

Cemex

Nota de Empresa

13 de febrero 2014

Día Cemex 2014

- Continúa con su etapa de recuperación a pesar de un 2013 retador.
- Catalizadores para la creación de valor en el mediano plazo.
- Cemex reconfirma estimado de Ebitda a mediano plazo (2016-2017) de US\$4,700m. Conversión de FCF de más de 35% (% de Ebitda).
- Sólida y buena estrategia financiera (indicador de apalancamiento objetivo a mediano plazo de 3.0x).
- Reiteramos Compra con PO 2014E de P\$20.0. Se mantiene perspectiva positiva en EE.UU. y de una recuperación en México.

Día Cemex 2014: continúa con su etapa de recuperación a pesar de un 2013 retador. Este jueves se celebró el Día Cemex 2014, en el que la compañía expuso los principales puntos en los que basará su estrategia de crecimiento a mediano plazo. Después de una etapa de crisis (2008-2009) y una de estabilización (2009- 2011), la cementera ratificó su estatus actual en fase de recuperación (2012) y con expectativas de crecimiento interesante. Cabe señalar que la compañía no cambió su objetivo de generación de Ebitda a mediano plazo (2016-2017) de US\$4,700m (margen de 23%), lo que indica que a pesar de pasar por un 2013 complicado por la debilidad presentada en su principal región (México), la cementera espera que con su estrategia de creación de valor y una expectativa de un mejor desempeño en la mayoría de sus mercados se compense dicha situación.

Reiteramos Compra con PO 2014E de P\$20.0. En general, consideramos que las perspectivas para la compañía son positivas hacia adelante. Esperamos que en México se dé una recuperación ya que se estima que se revierta el comportamiento del sector construcción y un mayor gasto gubernamental

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

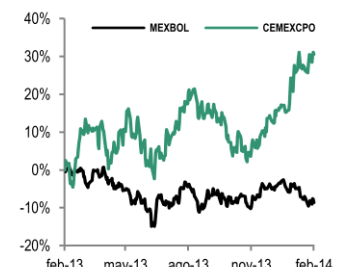
José Espitia

Aeropuertos/Cemento/ Infraestructura /Fibras
jespitia@ixe.com.mx

COMPRA

Precio Actual	P\$17.11
PO2014	P\$20.00
Rendimiento Potencial	16.89%
Precio ADR	US\$12.87
PO2014 ADR	US\$15.87
Dividendo (%)	4.0%
Máximo – Mínimo 12m	17.48 – 12.11
Valor de Mercado (US\$m)	14,682
CPOs en circulación (m)	11,406
Flotante	90.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	583.9

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros (millones de pesos)

	2012	2013	2014E	2015E
Ingresos	197,036	195,661	208,746	220,470
Utilidad Operativa	11,510	14,601	21,077	26,623
EBITDA	34,506	33,963	38,226	43,532
Margen EBITDA	17.51%	17.36%	18.31%	19.75%
Utilidad Neta	-12,000	-10,834	-6,077	2,161
Margen Neto	-6.09%	-5.54%	-2.91%	0.98%
Activo Total	478,795	496,130	482,241	481,008
Disponible	12,478	15,176	15,880	16,951
Pasivo Total	323,170	347,812	343,980	340,591
Deuda	208,129	221,589	218,613	217,110
Capital	155,625	148,318	138,261	140,417

Múltiplos y razones financieras

	2012	2013	2014E	2015E
FV/EBITDA	11.5x	12.5x	10.9x	9.5x
P/U	-15.6x	-18.0x	-32.1x	90.3x
P/VL	1.3x	1.5x	1.6x	1.5x
ROE	-8.50%	-8.12%	-4.89%	1.71%
ROA	-2.51%	-2.18%	-1.26%	0.45%
EBITDA/ intereses	1.9x	1.8x	2.0x	2.5x
Deuda Neta/EBITDA	5.7x	6.1x	5.3x	4.6x
Deuda/Capital	1.3x	1.5x	1.6x	1.5x

Fuente: Banorte-Ixe.

(infraestructura). En relación a EE.UU. (clave para el crecimiento futuro), se sigue corroborando una recuperación y consideramos que el margen Ebitda seguirá mejorando, lo que impulsará los resultados de la empresa. Por otro lado, el panorama en los mercados de Sudamérica y Asia continua siendo positivo. Respecto al apalancamiento de la compañía, si bien no habrá una reducción significativa en el monto de su deuda para este año, espera una mejoría en su indicador de apalancamiento.

Catalizadores para la creación de valor en el mediano plazo. Cemex señaló 3 factores clave que generarán valor a mediano plazo: a) Creación de valor antes que volumen, con enfoque en estrategia de precios, lo cual incluye incrementos en los precios de lista, pero también la aplicación de sobrecostos (surcharges) y cargos por servicios. b) Crecer la participación en sus mercados desplazando a otros materiales de construcción. c) Incrementar el apalancamiento operativo de sus activos (capacidad actual utilizada de 60%) en sus diferentes mercados en donde intervienen programas de control de costos, eficiencia operativa, sustitución de combustibles, así como otras estrategias encaminadas a reforzar la rentabilidad de sus operaciones.

Cemex reconfirma estimado de Ebitda a mediano plazo (2016-2017) de US\$4,700m. A pesar de que el 2013 representó un año retador para Cemex en su principal mercado (México), Cemex corroboró su objetivo de Ebitda de US\$4,700m en el mediano plazo (2016-2017) con un margen de 23% (vs. 17% en 2013). La participación por región en dicho Ebitda sería de: México 30%, EE.UU. 25%, Sudamérica 20%, Norte de Europa 10%, Mediterráneo 10% y Asia 10%.

Por otro lado, la cementera proyecta que su nivel de ROCE (*Return On Capital Employed*, por sus siglas en inglés) sea mayor a su WACC y se coloqué en alrededor del 10% en el mismo periodo.

Sólida y buena estrategia financiera con el objetivo de recuperar el grado de inversión. Cemex hizo mención a diversas acciones que en los últimos 2 años han mejorado su posición financiera, tales como: negociación para extender 5 años deuda por US\$6,700m del Acuerdo Financiero, reducción de deuda de alrededor de US\$1bn con el IPO de Cemex Latam, lograr un nuevo parámetro de costo para Cemex en el mercado –emisión de notas de US\$3,100m a un costo de 6.4% y ahorros de US\$55m de intereses anuales por la correcta administración financiera, reducción en 4 días del capital de trabajo, entre otros. Lo anterior derivó en 3 reacciones positivas por parte de algunas calificadoras crediticias.

Hacia adelante, la compañía tiene un perfil de vencimientos “cómoda” con una vida promedio de su deuda de 4.6 años y un costo de 6.6%. Para 2014, la empresa tiene cubierta casi la totalidad de sus obligaciones y es hasta 2017 donde estaría buscando un refinanciamiento (al presentar obligaciones por US\$4,600m), que consideramos realizable dada su posición financiera y perspectivas operativas positivas a futuro.

Al darse un crecimiento en los resultados operativos, la compañía ha mejorado su indicador de apalancamiento, de manera que la relación de deuda fondeada

a Ebitda se colocó en 5.5x al cierre del 2013 (vs. 7.0x máximo establecido por el Acuerdo Financiero). El objetivo de la empresa a mediano plazo es de 3.0x. Por otro lado, la cobertura de intereses fue de 2.1x (vs. 1.5x máximo establecido por el Acuerdo Financiero).

Conversión de FCF de más de 35% como porcentaje de Ebitda en el mediano plazo. Cemex estima una conversión de FCF (como porcentaje de Ebitda) de más de 35% a mediano plazo (vs. -3% en 2013). Lo anterior lo buscaría lograr a través de: crecimiento esperado en el Ebitda; reducción de gastos de intereses a través de una correcta administración financiera –sólo reduciendo el costo de capital la empresa ahorraría de US\$200m a US\$250m acumulado– y reducción de deuda; venta de activos no estratégicos y otros –transacciones de US\$180m en 2014 y de US\$350m entre 2015 y 2016; un gasto de Capex en línea con el crecimiento que se presente (de acuerdo a la demanda); y estabilidad en los niveles de inversión de capital de trabajo.

Recuperación en México y continuo crecimiento en EU. Después del entorno difícil en 2013, la expectativa de la región de **México** es positiva. En términos de volumen, Cemex espera que el volumen de cemento crezca un dígito medio, mientras que el aumento en concreto y agregados sería de un dígito medio a alto. Lo anterior será resultado del mayor crecimiento en el sector de infraestructura (+18% de inversión vs. 2013), y en menor medida, por el crecimiento en el sector de construcción informal, así como el industrial y comercial. Por su parte se espera una baja en el volumen para el sector residencial formal. Por otro lado, la cementera seguirá con su estrategia de valor antes que volumen con un enfoque en precios.

En **EE.UU.** se ha presentado un continuo crecimiento y se estima que el principal impulsor de la demanda de cemento será el sector residencial, seguido del no residencial y por último, el sector público. A nivel nacional se espera que la demanda de cemento crezca a una tasa del 11%; no obstante, en las regiones donde Cemex tiene operaciones se estima un crecimiento mayor: Arizona +20%, California +13% y Florida +19%. Texas crecería a una tasa del 7% ya que se encuentra en niveles máximos. Además de una mayor demanda, el crecimiento en ingresos se verá apoyado por un incremento en precios donde la compañía ya ha anunciado los aumentos que tiene programados en el año en cada una de las regiones. La estrategia de generación de valor en esta región incluye: la implementación de tarifas y sobrecargos en concreto, una adecuada gestión de los costos de producción y los gastos de operación para alcanzar, en el mediano plazo, los niveles de rentabilidad que se tenía previo a la crisis. También, Cemex está gestionando proactivamente su base de activos y su capital de trabajo para elevar la rentabilidad del capital invertido.

El panorama en los mercados de Sudamérica y Asia continua siendo positivo. En la región Norte de Europa y en Mediterráneo se espera un mejor desempeño aunque discreto, siguiendo el enfoque de estrategia de precios, eficiencias y optimización en la utilización de activos (venta de activos no estratégicos).

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiples flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
CEMEX CPO	06/02/2014	Compra	P\$20.00
CEMEX CPO	25/10/2013	Compra	P\$17.50
CEMEX CPO	28/08/2013	Compra	P\$16.60
CEMEX CPO	17/01/2013	Compra	P\$15.40

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	------------------------------	------------------

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Cervantes Llamas	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Elena Baca Negrete	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Dominguez	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Julietta Álvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julietta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	mjimenez@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorhugo.cortes@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cementos / Fibras / Infraestructura	jespita@ixe.com.mx	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco García	Analista	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Subdirector Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937

Banca Mayorista

Marcos Ramírez Miguel	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Eduardo Martínez González	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004