Moctezuma se ha mantenido como una de las empresas más rentable (en términos de ROIC), en nuestra muestra de 90 empresas durante cinco trimestres consecutivos a partir del 1T15. Esto se debe a que cuenta con una alta rotación de capital (1.27x al 1T16) y un alto margen EBITDA. En términos de ROE se ubica en el segundo lugar.
- **Generación de flujos de efectivo libre** – Esto le ha permitido a la empresa tener una sólida estructura financiera con una razón de deuda neta a EBITDA de -0.7x. Adicionalmente, el crecimiento se financia con la propia generación de efectivo. De hecho, estimamos que para la expansión de la planta de Veracruz, bastará con los flujos propios generados durante el periodo que dure la inversión.
- **Pago de dividendos** – La compañía ha mantenido una política constante de pago de dividendos. Estimamos un rendimiento por dividendos del 4.45% durante los próximos 12 meses.
- **Valuación de múltiplos por debajo de la industria** – Las acciones de CMOCTEZ cotizarían a un P/U estimado de 16.5x, el cual se encuentra -3% por debajo de los múltiplos de la industria.
- **Riesgos principales**: **i)** Dependencia de un solo sector y una sola economía; **ii)** baja bursatilidad; **iii)** alta sensibilidad a los costos energéticos y **iv)** exposición al tipo de cambio



Múltiplos	2014	2015	U12M	2016E	2017E
P/U	19.9x	17.0x	17.1x	16.5x	16.1x
P/VL	4.8x	5.1x	5.0x	5.3x	4.9x
VC/EBITDA	11.7x	10.1x	10.3x	10.2x	9.7x

Estimados (MXN mill.)	2014	2015	U12M	2016E	2017E
Ventas	9,186	11,026	11,198	11,760	13,796
EBITDA	3,302	4,512	4,762	5,050	5,785
EBITDA Margen (%)	35.9%	40.9%	42.5%	42.9%	41.9%
Utilidad Neta	2,030	2,860	3,063	3,264	3,630
Margen Neto (%)	22.1%	25.9%	27.4%	27.8%	26.3%
Deuda Neta	- 1,759	- 2,941	- 3,349	- 2,287	- 2,562
Deuda Neta/EBITDA	-0.5x	-0.7x	-0.7x	-0.5x	-0.4x

Fuente: Análisis Interacciones y la emisora

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Tabla de Contenidos

I. **Resumen Ejecutivo** 3
i. Una breve visión de CMOCTEZ 3
ii. Nuestra tesis de inversión: Empresa rentable 3
iii. Valuación 3
iv. Riesgos 4
II. **Características de la industria** 4
III. **Corporación Moctezuma** 6
i. Acerca de Corporación Moctezuma 6
ii. Estructura accionaria y Administración 7
iii. Dividendos 7
iv. Gobierno Corporativo 8
v. Historia 9
vi. Líneas de Negocio 10
IV. **Tesis de Inversión** 12
i. Excelente historial de creación de valor para los accionistas 12
ii. Excelentes perspectivas de crecimiento. Pronósticos 13
iii. Alta generación de flujos de efectivo 17
iv. Alta rentabilidad 17
v. Sólida estructura financiera 20
V. **Valuación** 20
i. Precio Objetivo y Recomendación 20
ii. Comparativo Internacional y Múltiplos 20
iii. Valuación por Flujos Descontados 21
VI. **Riesgos** 23
i. Dependencia de un solo sector y una sola economía 23
ii. Baja Bursatilidad 23
iii. Alta sensibilidad a los costos energéticos 24
iv. Exposición al tipo de cambio 24
VII. **Resultados y Proyecciones** 24

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

I. Resumen Ejecutivo

i. Una breve visión de CMOCTEZ

Corporación Moctezuma es una empresa con 72 años de experiencia en la industria de la construcción, la cual se dedica a la producción, venta y distribución de cemento portland y concreto premezclado, así como a la extracción y comercialización de agregados. En la actualidad dispone de tres plantas cementeras situadas en las localidades de Tepetzingo Morelos, Cerritos San Luis Potosí y Apazapan Veracruz, y cuenta con una capacidad instalada de cemento de 6.4 millones de toneladas anuales.

Moctezuma ha mantenido una tasa de crecimiento anual doble dígito en operatividad trimestral desde 4T14. En 2015 alcanzó ventas récord (P$11,026.3 millones, +20% a/a) e importantes crecimientos en utilidad de operación (+42.9% a/a), EBITDA (+36.6% a/a) y utilidad neta consolidada (+41.1% a/a). En el 1T16 registró los mejores márgenes históricos, por lo que en cifras 12M, alcanzó un margen EBITDA del 42.53% (vs 40.9% al cierre del 4T15) y un margen Neto del 27.4%.

ii. Nuestra tesis de inversión: Empresa rentable

Moctezuma ha mantenido una tasa de crecimiento anual doble dígito en operatividad trimestral desde 4T14, en donde el margen EBITDA durante el 2015 se ubicó en 40.92%, +497 puntos base respecto al 2014, e históricamente CMOCTEZ ha logrado mantener una tasa ROIC por encima del 30% (utilizando nuestra metodología de ROIC= EBITDA/Capital Invertido). La compañía alcanzó su mayor margen histórico en EBITDA 12M, el cual fue de 42.53% al 1T16.

Corporación Moctezuma se ha mantenido como la empresa más rentable (en términos de ROIC) en nuestra muestra de 90 empresas durante cinco trimestres consecutivos, a partir del 1T15. Esto se debe a que cuenta con una alta rotación de capital (1.27x al 1T16) y un alto margen EBITDA. En términos de ROE se ubica en el segundo lugar de las más rentables.

Nuestro pronóstico consolidado implica una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TCAC) para los próximos 5 años del 6.77% en ingresos, 10.71% en EBITDA y en utilidad neta controladora del 10.89%, que se encuentran por encima del crecimiento de la industria, la cual ha presentado una TCAC del 5% en ventas y del 9.1% en EBITDA.

iii. Valuación

Realizamos la valuación a través de flujos descontados y valuación de múltiplos adelantados. Para los flujos descontados, estimamos el cambio en el capital de trabajo, el cual tiene un comportamiento estacional, utilizamos una tasa impositiva de 30% y a partir de 2022 calculamos el valor explícito a través de una perpetuidad.

Las acciones de CMOCTEZ cotizarían P/U estimado de 16.5x, los cuales se encuentran -3% por debajo de los múltiplos de la industria. Con esto asignamos un Precio Objetivo para Corporación Moctezuma de P$63.50 al cierre del 2T17. Considerando un dividendo de P$2.53 por acción, el rendimiento potencial total es del 14.8%, por lo que asignamos una recomendación de COMPRA.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

iv. Riesgos

La acción de Corporación Moctezuma conlleva un riesgo de baja bursatilidad, debido a que el promedio diario de operación en los últimos seis meses fue de 170,094 acciones, por lo que el inversionista podría tener dificultades para liquidar o incrementar su posición. La industria cementera se caracteriza por ser intensiva en energía (Petcoke y electricidad), por lo que la apreciación del petróleo o depreciación del peso podrían abatir los márgenes de la compañía. Este sector depende en gran medida del desempeño económico del país, por lo que las etapas recesivas y de auge en el ciclo económico del sector, pudieran tener impacto en los volúmenes comercializados, los precios de venta y los márgenes de operación.

II. Características de la industria

Industria Cementera en México

México es autosuficiente en la producción de cemento y ha intentado fortalecer sus ingresos externos en la última década, al igual que su inversión en la adquisición de plantas cementeras en otros países. Sin embargo, por las características propias del producto (altos costos de transporte, volumen y precios del petróleo), las exportaciones mexicanas no representan una gran proporción de la producción. Por lo tanto, si una cementera desea incursionar en el mercado extranjero, se opta por la adquisición y/o establecimiento de plantas mexicanas en dicho territorio. La fabricación, distribución y comercialización del cemento y concreto dependen, en gran medida, de la ubicación del mercado, las canteras de materia prima y las plantas de fabricación, por lo que el costo de transportación incide fuertemente en el costo del producto.

La industria cementera se caracteriza por ser intensiva en energéticos (electricidad y combustibles). Se estima que dichos costos representan cerca del 30% de los costos de producción, por lo que la industria se beneficia de la caída en precios del petróleo, ya que 60% de estos costos están relacionados al Petcoke y 40% a energía eléctrica; de hecho, desde finales del 2014 se han observado mayores márgenes en las empresas cementeras.

En el mercado del cemento el fabricante que llega primero al cliente cuenta con una sólida ventaja competitiva y se vuelve de vital importancia diferenciarse del competidor, ya sea a través de precio o reconocimiento de la marca. Debido a ello, gran parte de las inversiones de las cementeras están enfocadas en lograr mayor cercanía con el cliente (además de que, como ya se mencionó, los costos de transporte inciden fuertemente en el margen), así como procurar la calidad del producto con los menores costos y mejor precio.

Dentro del país los planes de inversión del Gobierno Federal en infraestructura y construcción han acelerado la demanda y proceso de industrialización del cemento; sin embargo, esto no ha sido suficiente para impulsar el porcentaje de utilización de las plantas cementeras.

La industria cementera se caracteriza por ser un oligopolio que compite en cantidad, cuyo *first mover* es CEMEX, que representa el 33% de la capacidad instalada en México. Debido a esto, el precio del cemento en México es uno de los más altos del mundo. Tan sólo durante 2015 el índice de precios del cemento presentó un crecimiento de +9.67% a/a, con especial impulso en el 3T15. Consideramos que dicho crecimiento se atribuye a dos factores: : **i)** el fuerte crecimiento en la demanda impulsado por mayor disponibilidad de crédito, subsidios a la vivienda y autoconstrucción e infraestructura vs la inflexibilidad de la oferta de la industria; **ii)** la depreciación del peso frente al dólar que ha encarecido algunos insumos (aunque dicho factor tiene menor incidencia dado que el precio en dólares también ha retrocedido) y **iii)** un incremento en precios por parte de CEMEX debido a un cambio en su estrategia enfocado a *"value before volumen"* y. Particularmente, de acuerdo a nuestras estimaciones, los precios del cemento incrementan sustancialmente en el primer semestre del año y disminuyen durante la segunda mitad.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Podemos observar el poder de precios que tienen las cementeras a través de la historia. Por ejemplo, durante 2013, el valor de producción de las empresas constructoras se contrajo -3.6% a/a, la producción anual de cemento se contrajo -4.13% pero las ventas consolidadas de las empresas del sector cemento y materiales sólo disminuyeron -1.09% a/a[1].

La industria cementera en México y el mundo cuenta con pocos participantes. En el mercado nacional, los principales participantes son: Cemex, Holcim, Cementos Cruz Azul, Cementos Chihuahua, Cementos Moctezuma y Cementos Fortaleza (con su reciente adquisición Lafarge). De estos participantes, Cemex y Holcim tienen cobertura nacional e internacional; Cementos Cruz Azul y Cementos Moctezuma tienen presencia a nivel nacional, mientras que Cementos Chihuahua y Cementos Fortaleza, tienen presencia regional. (Ver mapa)

Al cierre del 2015, la capacidad anual de producción de cemento instalada conjunta era de 60.5 millones de toneladas de cemento y estimamos que se operó al 80% de capacidad. Nuestra producción estimada es de 48.4 millones (+12.4% a/a est.). Por el lado de la demanda, estimamos que se consumió cerca del 97% del cemento producido, (46.9 millones de toneladas) y que el consumo per cápita de cemento al cierre del 2015 en México fue de 383 kg. Debido a las expansiones anunciadas por Cemex, Cementos Cruz Azul, Cementos Fortaleza y Corporación Moctezuma, se espera que en dos o tres años se agregue una capacidad adicional de 7.6 millones de toneladas en México, de los cuales el 17.1% será añadido por Corporación Moctezuma.

La mayor competencia está en la zona metropolitana. Durante 4T12 surgió un nuevo participante en la industria cementera, Cementos Fortaleza. Los resultados de Corporación Moctezuma (CMOCTEZ) se vieron parcialmente afectados en 2013 debido a que el mercado objetivo del nuevo participante fue el mismo al de la compañía; sin embargo, la desaceleración se atribuye principalmente a la crisis en la vivienda de ese año.

Capacidad Instalada

Millones de t.m.	Número de plantas	Capacidad instalada
Cemex	15	29.3
Holcim	7	12.2
Cruz Azul	4	8.4
Moctezuma	3	6.4
Chihuahua	3	2.2
Fortaleza	3	2
Total	35	60.5

Expansiones

Planta	Empresa	Mill. t.m.
14 Puebla	Cemex	4
2 Puebla	Cruz Azul	1
3 Veracruz	Moctezuma	1.3
1 Hidalgo	Fortaleza	1.3
	Total	7.6

CEMEX			Holcim						GCC		
1 Ensenada	6 Hidalgo	11 Guadalajara	1 Ramos Arizpe	6 Acapulco	1 Hidalgo	1 Tepetzingo	1 Juárez	1 El Palmar
2 Hermosillo	7 Valles	12 Zapotitic	2 Hermosillo	7 Tecoman	2 Palmar	2 Cerritos	2 Samalayuca	2 Tula
3 Yaqui	8 Tamuin	13 Barrientos	3 Apaxco		3 Lagunas	3 Apazapan	3 Chihuahua	3 Vito
4 Torreón	9 Huichapan	14 Tepeaca	4 Orizaba		4 Tepezala			
5 Nuevo León	10 Atotonilco	15 Mérida	5 Macuspana					

Fuente: Interacciones con información de Canacem

[1] Cifra obtenida de sumar la operaciones de CEMEX, Corporación Moctezuma, Lamosa y Grupo Cementos de Chihuahua

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

III. Corporación Moctezuma

i. Acerca de Corporación Moctezuma

Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V. (CMOCTEZ) es una empresa con 72 años de experiencia en la industria de la construcción, la cual se dedica a la producción, venta y distribución de cemento portland y concreto premezclado, así como a la extracción y comercialización de agregados. Según información de la compañía, la base principal de sus clientes proviene de la autoconstrucción, el resto corresponde a constructoras institucionales y distribuidores.

En la actualidad dispone de tres plantas cementeras situadas en las localidades de Tepetzingo, Cerritos y Apazapan. Además, cuenta con 27 centros de distribución y 36 plantas concreteras. Su plan de crecimiento está basado en tener mayor penetración en la zona centro, occidente y en el sureste del país.

Tabla 1. Descripción Plantas Cementeras

Planta Cementera	Tepetzingo	Cerritos	Apazapan
Ubicación	Morelos	San Luis Potosí	Veracruz
Inicio de operaciones	1997	2004	2010
Capacidad anual (millones tonelad	2.5	2.6	1.3
Líneas de producción	2	2	1
Reservas Materias primas	100 años aprox.	100 años aprox.	100 años aprox.
Extensión Terreno (hectáreas)	300	900	600

Fuente: Corporación Moctezuma

En el 2011 la compañía inició la exportación de cemento a Brasil, en 2013 a Colombia y durante 2014 a Nicaragua. El año pasado inició las exportaciones a Belice y también a Panamá. CMOCTEZ mantiene un perfil nacional (99.4% de sus ingresos consolidados), no obstante, de presentarse las condiciones adecuadas, continuará con la exportación de su cemento.

Integración vertical
CMOCTEZ es una empresa integrada verticalmente, desde la extracción de la materia prima hasta la distribución, por tanto, la compañía tiene un importante control de los costos a lo largo de toda la cadena productiva. Además, tiene un programa de mantenimiento continuo que permite a sus plantas cementeras laborar las 24 horas del día.

Avanzada Tecnología
Mediante fuertes inversiones, Moctezuma ha equipado sus plantas, tanto cementeras, como concreteras, con avanzada y moderna tecnología, lo que le ha permitido abatir costos y ofrecer precios competitivos.

La Compañía cuenta con un equipo altamente automatizado y la administración considera que cuenta con las plantas más modernas de su tipo tanto en México como en el ámbito internacional, pues se encuentra a la vanguardia en avances tecnológicos, modernizando constantemente las instalaciones y procesos de manufactura e incorporando nuevas técnicas de producción

Muestra de lo antes comentado es que la compañía ha mantenido el respeto al medio ambiente, a través del manejo de un avanzado sistema de explotación de canteras, que incluye la construcción de pozos verticales para el transporte de caliza a las trituradoras primarias instaladas en el corazón de la montaña, evitando emisiones y ahorrando costos de transporte, al tiempo que se elimina cualquier impacto visual (en contraste con los procesos de explotación a cielo abierto).

Un segundo ejemplo de la tecnología de punta de la Compañía se encuentra en el área de producción, donde para la molienda de cemento y de crudo son utilizados los molinos de rodillo horizontal *"Horomill"*, que permiten ahorrar hasta el 35% de la energía eléctrica. *Es la única cementera en Latinoamérica con esta tecnología.*
Adicionalmente, está el analizador *"Gamma Metrics"*, que es un sensor de rayos gamma que permite el control de calidad al mejorar la homogeneidad entre lote y lote.
Según información de la compañía, la principal contaminación proviene de la incineración y explotación de canteras, donde se generan los principales contaminantes como polvo, gases calientes y CO2. Moctezuma aprovecha los gases contaminantes al 88% y los reutiliza para el precalentador. El polvo se reutiliza en el mortero (separándolo por ionización), que luego va al horno y posteriormente al enfriador.

ii. Estructura accionaria y Administración

La compañía es una inversión conjunta al 67.02% de Buzzi Unicem S.p.A. (Empresa italiana) y Cementos Molins, S.A. (Empresa española). Hasta el 22 de diciembre del 2015, este porcentaje pertenecía a las sociedades holandesas Fresit BV (51.78%) y Presa Internacional BV (Presa) (7.62%), quienes pertenecen conjuntamente a Buzzi Unicem SpA y a Cementos Molins, S.A., la cual además contaba con una posición propia de Cemolins Internacional por 7.62%.
Durante diciembre del 2015, Cemolins Internacional S.L.U. (sociedad filial de Cementos Molins) suscribió un aumento de capital en Presa Internacional, mediante la aportación del total de las acciones de las que era titular en CMOCTEZ (7.62% del total de las acciones en circulación). Con esta aportación, Presa se convirtió en titular del 15.24% del capital de CMOCTEZ y Cemolins dejó de tener una participación directa. Además, tanto Buzzi como Molins, finalizaron con una participación al 50% de las empresas holandesas.

Tabla 2. Accionistas con tenencia mayor al 5%

Accionista	Nueva estructura accionaria	Número de acciones actual
Fresit, B.V.	51.8	455,794,944
Antonio Cosío Ariño	10.3	90,450,200
Presa Internacional, B.V.	15.2	134,129,920
Suma	**77.3**	
Float	**22.7**	
Total	**100**	

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

El capital social se divide en 884,887,296 acciones, de las cuales 4,575,500 se encuentran en tesorería y 880,311,796 están en circulación. De estas últimas, el 77.29% corresponde a los accionistas con tenencia mayor al 5%, por lo que el float es del 22.71%.

iii. Dividendos

Desde 1998 el consejo de administración ha mantenido una política constante de pago de dividendos en efectivo a sus accionistas, la cual está en función del monto de inversiones a realizar y la generación de flujo de efectivo de sus operaciones. En los últimos 3 años, se han pagado dividendos durante el segundo y cuarto trimestre del año, de P$1 por acción cada uno, lo que significó un rendimiento del 3.51% anual (utilizando el precio al 1 de junio).

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

El 18 de marzo del 2016 la emisora anunció el pago de un dividendo de P$1.5 por acción, por lo que, considerando que generalmente la compañía paga el mismo monto dos veces al año, estimaríamos un rendimiento sobre dividendos del 5.27% en 2016 (utilizando el precio al 1 de junio). Dicho anuncio disparó el precio de la acción el 22 de marzo a un máximo histórico, en P$59.04 por acción, pues desde diciembre del 2012 no se pagaba un dividendo diferente de P$1 por acción.

iv. Gobierno Corporativo

En Asamblea Ordinaria de Accionistas celebrada el 7 de abril de 2016, se eligió y ratificó a los miembros del Consejo de Administración, que está integrado por ocho miembros propietarios, de los cuales cuatro son independientes.

Tabla 3. Consejo de Administración

Consejeros patrimoniales		Consejeros independientes	
Propietarios	Suplentes	Propietarios	Suplentes
Juan Molins Amat (presidente)	Carlos Martínez Ferrer	Roberto Cannizzo Consiglio	Adrián Enrique García Huerta
Enrico Buzzi	Luigi Buzzi	Antonio Cosío Ariño	Antonio Cosío Pando
Pietro Buzzi	Benedetta Buzzi	Carlo Cannizzo Reniú	Stefano Amato Cannizzo
Julio Rodríguez Izquierdo	Salvador Fernández Capo	Guillermo Simón Miguel	

Fuente: Corporación Moctezuma, reporte Anual 2015

El Consejo de Administración es apoyado por : i) el Comité de Prácticas Societarias y Auditoría, que está integrado exclusivamente por consejeros independientes y ii) el Comité Ejecutivo, conformado por consejeros y el Director General (Pedro Carranza Andresen). Ambos Consejos sesionan, por los menos, cuatro veces al año, previo a la celebración del Consejo de Administración.

Tabla 4. Comité de Mejores Prácticas Societarias y de Auditoría

Antonio Cosío Ariño	Presidente
Roberto Cannizzo Consiglio	Miembro
Carlo Cannizzo Reniú	Miembro

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

En el año 2014 el Comité de Mejores Prácticas Societarias y de Auditoria y el Consejo de Administración autorizaron el cambio de Auditor Externo, siendo Mancera, S.C. “EY México” el Despacho de Auditoria Externa responsable de dictaminar los estados financieros de la compañía por un periodo de 5 años, a partir del ejercicio 2015 , cambio motivado por mejores practicas societarias ya que el despacho Galaz, Yamazaki, Ruíz Urquiza, S.C. (Deloitte) prestó los servicios de Auditoria Externa a la Compañía durante 10 años, en el periodo de 2005 al 2014.

v. Historia

1943-2014

En 1943 se construyó la primera planta de Cementos Moctezuma en Jiutepec, Morelos. La empresa que hoy cotiza en la BMV fue constituida bajo la razón social Grupo Lacosa el 28 de junio de 1982, por el grupo Italiano Fratelli Buzzi (actualmente Buzzi Unicem SpA), la empresa mexicana Coconal y el Sr. Oscar Alvarado. En ese año, la compañía adquirió Cementos Portland Moctezuma, S.A. de C.V.

En 1988 Corporación Moctezuma realizó una colocación de capital a través de la BMV y se incorporaron dos grupos accionarios: la empresa catalana Cementos Molins, S.A. y Ciments Francais de Francia, que le brindan tecnología y fortaleza financiera a la sociedad.

En 1993 Fratelli Buzzi y Cementos Molins, S.A. quedaron como únicos accionistas de control en Corporación Moctezuma, junto con los inversionistas del mercado de valores.

En 1994, con una importante inversión de capital se incorporó Grupo Carso, concretándose así los planes de expansión para construir una planta cementera de avanzada tecnología en Tepetzingo, municipio en el Estado de Morelos.

En 1997 iniciaron las operaciones en la planta Tepetzingo, Morelos, con una capacidad instalada de 1.2 millones de toneladas anuales.

En el 2000 se inauguró la segunda línea de producción de dicha planta, alcanzando así, una producción anual de 2.5 millones de toneladas anuales. Con esto, la compañía consolidó su presencia en la zona centro del país.

En mayo 2004, con una inversión aproximada de US$150 millones, inició operaciones la primera línea de producción de la planta de Cerritos, San Luis Potosí, con capacidad de 1.3 millones de toneladas anuales, para incursionar en los estados del norte de la República. El crecimiento de oportunidades en este mercado permitió que en 2006 se inaugurara la segunda línea de producción en esta planta e incrementara la capacidad de producción a 2.3 millones de toneladas anuales.

En 2010 se inauguró la planta Apazapan, en el estado de Veracruz, con una inversión total aproximada de US$265 millones y capacidad de 1.3 millones de toneladas anuales.. Esta planta cementera está equipada con la tecnología más moderna y procura el abastecimiento del sureste del país. Con ello, Corporación Moctezuma al cierre de 2010 contaba con una capacidad instalada de 6.4 millones de toneladas de cemento anuales.

Durante 2012, se formó la empresa CYM Infraestructura, S.A.P.I. de C.V. , este es un negocio conjunto que marcó el inicio de la participación activa de la compañía en el sector infraestructura, con la colocación de la carpeta de concreto hidráulico en 2013 del libramiento sur de Guadalajara.

En mayo de 2014 el consejo de administración de La Compañía aprobó la construcción de la segunda línea de producción en su planta Apazapan, la cual tendrá una capacidad de producción anual de 1.3 millones de toneladas de cemento. Para su construcción se estima una inversión aproximada de US$200 millones y se espera que inicie operaciones en el primer semestre del 2017.

2015

La compañía cerró el 2015 con presencia en 29 estados con su división cemento y 12 estados con la división de concreto. El año fue caracterizado por factores macroeconómicos adversos, pero CMOCTEZ alcanzó cifras récord: las ventas finalizaron en P$11,026.3 millones (+20.0% a/a), con un crecimiento en ventas del cemento del 20.1% y del concreto del 19.6%, favorecidos por mayores precios y volumen de venta. Los márgenes se beneficiaron de menores tarifas eléctricas y costos del petróleo.

Para satisfacer la alta demanda de cemento, las plantas trabajaron prácticamente al tope de su capacidad, gracias a una estricta planificación y ejecución de mantenimiento y además a una adecuada labor de logística para llevar cemento a todos su clientes. Además, CMOCTEZ informó del éxito de su recicladora de concreto en Planta Central, una novedosa maquinaria que permite aprovechar concretos sobrantes para transformarlos en agregados que se reutilicen en el proceso. Se espera instalar este sistema en otras plantas.

Tabla 5. Principales Activos de la Compañía

	2015	2014	2013	2012
Principales Activos				
Plantas Cementeras	3	3	3	3
Centros de Distribución	27	26	24	26
Tolvas Cementeras	87	77	72	66
Plantas Concreteras	36	45	49	57
Equipos de Bombeo	60	63	64	65
Unidades Revolvedoras	363	385	380	366
Recursos Humanos				
Total Personal	1121	1105	1148	1187
Participación de Mercado				
Cemento	15.20%	15.00%	13.80%	14.30%
Concreto	9.40%	8.60%	8.30%	7.50%

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

vi. Líneas de Negocio

Cemento

Esta división representó cerca del 79.48% de los ingresos consolidados en cifras 12 meses y al cierre del 1T16. El cemento es un material de construcción que se obtiene de la calcinación a 1450° de una mezcla de piedra caliza (75%), arcilla (22%) y mineral de hierro (3%) utilizado como adhesivo por su capacidad de fraguar y endurecer al reaccionar con el agua.

Algunas subsidiarias de Corporación Moctezuma comercializan distintas clases de cemento y en diferentes presentaciones: a granel, en sacos de 50 kgs. y en Big Bag empaques de 2 toneladas. La Compañía también distribuye cemento blanco en presentación de 25 kgs.

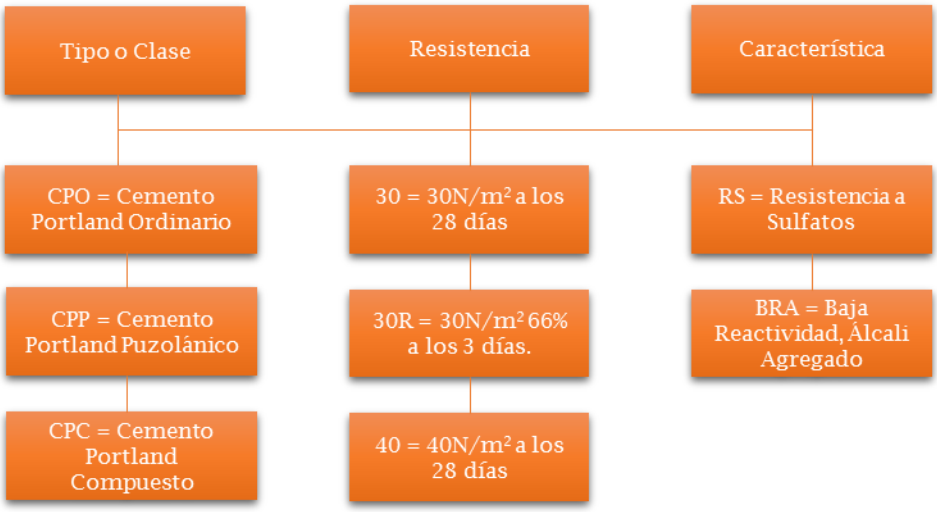
Tabla 6. Tipos de Cemento

Tipo de cemento	Características	Usos
Cemento Portland Ordinario (CPO)	Nivel de resistencia clase 40 y característica especial RS	Se requiere para alta resistencia mecánica: Pretensados, bovedillas, blocks, tabicones etc.
Cemento Portland Puzolánico (CPP)	Nivel de resistencia clase 30 R y dos características especiales: RS y BRA (Baja Reactividad Álcali Agregado)	Resistente a ataques químicos como sulfatos de aguas negras, marinas y suelos salitrosos. El concreto elaborado con este productos es manejable, durable e impermeable y se usa para presas, losas , pisos etc.
Cemento Portland Compuesto (CPC)	Hay de dos clases de resistencia: 30 R y 40 y característica especial RS	Tiene las características y aplicaciones del CPP
Mortero	Elaborado con clinker portland, es de alta resistencia y plasticidad, sustituye a los morteros de cal, arena y cemento.	Utilizado en mampostería, muros, acabados y aplanados.

Fuente: Interacciones con información de Corporación Moctezuma

CMOCTEZ es la única cementera con triple certificación de calidad. El cemento de Moctezuma se caracteriza por un fraguado lento respecto a la mayoría de las marcas: si el fraguado es más rápido entonces el concreto tiende a agrietarse.

Nomenclatura utilizada en el cemento



Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

Tabla 7. Normas y clases de cemento

	Productos de la división cemento		
NORMA	Tepetzingo	Cerritos	Apazapan
NMX-C-414-ONNCCE Vigente	CPC 30 R RS CPC 40 RS CPO 40 RS	CPC 30 R CPC 40 CPO 40	CPC 30 R CPC 40
NMX-C-021-ONNCCE Vigente	Mortero	Mortero	Mortero
Para envasado: líneas envasadoras	3	3	2
Sacos por hora y por línea (promedio)	3200	3300	4000

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

Concreto

Esta división representó el 20.51% de los ingresos totales, en cifras 12 meses y al cierre del 1T16.

La producción y comercialización del concreto se lleva a cabo en las 36 plantas concreteras ubicadas en diferentes ciudades del país, con unidades revolvedoras y equipo para bombear concreto, logrando con esto ofrecer un servicio integral al cliente. Las inversiones realizadas en la división han hecho posible una distribución más eficiente, así como la producción de concreto de mejor calidad. Algunas de las plantas de concreto con que cuenta la compañía son móviles, lo que ayuda a fortalecer el servicio al cliente, ya que el concreto se fabrica en el lugar en que se utilizará, con ello, a través de sus subsidiarias concreteras, Corporación Moctezuma tiene participación en obras de gran importancia en las 12 entidades federativas de la República en que tiene presencia; al 31 de diciembre de 2015.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

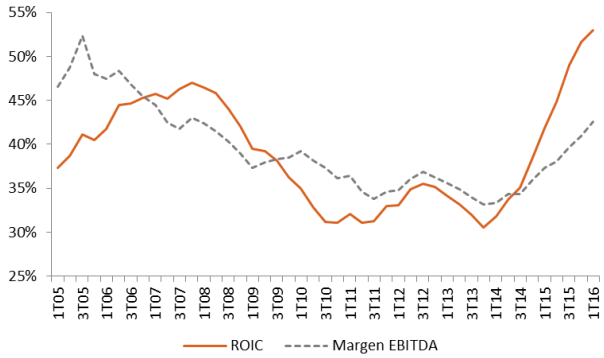
IV. Tesis de inversión

i. Excelente historial de creación de valor para los accionistas

Tasas atractivas de crecimiento. Moctezuma ha mantenido una tasa de crecimiento anual doble dígito en operatividad trimestral desde 4T14. En términos de su Tasa de Crecimiento Anual Compuesto (TCAC) cinco años y al cierre del 1T16, los ingresos presentaron una tasa del 7.80%, la utilidad bruta del 13.04%, el EBITDA del 12.30% y la utilidad neta del 13.84% al 1T16.

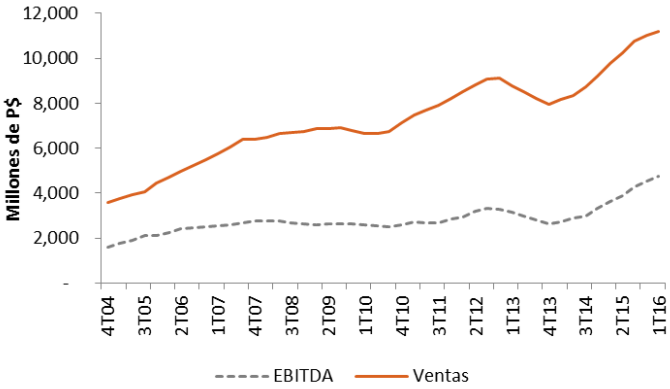
De acuerdo a un análisis agregado de la industria cementera, en donde se incluye las empresas cementeras públicas de la BMV, las ventas han presentado una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto cinco años (TCAC) del 5%, con un crecimiento del 8% en la utilidad bruta y del 9.1% en su EBITDA. De acuerdo con esto, CMOCTEZ ha crecido muy por encima de la industria y esperamos que lo siga haciendo durante los próximos trimestres debido al incremento en capacidad en el próximo año, así como a las eficiencias generadas gracias al enfoque de la administración en alta rentabilidad, los bajos costos energéticos y la alta generación de flujo de efectivo que le otorgan a CMOCTEZ una excelente posición financiera.

Gráfica 2. ROIC y Margen EBITDA, cifras 12 meses



Fuente: Interacciones con información de la empresa

Gráfica 1. Ventas y EBITDA, cifras 12 meses



Fuente: Interacciones con información de la empresa

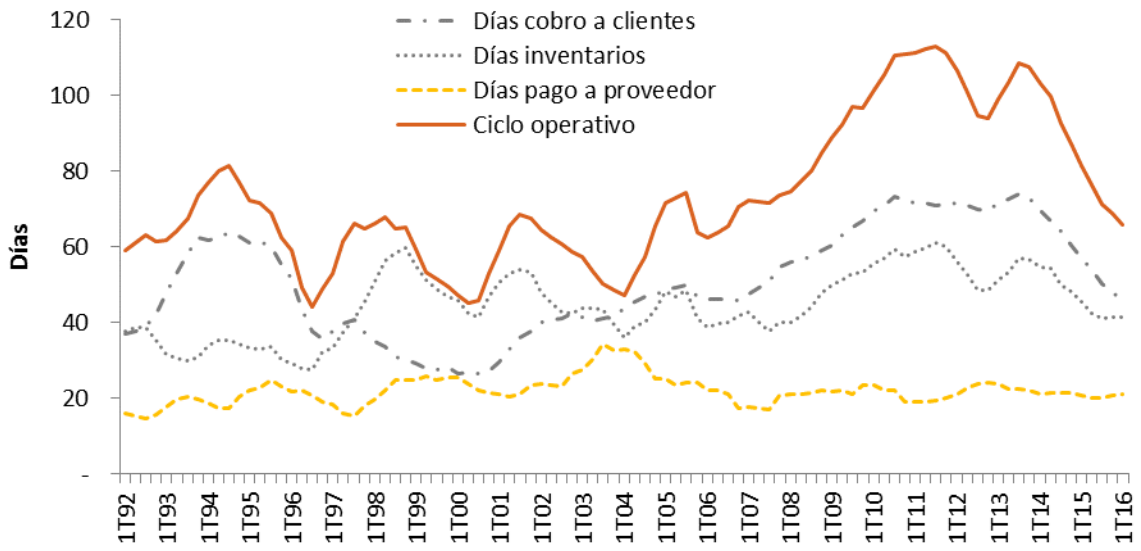
Alta rentabilidad. El margen EBITDA durante 2015 se ubicó en 40.92%,+497 puntos base respecto 2014, e históricamente CMOCTEZ ha logrado mantener una tasa ROIC por encima del 30%[1]. Gracias a la importante expansión en margen observada durante el 1T16, la compañía alcanzó su mayor margen histórico en EBITDA 12M, el cual fue de 42.53%. Adicionalmente, la compañía ha reportado utilidades netas positivas por más de diez años, de forma consistente e ininterrumpida

En términos de eficiencias en el ciclo operativo, la compañía ha logrado disminuirlo de 108 días en 3T13 a 66 días al cierre del 1T16. Lo anterior motivado por menores días clientes y días inventarios, es decir, mayor rotación de inventarios y clientes gracias a la creciente demanda. Los días proveedores se han mantenido estables en 20 días.

[1] Utilizando nuestra metodología de ROIC= EBITDA/Capital Invertido a diferencia de la metodología original con el concepto de NOPLAT, nosotros utilizamos EBITDA UDM para eliminar la distorsión de las obligaciones fiscales en la creación de valor.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Gráfica 3. Principales indicadores del capital de trabajo, cifras 12 meses



Fuente: Interacciones con información de la empresa

ii. Excelentes perspectivas de crecimiento. Pronósticos

A pesar de que en 2016 y parte del 2017 esperamos años complicados en la industria de la construcción como consecuencia de la menor inversión pública así como por las menores expectativas de crecimiento en el entorno internacional, lo que también reflejamos en menores crecimientos en precio del cemento, creemos que la compañía podría mantener una TCAC para los próximos cinco años similar a la observada en 1T16, por las razones ya mencionadas en la sección anterior; sin embargo, en nuestros pronósticos nos hemos mostrado más conservadores con el fin de no sobreestimar el precio objetivo.

Nuestro pronóstico consolidado implica un TCAC en ingresos del 6.77%, en EBITDA del 10.71% y del 10.89% para la utilidad neta controladora.

Cemento (79% de los ingresos 12M y aproximadamente 95% del EBITDA)

Este segmento representó el 79.5% de los ingresos 12M al 1T16. De acuerdo a la compañía, el segmento aporta aproximadamente el 95% del EBITDA.

Estimamos los ingresos de la división utilizando nuestro pronóstico de volumen y precios de la tonelada de cemento. Es importante mencionar que en este segmento el cemento se vende de dos maneras: envasado y a granel. El cemento envasado genera mejor margen que a granel (nuestro supuesto es un precio 8% mayor que el de cemento a granel), por lo que la emisora busca incrementar las ventas del mismo, supuesto que también hemos considerado en el modelo de flujos.

Obtuvimos nuestros estimados de precio con base en una muestra de precios del cemento y el índice de precios de cementos publicado por el INEGI. El volumen fue estimado con base en la capacidad instalada y el porcentaje al que se espera que opere la compañía en los próximos años.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

En el lado de los costos tomamos en consideración estimaciones del precio de petróleo para reflejar el impacto en el precio del petcoke y la tarifa promedio de electricidad. Descubrimos que existe un desfase de aproximadamente seis meses en el precio del petcoke y de cuatro meses en la tarifa de electricidad.

Otro supuesto importante fue que para este segmento estimamos un margen bruto 6% superior al margen bruto consolidado, esto debido a que el margen del cemento es superior al del concreto, pero debido a la poca participación que éste último tiene en los márgenes consolidados, consideramos que el margen del cemento es muy cercano al del consolidado.

Las inversiones de capital fueron estimadas con base en la inversión esperada en los próximos años para la segunda línea de la planta de Apazapan, más un porcentaje de gastos de mantenimiento y reposición.

Los resultados se presentan a continuación:

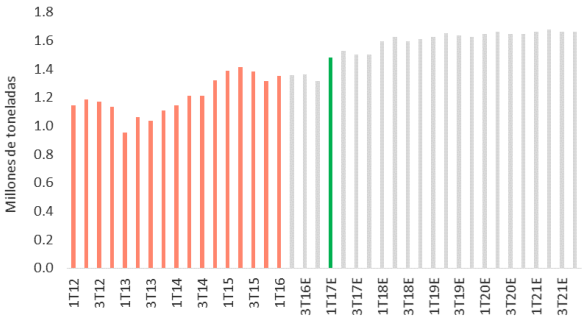
Tabla 8. Pronóstico Estado de Resultados Cemento

Cemento	2015*	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Vol. envasado/granel (miles t.m.)	5,496	5,380	6,008	6,427	6,537	6,598	6,660
Precio prom. (miles P$/tonelada)	1.57	1.72	1.77	1.81	1.84	1.87	1.91
% a/a volumen	*12.50%*	*-2.10%*	*11.70%*	*7.00%*	*1.70%*	*0.90%*	*0.90%*
% a/a precio	*6.90%*	*9.70%*	*2.70%*	*2.10%*	*1.60%*	*2.10%*	*1.80%*
Ingresos (P$/millones)	**8,704**	**9,362**	**10,740**	**11,737**	**12,139**	**12,515**	**12,860**
Costos (P$/millones)	4,472	4,606	5,341	5,765	6,020	6,218	6,553
Utilidad bruta (P$/millones)	4,232	4,756	5,398	5,972	6,119	6,297	6,307
Margen bruto (%)	***48.60%***	***50.80%***	***50.30%***	***50.90%***	***50.40%***	***50.30%***	***49.00%***
Gastos (P$/millones)	270	329	415	589	602	615	627
Utilidad operativa (P$/millones)	3,962	4,427	4,983	5,383	5,517	5,682	5,681
Margen operativo (%)	*45.50%*	*47.30%*	*46.40%*	*45.90%*	*45.40%*	*45.40%*	*44.20%*
EBITDA (P$/millones)	4,392	4,875	5,546	6,133	6,285	6,469	6,484
Margen EBITDA (%)	***50.50%***	***52.10%***	***51.60%***	***52.30%***	***51.80%***	***51.70%***	***50.40%***
CAPEX (P$/millones)	599	1,539	1,159	469	486	501	514

Fuente: Interacciones

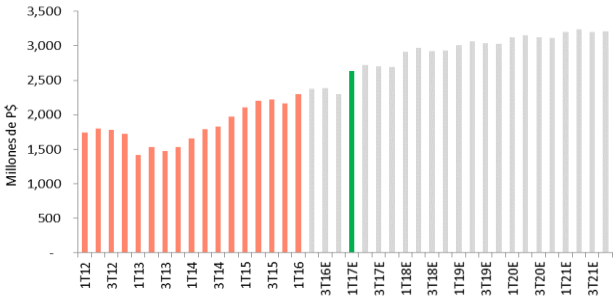
* Para el 2015, los únicos datos observados son Ingresos y Capex, lo demás son estimaciones nuestras

Gráfica 4. Volumen trimestral vendido de cemento envasado y a granel



Fuente: Interacciones
*Volumen histórico también es estimado

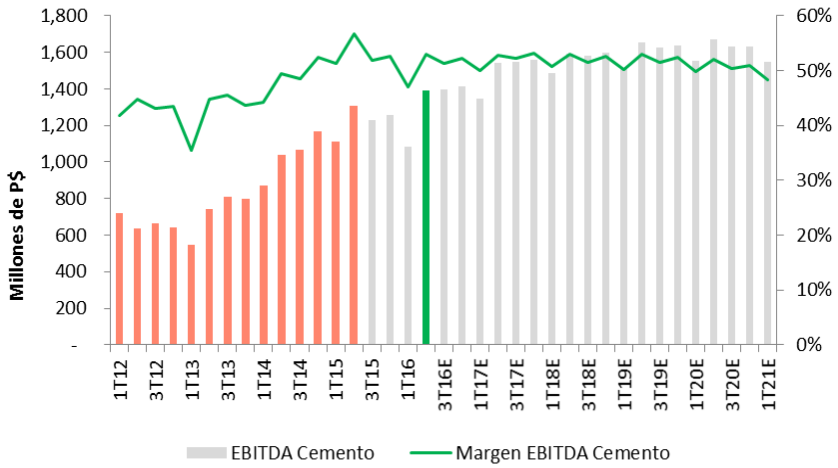
Gráfica 5. Ingresos trimestrales, cemento envasado y a granel



Fuente: Interacciones

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Gráfica 6. EBITDA y Margen EBITDA del cemento, datos trimestrales



Fuente: Interacciones
*EBITDA histórico también es estimado

Concreto (21% de los ingresos 12M y aproximadamente 4.5% del EBITDA)

Este segmento representó el 21.5% de los ingresos 12M al 1T16. De acuerdo a la compañía, el segmento aporta aproximadamente el 5% del EBITDA.

Para este segmento también se pronosticó el volumen de toneladas de concreto transportadas así como el índice de precios del concreto. Para producir concreto es necesario un porcentaje de cemento, que se considera venta en el rubro de cemento a granel.

También es importante mencionar que el concreto presenta un menor margen, consideramos que esto se atribuye en parte por la mayor competencia que existe y a que la diferenciación por parte del cliente es menor.

Un supuesto importante que realizamos tanto para el cemento como para el concreto es que el CAPEX se distribuye entre ambos segmentos en la misma proporción que representan de los ingresos.

La tabla siguiente presenta el estado de resultados del segmento.

Tabla 9. Pronóstico Estado de Resultados Concreto

Concreto	2015*	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Vol. concreto (miles t.m.)	1,817	1,746	2,151	2,179	2,189	2,201	3,477
Precio prom. (miles P$/tonelada)	1.28	1.37	1.42	1.45	1.5	1.54	1.57
Ingresos (P$/millones)	**2,322**	**2,397**	**3,056**	**3,161**	**3,284**	**3,387**	**3,477**
Costos y Gastos (P$/millones)	2,202	2,272	2,902	3,030	3,145	3,242	3,326
Utilidad operativa (P$/millones)	120	124	154	132	139	145	151
Margen operativo (%)	***5.20%***	***5.20%***	***5.00%***	***4.20%***	***4.20%***	***4.30%***	***4.30%***
EBITDA (P$/millones)	183	195	250	260	271	280	288
Margen EBITDA (%)	***7.90%***	***8.20%***	***8.20%***	***8.20%***	***8.20%***	***8.30%***	***8.30%***
CAPEX (P$/millones)	162	143	250	109	113	115	118

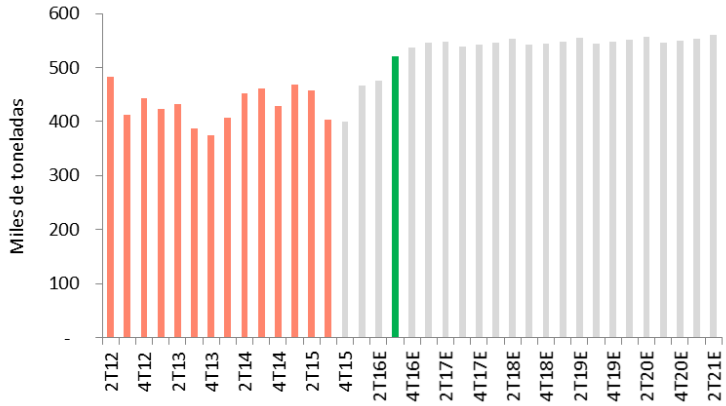
Fuente: Interacciones

* Para el 2015, los únicos datos observados son Ingresos y Capex, lo demás son estimaciones nuestras

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

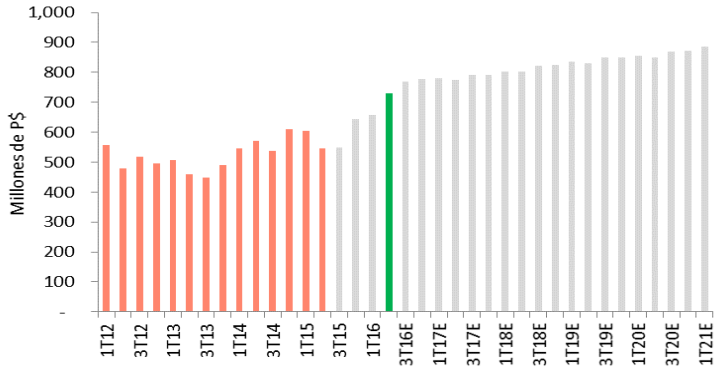
También presentamos las gráficas con nuestros pronósticos de volumen, ingresos y EBITDA. De acuerdo a la compañía, es relativamente difícil incrementar el margen del concreto, por lo que suponemos una relativa estabilidad en los márgenes de este segmento, que se aprecia mejor en la gráfica 9.

Gráfica 7. Volumen trimestral de concreto vendido



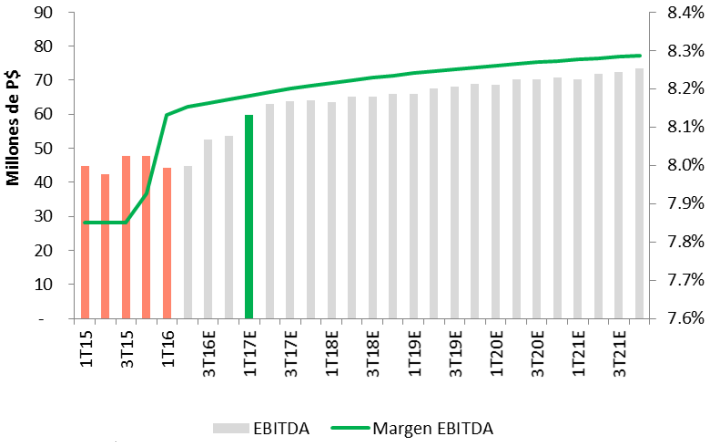
Fuente: Interacciones
*Volumen histórico también es estimado

Gráfica 8. Ingresos trimestrales Concreto, millones de pesos



Fuente: Interacciones

Gráfica 9. EBITDA y Margen EBITDA de Concreto, datos trimestrales



Fuente: Interacciones
EBITDA y Margen EBITDA también son estimados

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Corporativo

Los ingresos de éste segmento corresponden a las rentas de inmuebles de los que la compañía es propietaria. Debido a la mínima participación que los ingresos provenientes del corporativo representan, estimamos un crecimiento de manera muy simplificada.

Tabla 10. Pronósticos Resultados Corporativo

Corporativo	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos (P$/millones)	**0.516**	**0.516**	**0.526**	**0.537**	**0.548**	**0.559**	**0.57**
CAPEX (P$/millones)	20.195	0.608	6.458	4.261	5.369	3.806	3.412

Fuente: Interacciones

iii. Alta generación de flujos de efectivo

La generación de flujos de la compañía le ha permitido tener un crecimiento orgánico financiado con su propia operación, manteniendo una sana situación financiera y ofreciendo una constante remuneración a sus accionistas mediante el pago de dividendos en efectivo.

De acuerdo a nuestros estimados, la inversión de la segunda línea de la planta de Apazapan, tiene una inversión aproximada de US$200 millones, la cual podrá ser financiada en su totalidad con recursos propios de la compañía, sin perjudicar sus niveles de efectivo.

Según información de la compañía, los excedentes de efectivo al cierre del 2015 representaron el 74% de la utilidad de operación consolidada (prácticamente el 100% del efectivo al cierre de ese año). Una vez terminada la inversión en la planta de Apazapan, estimamos que el flujo de efectivo incrementará considerablemente y podría representar hasta el 37% del activo total al cierre del 2021, esto sin tener en mente inversiones adicionales durante estos años.

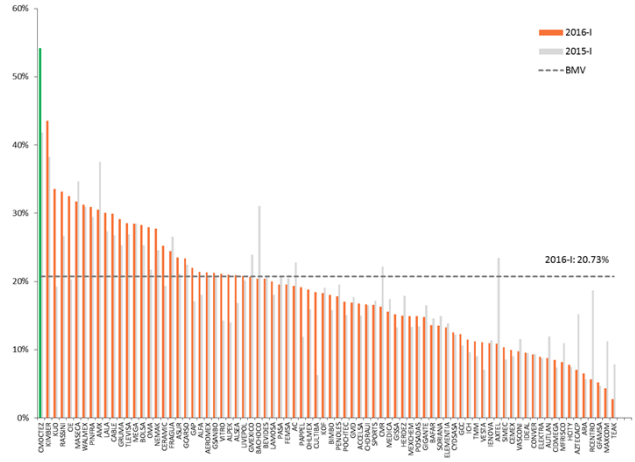
Debido a lo anterior y dado que estimamos que la compañía operará cercana al 94% de su capacidad en 2021, no descartamos que la emisora se encuentre en una búsqueda de nuevas adquisiciones o expansiones de capacidad para invertir el importante efectivo con que cuenta y que aún le queda por generar en el futuro, aunque hasta el momento, no se ha revelado mayor información al respecto.

iv. Alta rentabilidad

De acuerdo a nuestro análisis de rentabilidad de ROIC y ROE de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Corporación Moctezuma se ha mantenido como la empresa más rentable en términos de ROIC y ocupa el segundo lugar en ROE, utilizando una muestra de 90 empresas durante cuatro trimestres consecutivos. A continuación presentamos las gráficas con el respectivo análisis de rentabilidad de la BMV al cierre del 1T16.

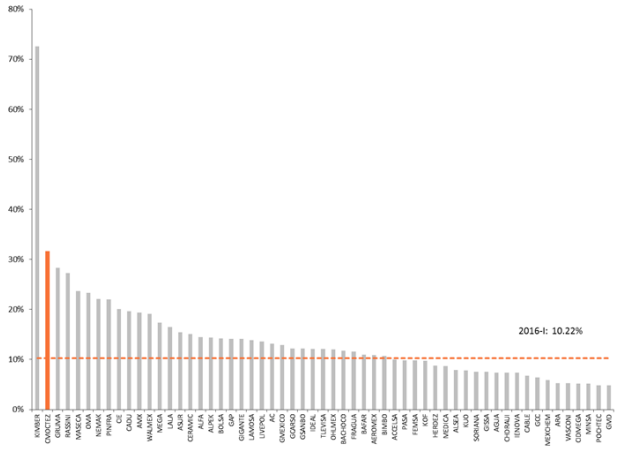
Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Gráfica 10. Análisis de ROIC de la BMV, 1T16 y 1T15



Fuente: Interacciones

Gráfica 11. Análisis de ROE de la BMV, 1T16



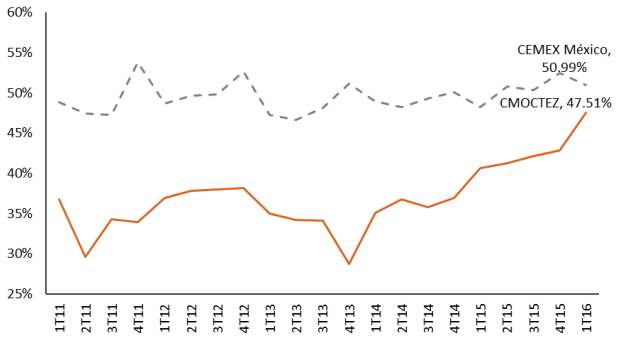
Fuente: Interacciones

Como mencionamos anteriormente, Corporación Moctezuma realiza importantes inversiones de tecnología. Al cierre del 1T16, presentó una alta rotación de capital en 1.27x, lo que, aunado a un alto margen EBITDA, permitió a la compañía incrementar sustancialmente su tasa de rentabilidad y postularse como la número uno en el 2015 y el 1T16.

La principal razón por la que el ROIC de la compañía se ha disparado en el último año es el importante exceso de efectivo que la emisora ha generado y que ya hemos descrito, pues de acuerdo a nuestra metodología de capital invertido, el exceso de efectivo es una cuenta que resta al rubro, lo que cuantitativamente disminuye el denominador de la razón del ROIC e incrementa su valor. Dicho incremento en ROIC por alta generación de efectivo se sustenta bajo el supuesto de que dicho efectivo será utilizado para añadir valor en el futuro, esto es, considerando que se invertirá en operaciones rentables. Reiteramos que nuestra expectativa es que la compañía no sostendrá éstos niveles de efectivo, por lo que no descartamos nuevas inversiones de capital o alguna adquisición.

Márgenes superiores que la industria. En términos de márgenes y en comparación con CEMEX México, observamos que Moctezuma ha presentado márgenes brutos históricos menores a los de la competencia, aunque el spread entre ambos se ha reducido en los últimos trimestres; sin embargo, al comparar los márgenes operativos y EBITDA, descubrimos que desde 1T14, Moctezuma ha superado a Cemex México, con mayor spread en 1T16.

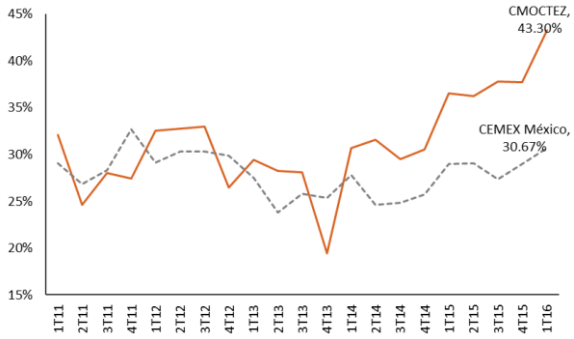
Gráfica 12. Margen Bruto trimestral



Fuente: Interacciones

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Gráfica 13. Margen Operativo trimestral



Fuente: Interacciones, no se consideran otros gastos/ingresos para efectos comparativos

Gráfica 14. Margen EBITDA trimestral

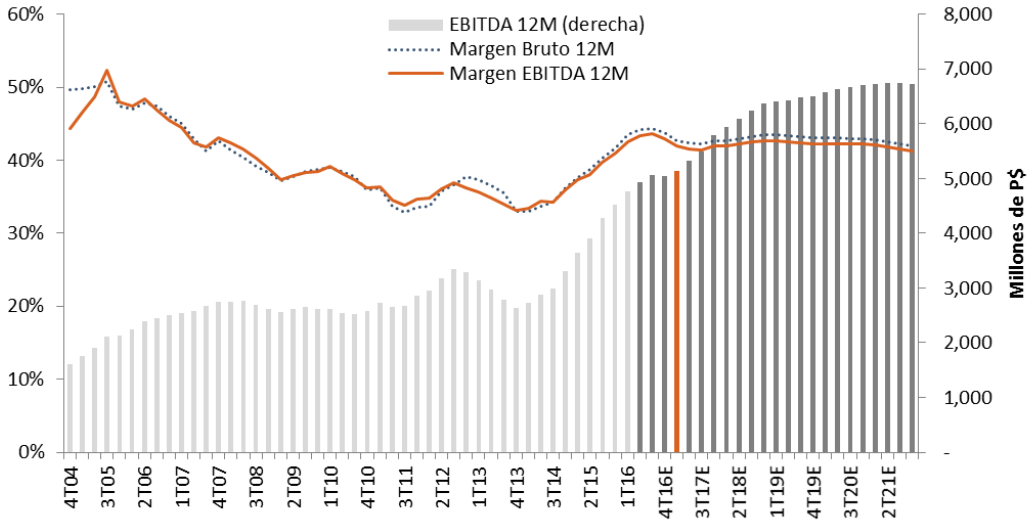
Fuente: Interacciones, no se consideran otros gastos/ingresos para efectos comparativos

Eficiencias en costos energéticos. A partir de 2004, la compañía realizó inversiones en sus plantas con el fin de llevar a cabo la conversión energética de combustóleo a Petcoke. Ahora se utiliza en mayor proporción Petcoke (99.5%) y mucho menor combustóleo (0.5%) para los hornos, lo que ha reducido los costos de combustible en un 60%. Gran parte del Petcoke se importa de Estados Unidos.

Debido a que estimamos que los precios del petróleo mostrarán una recuperación gradual, prevemos que la compañía podría tocar un margen bruto cercano al 42% y un margen EBITDA de 41.3%.

Hacia el primer semestre del 2017, la emisora estima realizar el inicio de operaciones de la segunda línea en su planta de Apazapan, Veracruz, que incrementará su capacidad de producción en 20.3%, alcanzando 7.7 millones de toneladas anuales. Estimamos que dicho incremento podría permitirle a la compañía superar los P$6,700 millones anuales de EBITDA en 2021.

Gráfica 15. Margen Bruto, Margen EBITDA y EBITDA, cifras 12 meses



Fuente: Interacciones

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

v. Sólida estructura financiera

La estructura de la compañía es 83% capital y cuenta con una razón Deuda/Capital de 0.28%, por lo que no se encuentra expuesta al riesgo de tasa de interés respecto a los pasivos, pero sí dentro de los activos en el balance, al obtener más o menos ingresos financieros resultantes de la inversión de los excedentes de efectivo. A pesar de mantener una política de estructura libre de pasivos con costo, la emisora mantiene líneas de crédito abiertas con distintas instituciones, en caso de requerir financiamiento.

Ahora bien, dicha situación puede no ser necesariamente buena, pues es bien sabido que el costo accionario es más alto que costo de la deuda, además de que se pierde el beneficio fiscal de la deducción de intereses financieros. De hecho, ello ha repercutido en que la compañía tenga una tasa impositiva efectiva muy cercana al 30% y se eleve el costo promedio ponderado de capital.

V. Valuación

i. Precio Objetivo y Recomendación

Con base en el análisis previo y los supuestos considerados, asignamos un precio para Corporación Moctezuma de P$63.50 al cierre del 2T17, el cual implica un rendimiento potencial con dividendos del 14.8%, por lo que asignamos una recomendación de COMPRA.

ii. Comparativo Internacional y Múltiplos

En la siguiente tabla mostramos las perspectivas de CMOCTEZ con respecto sus comparables. La compañía cuenta con un mejor margen EBITDA a sus comparables, y presenta las mayores tasas de rentabilidad ROE (rendimiento sobre capital) y ROA (rendimiento sobre activos). A pesar de ello, sus múltiplos forward se encuentran por debajo del de la industria, mostrando que cotizará a un múltiplo barato. Es la única compañía que presentará Deuda Neta negativa en 2016.

Tabla 11. Comparativos de múltiplos internacional.

Cementeras	País	Moneda	MCap (Mill. USD)	Float (%)	Último Precio	Precio Objetivo	Div. Yld. (%)	Retorno 2016 (%)	Retorno Esperado (%)
Cemex	Mexico	MXN	8,679	100.00	11.72	14.19	0.00	29.26	21.04
Cementos Argos	Colombia	COP	5,284	30.97	11,680.00	11,622.94	1.57	20.16	1.07
Union Andina de Cementos	Lima	PEN	1,288	31.98	2.59	3.18	2.01	52.35	25.25
Elementia	Mexico	MXN	1,001	24.79	21.67	25.09	0.00	-5.62	15.80
Cementos Pacasmayo	Lima	PEN	999	47.37	5.90	6.16	4.75	18.00	9.42
Grupo Cementos de Chihuahua	Mexico	MXN	861	24.82	48.99		0.00	9.33	
Cmoctez	Mexico	MXN	2,732	22.71	57.50	63.50	5.18	5.37	10.43
Mediana									
Promedio Ponderado									

Fuente: Interacciones

Cementeras	PU T12M	PU 2016E	PU 2017E	VC / EBITDA T12M	VC / EBITDA 2016E	VC / EBITDA 2017E	P / VL Actual	Deuda Neta/EBITDA	ROA	ROE
Cemex	51.58	33.01	17.21	11.33	9.17	8.21	1.16	6.81	0.75	3.02
Cementos Argos	30.97	28.27	23.08	13.62	11.69	10.28	2.01	3.27	3.20	7.32
Union Andina de Cementos	25.56	10.36	8.63	7.68	7.11	6.81	1.08	3.97	1.57	4.30
Elementia	917.21	18.71	16.86	8.19	7.52	7.04	1.20	1.76	0.03	0.07
Cementos Pacasmayo	15.53	15.05	14.18	11.12	9.93	9.29	1.65	2.19	6.48	10.95
Grupo Cementos de Chihuahua	17.46			7.76			1.09	1.99	3.63	6.56
Cmoctez	17.10	16.50	16.10	10.30	10.20	9.70	5.00	-0.70	24.00	29.00
Mediana	28.26	18.71	16.86	9.66	9.17	8.21	1.18	2.73	2.39	5.43
Promedio Ponderado	37.26	28.00	18.17	11.38	9.73	8.73	1.43	4.81	1.94	4.81

Fuente: Interacciones

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Calculamos el precio objetivo al 4T16 y estimamos el precio al 2T17 utilizando el costo promedio ponderado de capital. En la Tabla 12 se presenta la estimación con precio objetivo al 4T16. Además, con base en nuestros múltiplos estimados (VE/EBITDA: 10.2x y P/U: 16.5x, al 2T17), agregamos el siguiente análisis de sensibilidad para otorgar un rango de precios en que podría oscilar el precio de la acción. Los resultados muestran que nuestro precio objetivo es conservador dado nuestro estimado de crecimiento en EBITDA y utilidad neta.

Tabla 12. Sensibilidad por múltiplos VE/EBITDA y P/U

	EBITDA				
	-10%	-5%	Est.	5%	10%
Múltiplo	5,206	5,496	5,785	6,074	6,363
8.7	51.39	54.24	57.10	59.95	62.81
9.2	54.33	57.35	60.37	63.39	66.40
9.7	57.27	60.45	63.64	66.82	70.00
10.2	60.21	63.56	66.90	70.25	73.60
10.7	63.16	66.66	70.17	73.68	77.19
11.2	66.10	69.77	73.44	77.11	80.79

Fuente: Análisis Interacciones

	Utilidad Neta				
	-10%	-5%	Est.	5%	10%
Múltiplo	3,267	3,449	3,630	3,812	3,993
13.5	50.02	52.80	55.58	58.36	61.14
14.5	53.71	56.70	59.68	62.67	65.65
15.5	57.41	60.60	63.79	66.97	70.16
16.5	61.10	64.49	67.89	71.28	74.68
17.5	64.79	68.39	71.99	75.59	79.19
18.5	68.48	72.29	76.09	79.90	83.70

Fuente: Análisis Interacciones

iii. Valuación por Flujos Descontados

Considerando la información financiera hasta 1T16, las estrategias de venta, planes de expansión de la emisora, perspectivas de la industria y otras consideraciones ya enunciadas, se pronosticaron a detalle los ingresos, costos, depreciación, otros gastos, CAPEX y EBITDA por segmento de negocio y hasta el 4T21. Del 2022 en adelante se calculó el valor de la perpetuidad con el fin de determinar el valor de la empresa.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Los flujos de efectivo se descontaron a precios del 4T16, con el fin de obtener el precio justo de la acción al cierre de dicho año. La tasa de descuento empleada fue el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), calculada a partir del costo del capital accionario y de deuda, participación que para el caso de CMOCTEZ es casi nula. La tabla posterior muestra el cálculo del precio objetivo al 4T16, que posteriormente ajustamos para obtener el correspondiente al 2T17.

Tabla 13. Valuación por flujos descontados

Millones de Pesos	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Perp.
Utilidad de la operación	5,122	5,479	5,604	5,784	5,789	5,991
Tasa de Impuestos	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	- 1,537	- 1,644	- 1,681	- 1,735	- 1,737	- 1,797
NOPLAT	3,586	3,836	3,922	4,049	4,052	4,194
Depreciación	663	882	905	926	945	964
Cambios Cap. Trabajo	- 1,954	- 2,168	- 2,135	- 2,159	- 2,098	- 2,140
CAPEX	- 1,415	- 583	- 603	- 620	- 636	- 648
Flujo Libre de Efectivo	879	1,967	2,089	2,196	2,263	2,369
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						4.7%
VP del Periodo Explícito (2016 - 2020E)						7,228
Valor de la Perpetuidad						63,880
VP de la Perpetuidad						39,384
Valor de la Empresa Teórico						46,612
Deuda Neta						- 7,394
Valor de Mercado Teórico						54,006
Acciones en Circ.						885
Precio Teórico por Acción al 2T17						P$ 63.5
Precio de Mercado Actual						P$ 57.50
Dividend yield estimado 2016						4.45%
Rendimiento Potencial c/Dividendos						14.83%
Costo Promedio de la Deuda						9.30%
Tasa de Impuestos de LP						30.00%
Costo de Deuda Después de Impuestos						6.50%
Costo de Capital						8.40%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.00%
Tasa Libre de Riesgo						6.00%
Beta						0.4
% Deuda Total						0%
% Capital						100%
WACC						8.39%

Fuente: Interacciones

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

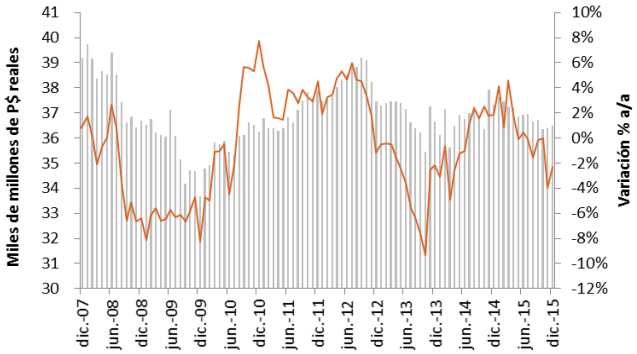
VI. Riesgos

i. Dependencia de un solo sector y una sola economía

Corporación Moctezuma participa en la industria de la construcción en México, la cual depende en gran medida del desempeño económico del país, por lo que las etapas recesivas y de auge en el ciclo económico del sector, pudieran tener impacto en los volúmenes comercializados, los precios de venta y los márgenes de operación.

El valor de la producción de las empresas constructoras ha presentado altibajos en los últimos años: presentó un fuerte auge desde inicios del 2010 hasta 2012, desaceleró fuertemente en 2013 y se recuperó en 2014. No obstante, 2015 también presentó tasas negativas de crecimiento.

Gráfica 16. Valor de la producción empresas constructoras, términos reales base 2003



Fuente: Interacciones con datos del INEGI

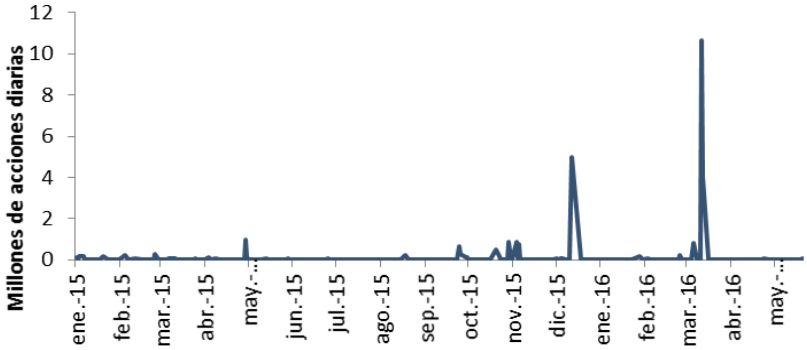
II. Baja Bursatilidad

El valor promedio diario operado de CMOCTEZ* en los últimos seis meses fue de P$6.8 millones, lo que colocó a la acción en el percentil 49 en una muestra de 89 empresas de la BMV. En términos de volumen operado, el promedio diario en los últimos seis meses fue de 170,094 acciones[1], por lo que CMOCTEZ* se colocó en el percentil 43 de la muestra mencionada. Cabe mencionar que los últimos movimientos observados en el volumen de la acción han disparado los promedios antes mencionados y han colocado a la acción en un percentil mayor en la muestra de la BMV.

A continuación se muestra el número de acciones comercializadas diariamente en el último año. La importante operación del 17 de marzo del 2016 se refiere a una transacción realizada por una casa de bolsa. Es importante destacar que Norges Bank, quién había mantenido la posición más significativa desde diciembre del 2014, con 4.44 millones de acciones, realizó una completa desinversión durante 1T16, en tanto que Compass Investment, la incrementó desde 27,522 acciones, hasta la que mantiene hoy en día.

Consideramos que Moctezuma es una atractiva alternativa de inversión, aunque frecuentemente es adquirida con fines patrimoniales, lo que ha incidido en la baja bursatilidad de la acción.

Gráfica 17. Volumen diario operado



Fuente: Bloomberg

[1] Al 30 de mayo del 2016

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

III. Alta sensibilidad a los costos energéticos

Como se ha observado en la historia, los costos energéticos han incidido fuertemente en los márgenes de la compañía, por lo que un alza en el precio de la mezcla podría abatirlos nuevamente. Aunque por el momento el margen EBITDA 12 meses se ubica en niveles del 2008, la historia nos demuestra que CMOCTEZ ha sido capaz de presentar margen EBITDA hasta 980 puntos base por encima del nivel actual, cuando los precios del crudo rondaban los US$40, pero el tipo de cambio se ubicaba en P$10.5 /US$.

IV. Exposición al tipo de cambio

El riesgo asociado al tipo de cambio en cuanto a los ingresos no tendría impacto ya que el 99% de estos se obtienen en pesos, pero estimamos que cerca del 17% de sus costos se encuentra en US$ por el costo del Petcoke, por lo que una alta depreciación del tipo de cambio podría conllevar a un importante incremento en sus costos y disminución de margen bruto y EBITDA.

De acuerdo al último reporte de la compañía, solamente el 6.72% de los activos totales se encuentra en moneda extranjera (14.94% de los activos circulantes), del cual el 56.70% se encuentra en dólares y el restante en euros. Respecto al pasivo, sólo el 1.94% de los pasivos totales se ubicó en moneda extranjera (4.29% de los pasivos circulantes), del cual el 92.56% está en dólares y el resto en euros, por lo que su balance tampoco se vería afectado por la depreciación del peso mexicano, sino que, en todo caso, beneficia su posición financiera al ser mayor la exposición de los activos sobre los pasivos.

VII. Resultados y Proyecciones

Tabla 14. Pronósticos Flujo Libre de Efectivo.

RAZONES FINANCIERAS	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Apalancamiento								
Deuda Neta / EBITDA (x)	(0.5x)	(0.7x)	(0.5x)	(0.4x)	(0.6x)	(0.7x)	(0.9x)	(1.1x)
Deuda CP / Deuda Total (x)	58%	36%	32%	33%	32%	47%	46%	47%
Rendimiento								
ROE= utilidad neta/capital contable	23.68%	30.53%	31.47%	31.27%	28.80%	25.75%	23.64%	21.21%
ROIC	38.50%	51.61%	52.23%	49.82%	49.13%	46.10%	45.44%	43.39%
ROA	18.89%	24.69%	26.20%	26.65%	25.67%	24.09%	22.72%	20.57%
Cobertura de Intereses								
EBITDA / Int. Pagados (x)	986.4x	1,527.9x	2,324.6x	2,453.3x	2,664.0x	3,377.3x	4,076.6x	4,031.7x
EBITDA - Capex / Int. Pagados (x)	880.0x	1,263.6x	1,549.9x	1,853.2x	2,420.0x	3,064.2x	3,700.0x	3,651.0x
Ut. Operación / Int. Pagados (x)	839.4x	1,359.9x	2,083.6x	2,172.3x	2,294.6x	2,907.8x	3,514.1x	3,465.9x
Inversiones								
CAPEX / Ventas	4%	7%	14%	10%	4%	4%	4%	4%
CAPEX / Depreciación	72%	157%	321%	214%	66%	67%	67%	67%

Fuente: Interacciones y reportes de la compañía.

Armelia Reyes Morelos
areyesm@interacciones.com

Tabla 15. Principales Múltiplos e indicadores operativos

MÚLTIPLOS*	2014	2015	U12M	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
VE / UAFIDA	15.0x	10.7x	10.1x	9.7x	8.4x	7.5x	7.2x	6.7x
P/U	25.2x	17.9x	16.7x	15.7x	14.1x	13.1x	12.8x	12.3x
P/VL	6.1x	5.4x	4.9x	5.0x	4.3x	3.7x	3.2x	2.8x
Rend. Dividendo	3.44%	3.44%	3.44%	5.18%	3.54%	3.72%	3.90%	4.10%
INDICADORES OPERATIVOS	**2014**	**2015**	**U12M**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Ventas	9,186	11,026	11,198	11,760	13,796	14,899	15,423	15,903
EBITDA	3,302	4,512	4,762	5,050	5,785	6,361	6,508	6,710
Margen EBITDA	*35.95%*	*40.92%*	*42.53%*	*42.94%*	*41.93%*	*42.70%*	*42.20%*	*42.19%*
Utilidad Neta Control.	2,030	2,860	3,063	3,264	3,630	3,903	4,014	4,178
UPA	2.31	3.25	3.46	3.71	4.12	4.43	4.56	4.75
Deuda Neta	(1,759)	(2,941)	(3,349)	(2,287)	(2,562)	(3,526)	(4,517)	(6,092)
Deuda Neta / EBITDA	(0.5x)	(0.7x)	(0.7x)	(0.5x)	(0.4x)	(0.6x)	(0.7x)	(0.9x)
Δ% Ventas	15.42%	20.03%	14.86%	6.65%	17.32%	7.99%	3.52%	3.11%
Δ% EBITDA	25.19%	36.63%	30.93%	11.93%	14.55%	9.97%	2.31%	3.09%
Δ% Ut. Neta Consolidada	37.18%	41.06%	36.00%	14.03%	11.04%	7.47%	2.81%	4.04%
Δ% UPA	37.14%	40.89%	35.65%	14.13%	11.24%	7.51%	2.85%	4.08%
ROE	23.68%	30.53%	31.63%	31.47%	31.27%	28.80%	25.75%	23.64%
ROIC	38.50%	51.61%	54.17%	52.23%	49.82%	49.13%	46.10%	45.44%
ROA	18.89%	24.69%	25.70%	26.20%	26.65%	25.67%	24.09%	22.72%

Fuente: Interacciones y reportes de la compañía.
*Tanto los múltiplos históricos como pronosticados se calcularon utilizando el precio de cierre al 22 de junio del 2016.

Información adicional disponible bajo petición.

Sobre las recomendaciones

La presente información, no podrá tomarse como recomendación, consejo o sugerencia para la toma de decisiones de inversión o para llevar a cabo operaciones por parte de los inversionistas, los cuales son responsables de tomar las decisiones que sean acordes con el perfil de inversión, de igual forma esta información en ningún caso puede tomarse como garantía del resultado de las inversiones.

Este reporte está dirigido única y exclusivamente a aquellos inversionistas, clientes de Interacciones, que cumplan con el perfil de inversión que les permita invertir en acciones. La recomendación expresada en este reporte puede diferir de cualquier otro análisis realizado sobre la misma acción por otra área o empleados de Interacciones. El contenido del presente escrito tiene como base información pública; sin embargo dichas fuentes no han sido objeto de cotejo por Interacciones, por lo que no se ofrece garantía alguna, en cuanto a su exactitud e integridad. Sólo estamos obligados a informar cambios al público cuando tengamos la intención de descontinuar la cobertura de análisis de una empresa en particular.

Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros. Actualizaciones constantes pueden ser realizadas para cualquier compañía dependiendo de la periodicidad de eventos, anuncios, condiciones de mercado o cualquier otra información pública. El valor de y utilidad de las inversiones puede variar debido a cambios en las tasas de interéso en el tipo de cambio, precios de los valores u otras condiciones macro y macroeconómicas. Además, los estimados están basados en supuestos que pueden o no llevarse a cabo. Este documento no provee asesoría personalizada y no toma en consideración estrategias y objetivos específicos de inversión, situación financiera, o necesidades particulares de cualquier persona que pueda recibir este reporte. El destinatario de este reporte debe hacer sus propias decisiones y es enteramente responsable de dichas decisiones. La Compañía alienta a los inversionistas a buscar asesoría financiera para realizar inversiones apropiadas.

Grupo Financiero Interacciones, S.A. de C.V. no provee asesoría contable, fiscal o legal. Cualquier inversionista deberá recurrir a sus propios consultores en busca de consejo antes de involucrarse en cualquier transacción.

Sobre conflictos de interés

Los puntos de vista expresados en este documento constituyen opiniones personales de los analistas involucrados en su elaboración. Los analistas que prepararon este reporte no tienen posiciones en los valores mencionados. Este reporte está basado en información pública y fuentes que se consideran fidedignas; no se garantiza la precisión, veracidad o completitud de dicha información. Los analistas fundamentales involucrados en la elaboración de este documento reciben compensaciones basadas en la calidad y precisión de este reporte, retroalimentación de los clientes, factores competitivos y utilidades generadas por la Compañía Grupo Financiero Interacciones, S.A. de C.V. y sus subsidiarias ("Interacciones") tratan y pretenden tratar con las empresas cubiertas en sus reportes de análisis. Interacciones, su controladora, afiliadas, oficinas, consejeros, funcionarios o empleados de las mismas no resultarán responsables frente a sus clientes o frente a cualquier otra persona, ni asumirán responsabilidad de ninguna índole por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso del contenido del presente escrito. Este reporte ha sido preparado por el Departamento de Análisis de Interacciones (Powered by Signum) y está sujeto a cambios sin previo aviso. Interacciones y sus empleados no están bajo ninguna obligación de actualizar o rectificar la información contenida en este documento. Este reporte no podrá ser reproducido, reimpreso, vendido o distribuido en su totalidad o en parte sin autorización escrita de Interacciones.

Grupo Financiero Interacciones, S.A. de C.V. y sus empleados, oficiales, y directores pueden estar involucrados directamente en alguna transacción que involucre a los valores mencionados en este reporte, y sus transacciones pueden diferir de la recomendación expresada.

Este reporte contempla las políticas de conflicto de intereses de nuestra compañía. El personal de análisis tiene prohibido aceptar pagos, o cualquier otra compensación directa o indirecta por haber expresado una recomendación u opinión en específico dentro de este reporte.

Empleados de Grupo Financiero Interacciones, S.A. de C.V. **que no estuvieron involucrados en la preparación de este reporte pueden tener inversiones en valores o derivados de valores de compañías mencionadas en este reporte**, y pueden realizar transacciones con ellos de manera diferente a los puntos de vista expresados en este reporte. En el caso de que algún Directivo o Empleado tenga acceso al presente documento, debe estar consciente de que el mismo, es únicamente de carácter informativo y no constituye una oferta o recomendación por parte de las empresas que forman parte de Grupo Financiero para comprar o vender los valores a que el mismo se refieren y que en el evento de que los datos contenidos en el mismo resulten erróneos o inexactos, no representaran responsabilidad alguna para este Grupo Financiero y sus empresas integrantes".

Grupo Financiero Interacciones no asume aquí obligaciones ni se responsabiliza del contenido de este reporte, si desea una opinión formal, por favor hágalo saber al asesor de inversión para proceder como corresponda.

Interacciones Casa de Bolsa

México

Paseo de la Reforma 383, Piso 15, Col. Cuauhtémoc,
06500. Ciudad de México.
Tel. +52 (55) 5326-8600, Fax +52 (55) 5326-8747

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

Director Ejecutivo de Análisis/Estrategia y Valor

Juan F. Rich Rena	jfrichr@interacciones.com	(55) 5326-8600 x4486
Montserrat Araujo Nagore	maraujon@interacciones.com	(55) 5326-8600 x8589

Análisis Técnico

Agustín Becerril	abecerril@interacciones.com	(55) 5326-8600 x6108

Materiales/ Aeropuertos /Mineras

Andrés Audiffred	aaudiffreda@interacciones.com	(55) 5326-8600 x4516
Cecilia Capetillo Licona	ncapetillol@interacciones.com	(55) 5326-8600

Telecomunicaciones / Consumo

Martin Lara	mlarap@interacciones.com	(55) 5326-8600 x8587
Emma Ochoa Perez	oochoap@interacciones.com	(55) 5326-8600 x8586

Industriales

Armelia Reyes Morelos	areyesm@interacciones.com	(55) 5326-8600 x8588

Fibras/Financieras

Roberto Navarro	rnavarro@interacciones.com	(55) 5326-8600

Economía y Renta Fija

Carlos Fritsch	(55) 5326-8600 x7218
Fernando Lamoyi	(55) 5326-8600 x7218
Mauricio Tavera	(55) 5326-8600 x7218

Bases de datos y sistemas

Carlos Briseño	(55) 5326-8600 x8386

VENTAS INSTITUCIONALES

Director Ejecutivo de Ventas Institucionales

Guillermo Zevada	gzevadap@interacciones.com	(55) 5326-8748
Jorge Lagunes	jilagunas@interacciones.com	(55) 5326-8795
Lawrence Eden	leden@interacciones.com	(55) 5326-8633
Yelena Ramirez	yramirez@interacciones.com	(55) 5326-8699
Diego Barroso	dbarrosor@interacciones.com	(55) 5326-8723