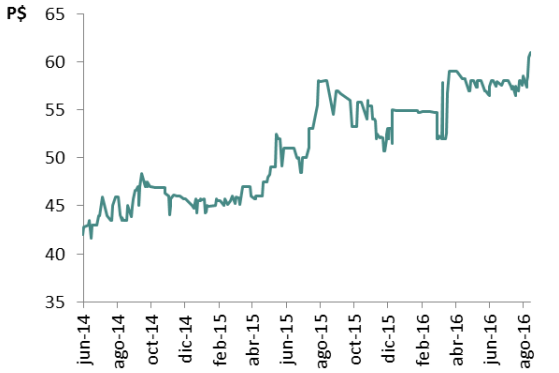
Corporación Moctezuma S.A.B. de C.V.

MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN

CMOCTEZ* MM

COMPRA

P.O. 2017-IV: P$68.7



Precio Objetivo al 2017-IV:			**P$ 68.70**
Precio Cierre (15/08/2016):			P$ 60.93
Dividend Est. 2017 (en P$)			P$ 2.06
Potencial total (con dividendos)			16.1%
Valor de Capitalización (millones P$):			53,637
Imp. Prom. diario (6M, millones)			13.71
Float (%)	22.7%	P/U 2017E	12.19x
Max Trim	P$ 60.93	VE/EBITDA 17E	7.30x
Min Trim	P$ 56.45	**ROIC**	**58.9%**
Chg % Trim	5.05%	**ROE**	**35.0%**

Acerca de Corporación Moctezuma

Corporación Moctezuma S.A.B. de C.V. es una compañía en el sector construcción que se dedica a la producción y venta de cemento portland y concreto premezclado, así como a la extracción y comercialización de agregados. Cuenta con 72 años de experiencia en la industria y opera a través de tres plantas cementeras en Morelos, Veracruz y San Luis Potosí.

Tesis de inversión

- **Cmoctez, una *cash cow*.** Estimamos que la compañía financia su crecimiento con su propia generación de efectivo. De hecho, pronosticamos que la expansión de la planta en Apazapan, Veracruz, será financiada con su propia operación. Gracias a esto, la empresa obtuvo una razón deuda neta/EBITDA de -0.6x al cierre del 2016-II.
- **Empresa más rentable en BMV.** En nuestro análisis de rentabilidad de ROIC y ROE de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) al 2016-II, que incluye una muestra de 94 empresas, Corporación Moctezuma acumuló seis trimestres de ser una de las compañía con mayor ROIC, y ocupó el tercer lugar en términos de ROE.
- **Atractivos dividendos .** Generalmente la compañía paga dividendos dos veces al año, en los últimos 3 años fueron dos emisiones de P$1 por acción, esto es, en promedio el 96% de la utilidad neta controladora del año previo. El último pago de dividendo se realizó en marzo 2016, de P$1.5 por acción, lo que significó un rendimiento anual sobre dividendo del 4.92%. Hacia los próximos doce meses estimamos un rendimiento sobre dividendo del 4.15%.
- **Excelentes perspectivas de crecimiento.** Creemos que la compañía tiene un alto potencial de crecimiento gracias a las inversiones de capital que actualmente realiza (en la planta de Apazapan, Veracruz); los bajos costos energéticos, que benefician los márgenes; la alta generación de flujos de efectivo y mejores perspectivas de la industria en la vivienda. Nuestro pronóstico consolidado implica una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) para los próximos cinco años del 7.34% en ingresos y del 8.8% en EBITDA.
- **Integración vertical.** Corporación Moctezuma tiene un excelente control de costos gracias a que participa en la mayor parte de la cadena de producción, desde la extracción de la materia prima hasta la distribución.

Valuación

- **Valuación de flujos descontados y múltiplos–** Realizamos la valuación por flujos descontados. La proyección se realizó hasta 2022, con pronósticos de resultados por segmento de negocio y de los demás estados financieros con el consolidado. Complementamos la valuación con un análisis con comparables y múltiplos.
- **Precio Objetivo.** Asignamos un precio objetivo al 2017-IV del **P$68.7** por acción, que implica un rendimiento potencial del **18.6%**, incluyendo dividendos próximos 17 meses, por lo que recomendamos COMPRA.

Riesgos

- **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.

I. Justificación de inversión

i. Corporación Moctezuma, una *cash cow*

La compañía se ha podido mantener con un perfil de bajo endeudamiento (con deuda neta negativa), gracias a la alta generación de flujo de efectivo, lo cual le ha permitido financiar su propio crecimiento orgánico y redituar a los accionistas con un constante pago de dividendos.

Con base en lo anterior y de acuerdo a nuestros estimados, la inversión por US$200 millones para la expansión de la segunda línea de Apazapan, Veracruz, podrá ser financiada por CMOCTEZ con el flujo generado por su propia operación, sin afectar el nivel de efectivo o endeudamiento.

La alta generación de efectivo se vislumbra mejor en el balance. Al cierre del 2015 y de acuerdo a la compañía, el excedente de efectivo (aquél por encima de las necesidades del capital de trabajo), representó el 74% de la utilidad de operación consolidada (prácticamente el 100% del efectivo al cierre de ese año). Sin considerar inversiones extraordinarias, estimamos que hacia 2022, el efectivo en caja pueda representar hasta el 42% de los activos totales.

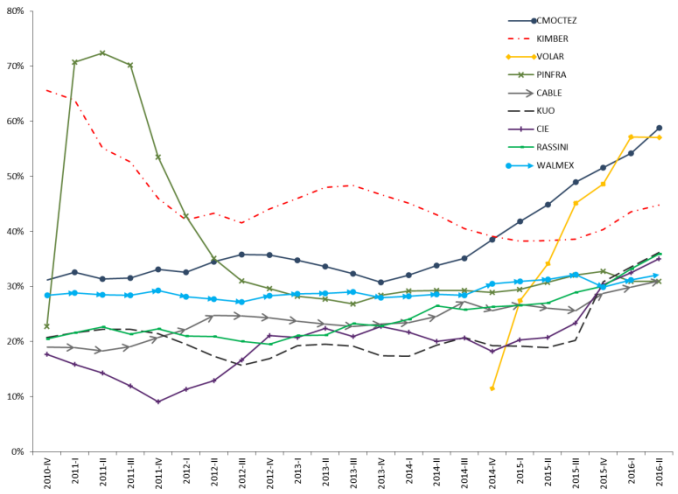
Ahora bien, la compañía opera cercana a su nivel máximo de capacidad (95% aprox.) y aún con la expansión en Veracruz, estimamos que volverá a esos niveles hacia 2022, por lo que no descartamos que CMOCTEZ busque invertir el importante efectivo con que cuenta para realizar alguna expansión y/o adquisición, aunque la administración no ha revelado información al respecto.

ii. Alta rentabilidad

En nuestro análisis de rentabilidad de la BMV, en la que tomamos una muestra de 94 empresas, CMOCTEZ se posicionó por sexto trimestre consecutivo (con excepción del 2016-I[1]) como la empresa más rentable en términos de ROIC[2] (Return on Invested Capital), y se ubicó en el tercer lugar en ROE (Return on Equity).

En dicho análisis, se desagrega al ROIC en sus dos principales componentes: rotación de capital y margen EBITDA. El primero se refiere a la capacidad de la compañía para generar ingresos con el capital invertido y generalmente las compañías con alta rotación son aquéllas intensivas en capital, que invierten en tecnología y mejoramiento de sus procesos.

Gráfica 1. Empresas más rentables de la BMV, ROIC 2016-II



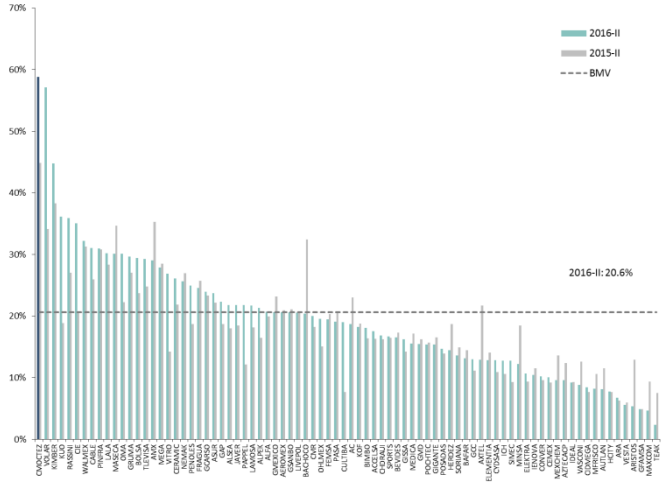
Fuente: Signum Research

El segundo nos habla de las eficiencias en costos , gastos y la habilidad de la compañía de convertir el ingreso en flujo libre de efectivo. Las emisoras que presentan cifras altas en ambos rubros tienen la mayor rentabilidad. CMOCTEZ presentó una rotación de capital de 1.31x y un margen EBITDA de 44.89%, al 2016-II.

1 Este es el primer trimestre que consideramos a VOLAR en el análisis agregado y observamos que mostró el mejor ROIC en 2016-I.
2 ROIC se calcula con nuestra metodología EBITDA/Capital Invertido. Para más información consultar nuestro reporte trimestral de análisis de rentabilidad en la BMV.

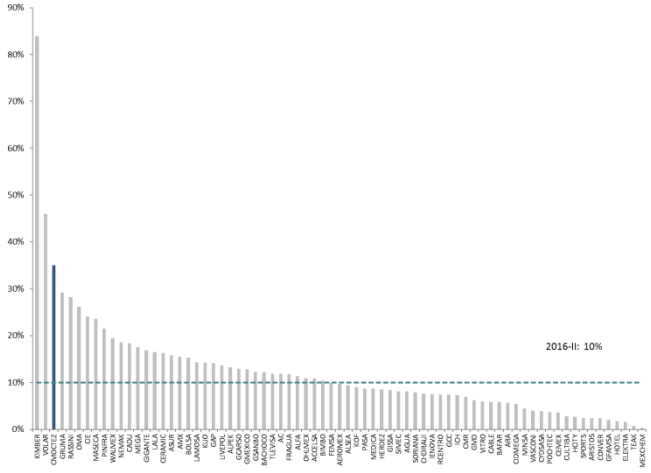
Algo que observamos que fue el detonante de que el ROIC de la compañía incrementara en el último año fue el importante exceso de efectivo, que ya hemos descrito, ya que nuestra metodología resta el rubro al capital invertido, lo que disminuye el denominador de la razón e incrementa su valor. El incremento 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. Históricamente, CMOCTEZ ha logrado mantener una tasa ROIC por encima del 30%.
En términos de ROE, es el cuarto trimestre que la compañía se ubica en tercer lugar de la muestra analizada.

Gráfica 2. Rentabilidad en la BMV, ROIC



Fuente: Signum Research

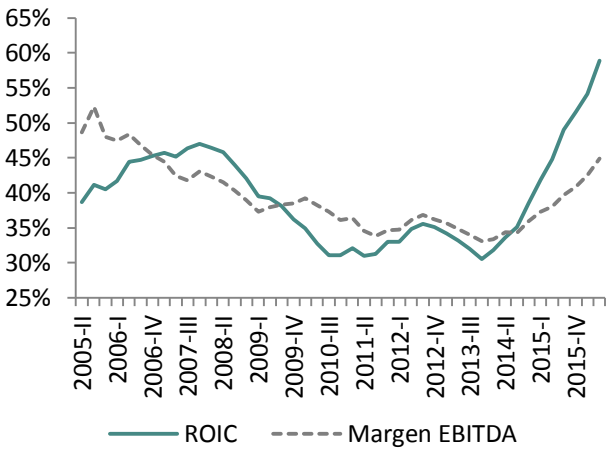
Gráfica 3. Rentabilidad en la BMV, ROE



Fuente: Signum Research

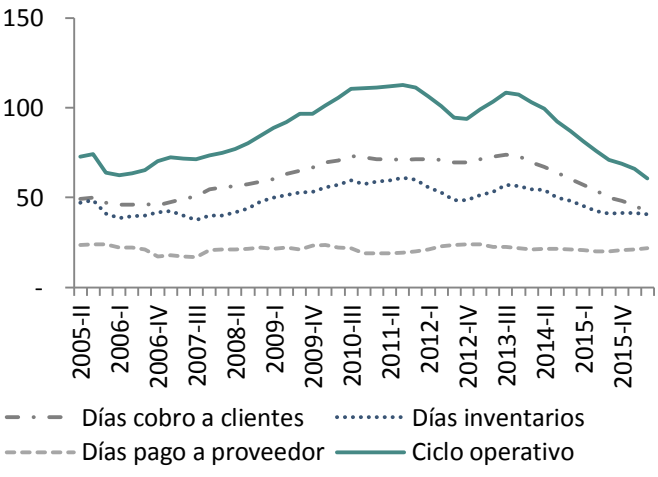
Altos márgenes y menor capital de trabajo neto. En el primer semestre del 2016, la compañía logró márgenes operativos no observados en 10 años. En 2016-II, CMOCTEZ alcanzó el mayor margen operativo (45.5%) y EBITDA (49.43%) desde 2006, mientras que el margen neto fue el más alto en ocho años (34.8%). Adicionalmente, la compañía ha reportado utilidades netas positivas en toda su historia (contamos con información desde 1990), de forma consistente e ininterrumpida. Moctezuma también ha logrado disminuir el ciclo operativo, desde 108 días en 2013-III, a 61 días al cierre del 2016-II, debido a una mayor rotación de inventarios y clientes.

Gráfica 4. ROIC y Margen EBITDA, cifras 12M



Fuente: Signum Research

Gráfica 5. Capital de Trabajo, días, cifras 12M



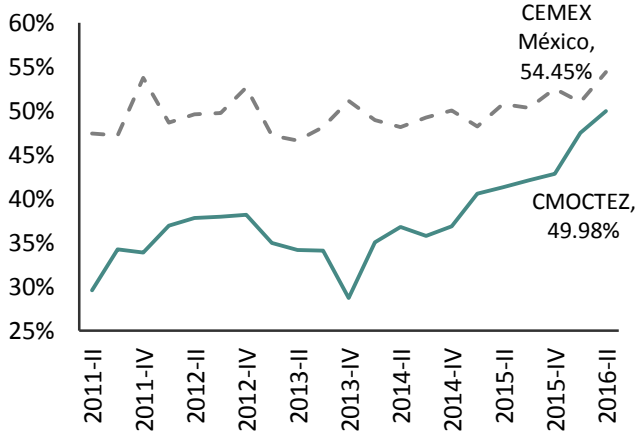
Fuente: Signum Research

Márgenes superiores a la competencia. Si comparamos a Corporación Moctezuma con Cemex México, observamos que históricamente el margen bruto ha sido menor para la primera, aunque el spread entre ambos se ha reducido en los últimos trimestres; no obstante, cuando comparamos los márgenes operativos y EBITDA, encontramos que desde el 2014-I, Moctezuma ha superado a Cemex México, con mayor spread en 2016-I.

Estimamos que las mejores eficiencias en costos de la compañía se atribuyen, en parte, a las inversiones que la emisora ha realizado en sus plantas para utilizar Petcoke en lugar de combustóleo (actualmente, el 99.5% de la energía requerida para los hornos es Petcoke, lo que ha reducido los costos en un 60%) pero principalmente a los menores precios del petróleo observados desde 2014-IV, que benefician los márgenes de las cementeras.

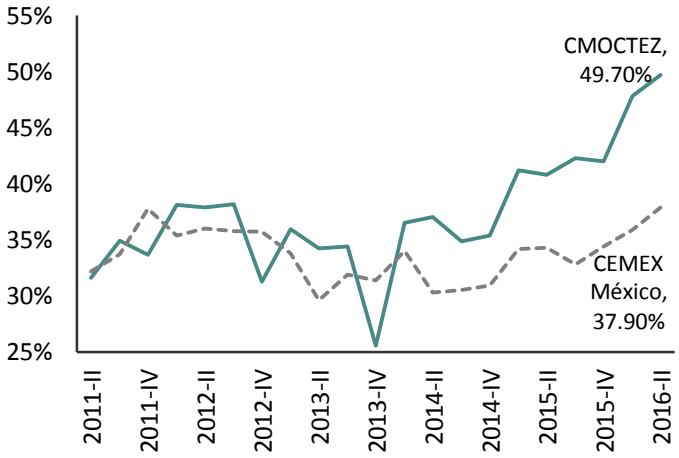
Nuestra expectativa es una recuperación gradual en el precio del petróleo, y prevemos que hacia 2022, la compañía pueda tocar un margen bruto cercano al 45.3% y un margen EBITDA de 45%.

Gráfica 6. Margen bruto trimestral al 2016-II



Fuente: Signum Research

Gráfica 7. Margen EBITDA trimestral* al 2016-II



Fuente: Signum Research
* Se calculó excluyendo otros gastos/ingresos para efectos comparables

iii. Perspectivas positivas de crecimiento

Expansión planta de Apazapan. 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%, a 7.7 millones de toneladas anuales y requerirá una inversión de US$200 millones. Estimamos que dicho incremento, aunado al incremento en precios y precios del petróleo más estables en su nivel de equilibrio, podría permitirle a la compañía superar los P$8,000 millones anuales de EBITDA en 2022.

Desempeño operativo de Moctezuma superior con respecto su industria. Realizamos un análisis agregado de la industria cementera, que incluye cuatro empresas relacionadas públicas de la BMV (CEMEX, Lamosa, Grupo Cementos Chihuahua y Corporación Moctezuma). Las ventas has presentado una TACC 5 años del 5%, la utilidad bruta del 8% y el EBITDA del 9.1%. Por su parte, CMOCTEZ presentó una TACC 5 años y al cierre del 2016-II del 9.6% en ingresos, 20.47% en utilidad bruta y 18.61% en EBITDA.

De acuerdo con esto, CMOCTEZ ha mostrado un desempeño superior al de la industria, y esperamos que continúe con un buen ritmo de avance debido al incremento en capacidad ya mencionada, los bajos costos energéticos, inversiones en tecnología de punta y alta generación de flujo de efectivo, que le otorgan a la compañía una excelente posición financiera.

A pesar de un entorno complicado en la industria de la construcción, como consecuencia de la menor inversión pública así como las menores expectativas del crecimiento internacional (recalcando que la compañía tiene una alta dependencia al desempeño de la economía mexicana), 2016-II fue un trimestre fuerte para la compañía y la administración ha resaltado que replanteará su estrategia de ahorro en costos-gastos así como su plan comercial para mantener o mejorar el desempeño en 2015, que fue muy positivo. Un factor clave que consideramos podría ser driver de crecimiento en la demanda de cemento es el sector vivienda, respaldado por mayores subsidios por parte del Gobierno y ambiciosos planes de inversión de diversas desarrolladoras en el sector.

En este sentido, creemos que la compañía podría mantener una TACC para los próximos 6 años inferior al observado en 2016-II pero ligeramente superior al de la industria. Nuestro pronóstico consolidado implica una TACC en ingresos del 7.34%, en EBITDA del 8.80% y en utilidad neta del 8.70%.

Perspectivas por segmento de negocio, pronósticos

1. Cemento (80% de los ingresos 12M y aprox. 95% del EBITDA)

La división cemento representó el 80% de los ingresos 12M al 2016-II. De acuerdo con la compañía, el segmento aporta aproximadamente el 95% del EBITDA.

Metodología y principales supuestos

Estimamos los ingresos utilizando un pronóstico del volumen y precios de la tonelada de cemento. La compañía no revela información de ninguna de estas variables, por lo que realizamos nuestra estimación de volumen histórico con base en la capacidad utilizada (que de acuerdo a la compañía se encuentra cercana al 95%) y el número de sacos producidos por línea y por día.

Una vez modelado el volumen, obtuvimos el precio por unidad, para después pronosticar su crecimiento utilizando como base histórica el índice de precios del cemento publicado por el INEGI. El pronóstico de volumen fue realizado con base en la capacidad instalada futura y nuestro supuesto del porcentaje de capacidad utilizada en los próximos años.

En este segmento, el cemento se vende de dos formas: envasado y a granel, el primero con mayor margen, por lo que la emisora busca incrementar las ventas del mismo, supuesto que también consideramos en el modelo.

Separamos los costos en energéticos, fletes y otros. En los costos energéticos realizamos estimaciones del precio del petróleo (por su 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 con respecto las variaciones en el precio de la mezcla petrolera.

Para el histórico, supusimos un margen bruto superior al margen consolidado, dado que el margen consolidado se ve abatido por los menores márgenes del concreto.

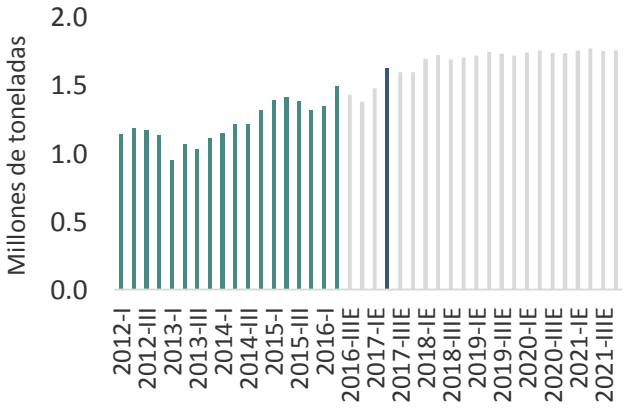
Las inversiones de capital (CAPEX) fueron estimadas de acuerdo a las inversiones esperadas en los próximos años para la segunda línea de Apazapan más un porcentaje fijo de gastos de mantenimiento y reposición.

Tabla 1. Pronósticos Estado de Resultados Cemento

Cemento	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Vol. envasado/granel (miles t.m.)	5,496	5,654	6,297	6,809	6,915	6,972	7,032
Precio prom. (miles P$/tonelada)	1.57	1.76	1.84	1.88	1.92	1.95	1.99
% a/a volumen	*12.5%*	*2.9%*	*11.4%*	*8.1%*	*1.6%*	*0.8%*	*0.9%*
% a/a precio	*6.9%*	*12.3%*	*4.2%*	*2.1%*	*2.1%*	*1.9%*	*1.7%*
Ingresos (P$/millones)	**8,704**	**10,075**	**11,690**	**12,916**	**13,404**	**13,782**	**14,145**
Costos (P$/millones)	4,472	4,334	5,126	5,636	5,973	6,153	6,482
Utilidad bruta (P$/millones)	4,232	5,741	6,564	7,280	7,431	7,629	7,663
Margen bruto (%)	***48.6%***	***57.0%***	***56.2%***	***56.4%***	***55.4%***	***55.4%***	***54.2%***
Gastos (P$/millones)	274	356	449	629	645	658	671
Utilidad operativa (P$/millones)	3,959	5,385	6,115	6,651	6,786	6,971	6,992
Margen operativo (%)	*45.5%*	*53.4%*	*52.3%*	*51.5%*	*50.6%*	*50.6%*	*49.4%*
EBITDA (P$/millones)	4,388	5,849	6,723	7,457	7,615	7,819	7,857
Margen EBITDA (%)	***50.4%***	***58.1%***	***57.5%***	***57.7%***	***56.8%***	***56.7%***	***55.5%***
CAPEX (P$/millones)	599	1,437	1,184	517	536	551	566

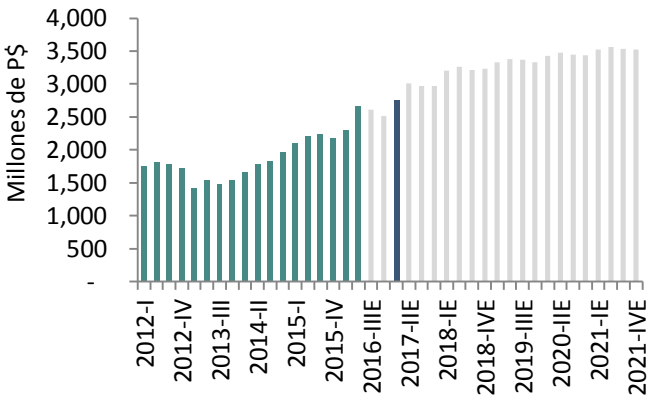
Fuente: Signum Research. Con excepción de ingresos y CAPEX, todas las cifras, incluyendo las históricas, son estimaciones de Signum.

Gráfica 8. Volumen trimestral vendido de cemento envasado y a granel



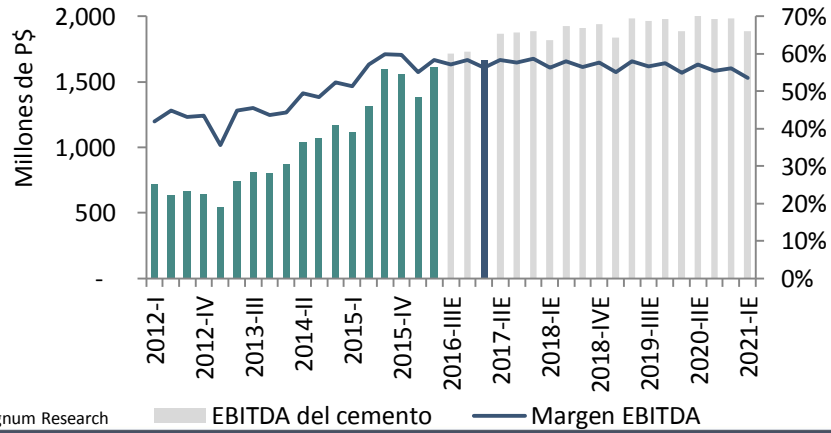
Fuente: Estimaciones de Signum Research.

Gráfica 9. Ingresos trimestrales, cemento envasado y a granel



Fuente: Signum Research con información de la compañía

Gráfica 10. EBITDA y Margen EBITDA, trimestral



Fuente: Estimaciones de Signum Research

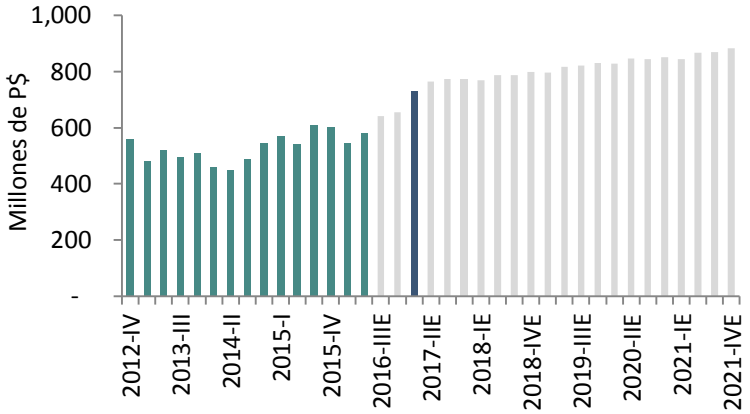
2. Concreto (~20% de los ingresos 12M y aprox. 5% del EBITDA)

La división represento el ~20% de las ventas, al 2016-II y en cifras 12M. Según información de la compañía, el concreto representa aproximadamente el 5% del EBITDA.

El pronóstico de volumen y precio se hizo de manera similar a la división cemento, esto es, utilizando el índice de precios del concreto para el crecimiento trimestre a trimestre y una muestra de precios del concreto por tonelada. El cemento que es materia prima del concreto se considera venta en el rubro de cemento a granel.

De acuerdo con la emisora, los márgenes del concreto son relativamente difíciles de incrementar, por lo que cada trimestre suponemos una relativa estabilidad según sea el último dato estimado.

Gráfica 11. Pronóstico ingresos trimestrales, concreto



Fuente: Signum Research

Tabla 2. Estado de resultados concreto, pronósticos

Concreto	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Vol. concreto (miles t.m.)	1,817	1,769	2,151	2,179	2,189	2,201	2,210
Precio prom. (miles P$/tonelada)	1.28	1.37	1.41	1.44	1.49	1.53	1.57
Ingresos (P$/millones)	**2,322**	**2,420**	**3,038**	**3,140**	**3,264**	**3,368**	**3,460**
Costos y Gastos (P$/millones)	2,202	2,293	2,884	3,009	3,127	3,224	3,310
Utilidad operativa (P$/millones)	120	127	154	130	138	144	149
Margen operativo (%)	***5.2%***	***5.2%***	***5.1%***	***4.1%***	***4.2%***	***4.3%***	***4.3%***
EBITDA (P$/millones)	183	198	250	258	269	278	287
Margen EBITDA (%)	***7.9%***	***8.2%***	***8.2%***	***8.2%***	***8.2%***	***8.3%***	***8.3%***
CAPEX (P$/millones)	162	148	249	109	112	115	118

Fuente: Signum Research. Con excepción de ingresos y CAPEX, todas las cifras, incluyendo las históricas, son estimaciones de Signum.

Un supuesto adicional fue sobre el CAPEX en la planta de Apazapan, el cuál distribuimos en los tres segmentos de negocio de acuerdo a la proporción que representan en los ingresos.

3. Corporativo

La compañía es propietaria de ciertos inmuebles de los que obtiene rentas. La participación de este segmento es mínima y hasta ahora se ha registrado el mismo monto de ingresos cada trimestre, por lo que realizamos un pronóstico trivial.

Tabla 3. Pronósticos del segmento

Corporativo	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos (P$/millones)	0.516	0.516	0.526	0.537	0.548	0.559	0.570
CAPEX (P$/millones)	20.195	0.608	6.458	4.261	5.369	3.806	3.412

Fuente: Signum Research

iv. Sana estructura financiera

La emisora mantiene una política de bajo endeudamiento. Su estructura es 82% capital, con una razón Deuda/Capital de 0.28%; sin embargo, se mantienen líneas de crédito abiertas con diferentes instituciones, en caso de requerir financiamiento.
Recalcamos que dicha situación no es necesariamente favorable, dado que el costo del capital es superior al costo de la deuda, lo que eleva el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés), además de que se pierde el escudo fiscal por la deducción de intereses. Por lo anterior, la compañía mantenía una tasa impositiva efectiva muy cercana al 30%; sin embargo, en el semestre se registró una tasa impositiva promedio del 27.3%, y dado que la deuda se ha mantenido relativamente estable, se puede hablar de un mejor manejo fiscal.

II. Metodología de Valuación

i. Precio Objetivo y Recomendación

Con base en nuestro modelo de flujos descontados y utilizando los supuestos considerados previamente, obtuvimos un precio para Corporación Moctezuma de P$68.7 por acción al cierre del 2017-IV. Si además incluimos los dividendos que estimamos para el mismo periodo de tiempo (próximos 17 meses), que es de P$3.56 por acción, implicaría un rendimiento anual potencial del 18.6%, por lo que recomendamos COMPRA.

ii. Valuación por flujos descontados

Se analizó la información financiera hasta 2016-II. Con base en los supuestos mencionados previamente por segmento de negocio, perspectivas de la industria y planes de expansión, se pronosticaron a detalle las principales cuentas operativas del estado de resultados hasta el 2022-IV. Del 2023 hacia adelante se utilizó una perpetuidad. La tasa de descuento empleada fue el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés), que debido al bajo endeudamiento de CMOCTEZ, se encuentra muy arraigada al costo del capital.

Tabla 4. Valuación por flujos descontados

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	**6,741**	**6,866**	**7,065**	**7,094**	**7,115**	**7,364**
Tasa de Impuestos	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	(2,022)	(2,060)	(2,120)	(2,128)	(2,135)	(2,209)
NOPLAT	4,719	4,806	4,946	4,966	4,981	5,155
Depreciación	939	966	987	1,007	1,028	1,048
Cambios Cap. Trabajo	(3,149)	(2,947)	(2,910)	(2,745)	(2,556)	(2,607)
CAPEX	(629)	(654)	(670)	(687)	(705)	(719)
Flujo Libre de Efectivo	**1,879**	**2,171**	**2,352**	**2,541**	**2,748**	**2,878**
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						4.7%
VP del Periodo Explícito (2016 - 2020E)						9,241
Valor de la Perpetuidad						77,822
VP de la Perpetuidad						47,977
Valor de la Empresa Teórico						57,218
Deuda Neta						(3,578)
Valor de Mercado Teórico						60,796
Acciones en Circ.						*885*
Precio Objetivo 2017-IV						**P$ 68.70**
Precio de Mercado Actual						**P$ 60.93**
Dividend yield estimado 2017						**3.36%**
Rendimiento Potencial c/ Dividendos 2017						**16.12%**
VE/EBITDA Objetivo						**8.22x**
P/U Objetivo						**13.74x**
Costo Promedio de la Deuda						9.3%
Tasa de Impuestos de LP						30.0%
Costo de Deuda Después de Impuestos						6.5%
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, el rendimiento potencial sólo incluye los dividendos esperados en 2017, no los de la segunda mitad del 2016 que esperamos.
Los múltiplos objetivo se obtuvieron con base en el precio objetivo

Tabla 5. Múltiplos forward

MÚLTIPLOS	2015	U12M	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
VE / UAFIDA	11.26x	9.68x	8.51x	7.30x	6.62x	6.49x	6.31x	6.27x	6.24x
P/U	18.85x	15.41x	13.23x	12.19x	11.27x	11.04x	10.65x	10.62x	10.51x
P/VL	5.65x	5.26x	4.91x	3.97x	3.28x	2.79x	2.42x	2.14x	1.93x
Rend. Dividendo	3.3%	4.1%	4.9%	3.4%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%
INDICADORES OPERATIVOS	2015	U12M	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ventas	11,026	11,692	12,495	14,729	16,056	16,669	17,150	17,605	18,099
EBITDA	4,512	5,248	5,972	6,959	7,680	7,832	8,052	8,101	8,143
Margen EBITDA	*40.92%*	*44.89%*	*47.79%*	*47.25%*	*47.83%*	*46.98%*	*46.95%*	*46.01%*	*44.99%*
Utilidad Neta Control.	2,860	3,498	4,077	4,423	4,783	4,883	5,062	5,079	5,128
UPA	P$ 3.25	P$ 3.95	P$ 4.63	P$ 5.02	P$ 5.43	P$ 5.55	P$ 5.75	P$ 5.77	P$ 5.83
Deuda Neta	(2,941)	(3,137)	(3,014)	(3,578)	(4,605)	(6,023)	(7,968)	(9,917)	(12,017)
Deuda Neta / EBITDA	(0.65x)	(0.60x)	(0.50x)	(0.51x)	(0.60x)	(0.77x)	(0.99x)	(1.22x)	(1.48x)
Δ% Ventas	20.0%	14.0%	13.3%	17.9%	9.0%	3.8%	2.9%	2.7%	2.8%
Δ% EBITDA	36.6%	34.7%	32.4%	16.5%	10.4%	2.0%	2.8%	0.6%	0.5%
Δ% Ut. Neta Consolidada	41.1%	44.2%	42.8%	8.1%	8.1%	2.0%	3.7%	0.3%	1.0%
Δ% UPA	40.9%	43.5%	42.6%	8.5%	8.1%	2.1%	3.7%	0.3%	1.0%
ROE	30.5%	35.0%	37.8%	34.3%	30.4%	26.2%	23.4%	20.7%	18.7%
ROIC	51.6%	58.9%	61.5%	57.7%	53.9%	49.3%	47.4%	44.4%	42.5%
ROA	24.7%	28.5%	31.4%	29.3%	27.6%	24.5%	22.5%	20.1%	18.3%

Fuente: Signum Research, los múltiplos se calcularon con base en el último precio de cierre

ii. Valuación por múltiplos

Utilizando una muestra de seis compañías, tanto nacionales como internacionales, realizamos una valuación por múltiplos. La compañía cuenta con el mejor margen EBITDA, tasa de rentabilidad ROE (rendimiento sobre capital) y ROA (Rendimientos sobre Activos) respecto sus comparables. Además, es la única compañía que presenta deuda neta negativa. No obstante, los múltiplos forward de la emisora se encuentran por debajo de aquéllos de la industria, demostrando que cotiza a un múltiplo barato y que nuestra valuación es conservadora. Con base en el múltiplo forward de la industria a 2017, utilizamos un múltiplo de 8.40x, suponiendo un castigo por bursatilidad y ajuste por riesgo país de las compañías internacionales. El precio obtenido es de P$70.1 al cierre del 2017-IV.

Tabla 6. Valuación por múltiplos

Múltiplo forward	8.40x
EBITDA 2017	6,959
Valor de la Empresa (EV)	58,456
Menos Deuda Neta 2017-IV	(3,578)
Valor de Mercado (mill. de P$)	**62,034**
Acciones en circulación (millones)	885
Precio de la acción 2017-IV	P$70.1

Fuente: Signum Research

Tabla 7. Empresas comparables

Empresa	País	Moneda	Capitalización (Mill. USD$)	Float	Precio Cierre	Precio Objetivo	Div.Yld (%)	YTD Return (%)	Total Return
CEMENTOS ARGOS	COLOMBIA	COP	5,355.30	36.11	11,640.00	11,710.00	1.76	21.35	2.36%
GRUPO CEMENTOS CHIHUAHUA	MEXICO	MXN	940.18	24.82	51.00	nd	nd	13.81	nd
UNION ANDINA DE CEMENTOS	PERU	PEN	1,388.80	31.98	2.79	3.19	3.58	67.25	17.92%
CEMEX	MEXICO	MXN	12,569.80	100.00	16.19	16.43	0.00	78.55	1.46%
ELEMENTIA	MEXICO	MXN	1,094.70	24.79	22.60	25.57	0.00	(1.57)	13.13%
CEMENTOS PACASMAYO	PERU	PEN	1,045.23	66.83	4.16	nd	6.90	76.27	nd
CORP MOCTEZUMA	MEXICO	MXN	2,976.93	22.71	60.93	68.70	3.36	11.03	16.12%

Fuente: Signum Research

	P/U			VE/EBITDA			P/B				
Empresa	**UDM**	**2016**	**2017**	**UDM**	**2016**	**2017**	**UDM**	**ROE**	**ROA**	**UDM Margen EBITDA**	**Deuda Neta/EBITDA**
CEMENTOS ARGOS	30.37	27.89	22.64	13.39	11.44	10.07	2.00	7.32	3.20	18.59	3.27
GRUPO CEMENTOS CHIHUAHUA	14.60	nd	nd	7.08	nd	nd	1.06	7.48	4.14	24.09	1.96
UNION ANDINA DE CEMENTOS	22.50	8.58	6.96	8.00	7.48	7.16	1.15	5.24	1.94	34.37	3.99
CEMEX	36.15	36.63	20.80	11.69	10.07	9.20	1.50	4.17	1.10	17.61	6.51
ELEMENTIA	nd	25.31	17.79	7.99	8.25	7.65	1.25	0.07	0.03	17.69	2.41
CEMENTOS PACASMAYO	19.51	17.10	14.90	11.40	10.59	9.67	2.27	8.72	5.22	30.57	2.19
CORP MOCTEZUMA	15.41	13.23	12.19	9.68	8.51	7.30	5.24	35.00	28.50	44.89	(0.60)
Mediana	**21.01**	**21.20**	**16.35**	**9.68**	**9.29**	**8.42**	**1.50**	**7.32**	**3.20**	**24.09**	**2.41**
Promedio Ponderado	**28.70**	**27.85**	**18.28**	**11.27**	**9.61**	**8.66**	**2.03**	**8.64**	**5.04**	**22.71**	**4.33**

Fuente: Signum Research

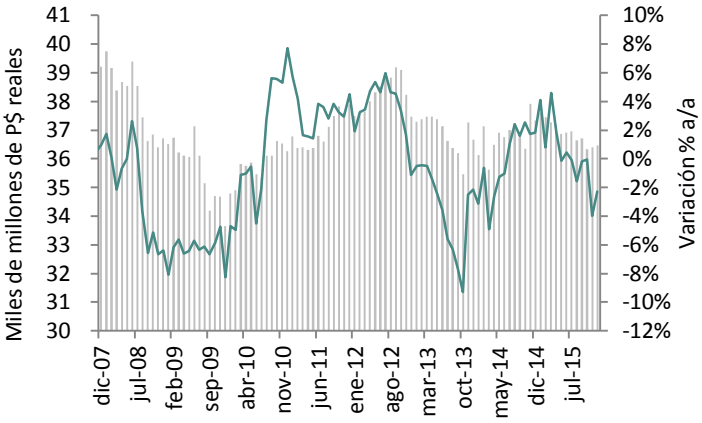
III. Riesgos

i. Dependencia de un solo sector y una sola economía

Corporación Moctezuma depende en gran medida de la industria constructora en México, y ésta a su vez del ciclo económico en que se encuentre el país. Por ello, las etapas recesivas o expansivas inciden en los ingresos de la compañía, ya sea por medio del volumen y/o el precio de venta.

En los últimos años, el valor de producción de las constructoras ha presentado altibajos, presentando un auge desde 2010 hasta el 2012 y desacelerándose fuertemente en 2013. Para 2014 se recuperó pero en 2015 se presentaron tasas de crecimiento anuales negativas.

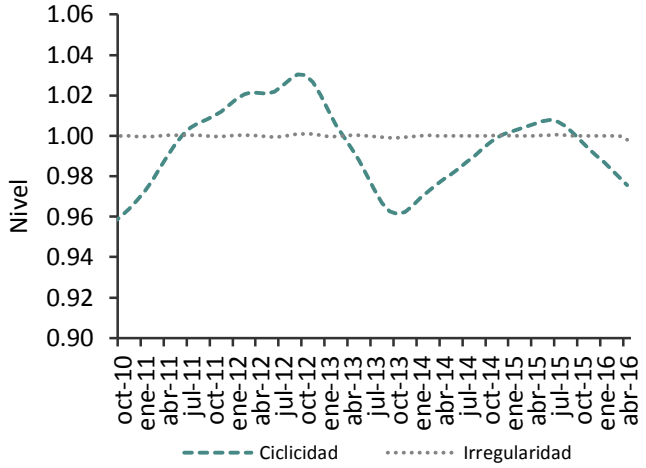
Gráfica 12. Valor de la producción empresas constructoras, términos reales base 2003



Fuente: Signum Research con datos del INEGI

Actualmente, de acuerdo a nuestro Indicador Cíclico Signum sobre la inversión fija bruta, la industria se encuentra en una etapa de recesión. Ello explica nuestras perspectivas menos favorables para este año en términos de volumen de ventas, aunque consideramos que existe un factor que podría jugar a favor de una mayor demanda y es el sector vivienda, donde mantenemos perspectivas positivas gracias a los planes de expansión de algunas compañías en la industria, así como la intención del gobierno por incentivar la inversión en el rubro a través de mayores subsidios , sobretodo en la vivienda de interés social.

Gráfica 13. ICS para inversión fija bruta



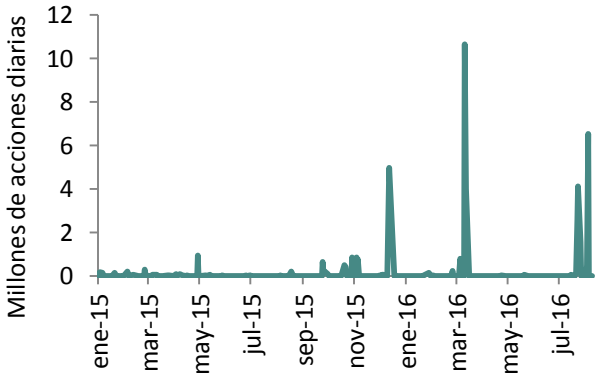
Fuente: Signum Research con datos del INEGI

ii. Baja Bursatilidad

La acción de CMOCTEZ* se considera de baja bursatilidad. En los últimos seis meses presentó un valor promedio diario operado de P$13.7 millones. Además, el volumen operado promedio de los últimos seis meses fue de 357,947 acciones .

La acción es normalmente adquirida para portafolios de largo plazo, y esto ha incidido en la baja bursatilidad; no obstante, por la alta rentabilidad de la emisora, consideramos que es una atractiva alternativa de inversión.

Gráfica 14. Volumen diario operado



Fuente: Bloomberg

iii. Sensibilidad a los precios de la energía

Los costos energéticos inciden fuertemente en los márgenes de la compañía, al representar cerca del 33% de los costos totales. En los últimos trimestres, la caída del precio de la mezcla benefició los márgenes, pero un alza de precios en los energéticos, podría disminuir los márgenes nuevamente. Por el momento, el margen EBITDA 12M se ubica en niveles del 2006, pero históricamente, Moctezuma fue capaz de presentar un margen por hasta 744 pb por encima del actual, aún cuando los precios del crudo rondaban los US$53; no obstante, el tipo de cambio se encontraba en P$10.9 /US$.

iv. Exposición al tipo de cambio

A pesar de que el 99% de los ingresos de la compañía están en pesos mexicanos, uno de los insumos más importantes de la empresa (Petcoke) se comercializa en dólares. De hecho, estimamos que el 17% de sus costos se encuentran en la moneda norteamericana. Dicho esto, una alta depreciación del tipo de cambio podría causar un deterioro en el margen bruto y EBITDA.

Por el lado del Balance, la compañía mantiene una posición neta en moneda extranjera positiva, esto es, 7.34% de los activos totales se encuentran en moneda extranjera (58.18% en dólares y el resto en euros) pero únicamente el 1.37% de los pasivos se caracteriza por la misma condición (78.74% en dólares y el resto en euros). Por tanto, una depreciación del peso mexicano beneficia la posición monetaria de la compañía.

IV. Características de la Industria

Industria Cementera en México

La industria cementera en México se compone de pocos participantes, cuyo principal participante es Cemex, quien tiene 15 plantas cementeras y cuenta con cerca del 50% de la producción instalada. Por ello, creemos que la estructura de mercado es muy cercana a un oligopolio.

Mapa 1. Presencia Geográfica principales participantes , plantas de producción

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

Fuente: Signum Research y Canacem

La capacidad anual de producción de cemento instalada de cemento al 2015 era de 60.5 millones de toneladas anuales y estimamos que se operó al 80% de capacidad. De acuerdo a datos publicados por las corporaciones cementeras, esperamos que para 2019 la capacidad instalada crezca en 7.6 millones de toneladas (+12.56% y del cual 17.1% será añadido por Corporación Moctezuma). Según se muestra en el mapa 1, la mayor competencia se centra en la zona metropolitana.

En México, la industria cementera es autosuficiente, pero los altos costos de transporte (el cual incide fuertemente en el costo del producto final, al representar aprox. el 33% de los costos totales), la volatilidad en precios del petróleo y demás factores, obstaculizan la exportación de cemento a otros países. Por ello, las compañías que desean incurrir en mercados externos, optan por la adquisición de plantas cementeras en otros países, lo que ha ayudado a fortalecer los ingresos extranjeros.

Tabla 8. Capacidad instalada por empresa

Millones Mt	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

Fuente: Compañías

Estimamos que en la industria cementera cerca del 33% de los costos de producción se destinan a la utilización de electricidad y combustibles, por lo que existe una alta sensibilidad a los precios del petróleo (específicamente el Petcoke, que abarca aproximadamente el 60% de dichos costos, el 40% restante es utilizado en energía eléctrica). Dado el reciente comportamiento del precio de los energéticos, desde finales de 2014 las cementeras han registrado mayores márgenes.

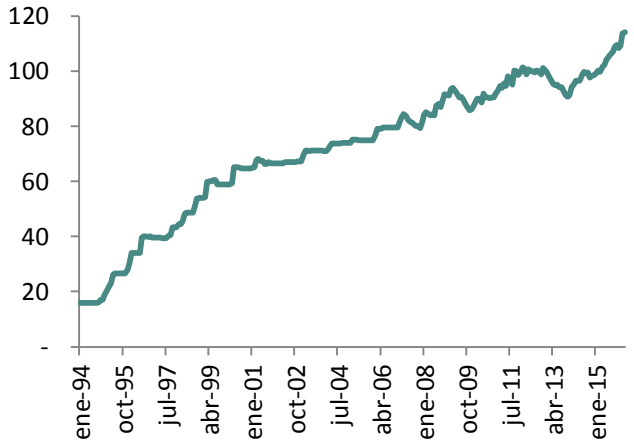
La mayor ventaja competitiva en la industria es la cercanía (geográfica) con el cliente, para poder así ser el primero en llegar al mercado con precio atractivo o reconocimiento de marca.

Por la estructura de mercado, el precio del cemento en México es de los más altos del mundo.

Consideramos tres factores que durante 2015 (especialmente 2015-III) elevaron el índice de precios del cemento en +9.67 a/a:

1. El encarecimiento de ciertos insumos por la depreciación de peso frente al dólar.
2. Crecimiento en el sector vivienda (causada por la mayor disponibilidad de créditos y subsidios) que impulsó la demanda fuertemente.
3. Mayores precios de CEMEX. Dada la estrategia "value before volume" por parte de CEMEX, se ha decidido incrementar sus precios y, al ser el más grande participante de la industria, incide fuertemente en el índice.

Gráfica 15. Índice de precios del cemento



Fuente: INEGI

Hemos observado que ante momentos de baja demanda y/o producción, las ventas no se ven tan afectadas debido al poder de precios que tienen las cementeras. Como ejemplo, en 2013 la producción anual de cemento de contrajo -4.13% a/a y el valor de producción de las empresas constructoras se contrajo -3.6% a/a, pero las ventas de cemento y materiales cayó en menor proporción (-1.09% a/a).

Además, de acuerdo a nuestras observaciones, los precios del cemento difieren en la primera y segunda mitad del año, dejando a la primera mitad con un precio sustancialmente superior a la segunda mitad.

En 2013, los resultados de Corporación Moctezuma se vieron afectados por la crisis en la vivienda, que disminuyó la demanda de cemento. Además, durante 2012-IV, Cementos Fortaleza se incorporó a la industria y su mercado objetivo fue el mismo que el de la compañía, resultando en afectaciones adicionales para ésta.

V. Descripción de la Compañía

i. Descripción general de la compañía

Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V. (CMOCTEZ) cuenta con tres plantas cementeras en Tepetzingo, Morelos; Cerritos, San Luis Potosí y Apazapan, Veracruz. Además, cuenta con 27 centros de distribución y 36 plantas concreteras. Es una empresa sólida con 72 años de experiencia en la industria constructora que se dedica a la producción y comercialización de cemento *portland* y concreto premezclado. Según la empresa, su mercado principal es la autoconstrucción, seguido de las constructoras y distribuidores. Su plan de penetración está basado en la zona centro, occidente y en el sureste del país.

A pesar de contar con exportaciones a Brasil, Colombia, Belice, Panamá y Nicaragua, CMOCTEZ mantiene un perfil Nacional, ya que 99.7% de sus ingresos consolidados son domésticos.

Tabla 9. Descripción por planta cementera

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

Fuente: Corporación Moctezuma
* La capacidad anual se duplicará en 2017 y habrá dos líneas de producción

ii. ¿Cómo opera?

CMOCTEZ extrae la materia prima, la transforma y la distribuye, por lo que es una empresa de integración vertical. Esto le permite mantener un estricto control de costos. Además, gracias a las inversiones que ha realizado en sus plantas cementeras y concreteras, ha modernizado por completo su maquinaria con tecnología de punta, así como sus procesos extractivos y productivos, resultando en una producción más eficiente, por lo que la compañía puede ofrecer precios competitivos.

iii. 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) quienes tienen participación al 50% de las compañías holandesas Fresit BV y Presa Internacional BV. 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%.

Tabla 10. Accionistas con participación mayor al 5%

Accionista	Estructura Accionaria	No. De acciones
Fresit, B.V.	51.8	455,794,944
Presa Internacional, B.V.	15.2	90,450,200
Antonio Cosío Ariño	10.3	134,129,920
Suma	77.3	
Float	22.7	
Total	100	

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte anual 2015

iv. Dividendos

Desde 2012, se han pagado dividendos durante el segundo y cuarto trimestre del año, de P$1 por acción (rendimiento del 3.28% anual utilizando el precio al 15 de agosto de este año). El 18 de marzo del 2016 la emisora anunció el pago de un dividendo de P$1.5 por acción, lo cual disparó el precio de la acción el 22 de marzo a P$59.04 por acción. Nuestra expectativa es que se pague un dividendo similar en diciembre 2016 (de P$1.5 por acción) y que en 2017 se paguen P$2.06 en dos exhibiciones, en el segundo y cuarto trimestre.

v. Gobierno Corporativo

El consejo de administración se integra por cuatro consejeros patrimoniales y cuatro independientes, el cual se apoya en: 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).

Tabla 11. 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

En el año 2014 el Comité de Mejores Prácticas Societarias y de Auditoria y el Consejo de Administración autorizaron el cambio de Auditor Externo, por lo que Mancera, S.C. "EY México" es 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 prácticas 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.

vi. Líneas de Negocio

Cemento

En cifras 12 meses, esta división representó el 80% del total de los ingresos consolidados al cierre de 2016-II. La mezcla de piedra caliza (75%), arcilla (22%) y mineral de hierro (3%) se calcina a 1450° para obtener el cemento. Algunas subsidiarias de la compañía comercializan distintas clases de cemento y en diferentes presentaciones: a granel, en sacos de 50 kg. y en Big Bag (empaques de 2 ton.) La Compañía también distribuye cemento blanco en presentación de 25 kg.

Gráfico 16 . Nomenclatura del cemento

Fuente: Corporación Moctezuma, Reporte Anual 2015

Concreto

En cifras 12 meses, esta división representó el 19.99% del total de los ingresos consolidados al cierre de 2016-II. Existen 36 plantas concreteras distribuidas en diferentes ciudades del país (algunas de ellas móviles), que a través de las unidades revolvedoras y equipo para bombear el concreto se le da un servicio integral y eficiente a los clientes. Al 31 de diciembre de 2015 Corporación Moctezuma con su división de concreto cuenta con participación en obras de gran importancia en las 12 entidades federativas de la República en que tiene presencia.

vii. Acontecimientos recientes

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 al buen mantenimiento y labor logística. 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.

Analista
Héctor Romero

Héctor Romero
Director General
hector.romero@signumresearch.com

Martín Lara
Analista Bursátil Sr. / *Medios y Telecomunicaciones*
martin.lara@signumresearch.com

Armando Rodríguez
Gerente de Análisis / *FIBRAS, Energía y Minería*
armando.rodriguez@signumresearch.com

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

Armelia Reyes
Analista Bursátil Sr. */ Conglomerados Industriales, Petroquímica y Automotriz*
armelia.reyes@signumresearch.com

Emma Ochoa
Analista Bursátil Jr. */ Bebidas*
emma.ochoa@signumresearch.com

Roberto Navarro
Analista Bursátil Jr. */ FIBRAS y Vivienda*
roberto.navarro@signumresearch.com

Lucía Tamez
Analista Bursátil Jr. */ Aeropuertos, Aerolíneas Y Renta Fija*
lucia.tamez@signumresearch.com

Jorge Noyola
Analista Bursátil Jr. */ Alimentos*
jorge.noyola@signumresearch.com

Cecilia Capetillo
Analista Bursátil Jr. */ Minería*
cecilia.capetillo@signumresearch.com

Martín Hernández
martin.hernandez@signumresearch.com

Karla Mendoza
Diseño Editorial

Iván Vidal
Sistemas de Información

Tel. 62370861/ 62370862
Info@signumresearch.com

Este documento y la información, opiniones, pronósticos y recomendaciones expresadas en él, fueron preparados 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.