

## Cemex

Reporte de Empresa

28 de agosto 2013

### Reconfiguración de operaciones en Europa

- **Cemex informó que ha llegado a un acuerdo con Holcim para la reconfiguración de sus portafolios en Europa (swap de activos), siguiendo una de las líneas de acción que la misma empresa había anticipado en presentaciones con analistas previamente, específicamente en el Cemex Day a inicios de este año.**
- **Cemex adquirirá todos los activos de Holcim en República Checa, venderá sus activos localizados en la parte oeste de Alemania a Holcim, y las dos empresas fusionarán sus operaciones de cemento, concreto y agregados en España.**
- **Cemex tendrá una participación de 75% en las operaciones fusionadas de España y recibirá un pago de €70m como contraprestación de estas transacciones.**
- **Se espera que la transacción sea concluida durante el cuarto trimestre del año.**

En nuestra opinión el efecto financiero inmediato de esta transacción será poco significativo: el pago de €70m equivale a una reducción de 0.6% sobre la deuda neta al cierre de junio, mientras que la mejoría en EBITDA que se daría por sinergias (US\$20m a US\$30m) sería modesta, de sólo entre 0.7% y 1.1% sobre nuestra estimación para 2013. No obstante, el efecto operativo es potencialmente más relevante mediante la combinación de operaciones en España, que a pesar de que hoy día contribuyen apenas con cerca de 4% de los ingresos, el incremento en la base operativa (+37% en capacidad) jugará un papel significativo una vez que la demanda en España comience a recuperarse; Cemex estima que dicha recuperación comenzara a finales de 2014, aunque no sería un repunte como tal, sino el hecho de llegar al mínimo indispensable en cuanto a demanda.

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

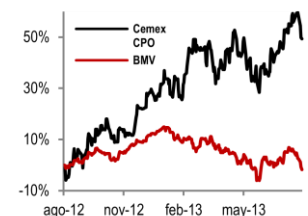
#### Carlos Hermosillo

Cemento/Vivienda/Conglomerados  
carlos.hermosillo.bernal@banorte.com

#### COMPRA

Precio Actual	P\$14.89
PO2013	P\$16.60
Rendimiento Potencial	+11.5%
Dividendo (%)	4.0%
Máximo – Mínimo 12m	65.00-9.33
Valor de Mercado (US\$m)	12,694
Acciones circulación (m)	11,367
Flotante	90.0%
Operatividad Diaria (P\$m)	497.1

#### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



#### Estados Financieros

	2011	2012	2013E	2014E
Ingresos	188,938	197,036	196,733	208,650
Utilidad Operativa	11,984	11,507	18,259	20,477
EBITDA	29,431	34,379	34,389	35,663
Margen EBITDA	15.6%	17.4%	17.5%	17.1%
Utilidad Neta	-19,127	-11,881	-4,588	1,240
Margen Neto	-10.1%	-6.0%	-2.3%	0.6%
Activo Total	541,651	478,769	483,464	496,451
Disponible	16,128	12,478	15,291	17,782
Pasivo Total	369,949	323,170	310,779	295,434
Deuda	239,820	207,802	212,386	191,912
Capital	155,101	141,111	158,414	186,354

Fuente: Banorte-Ixe

#### Múltiplos y razones financieras

	2011	2012	2013E	2014E
FV/EBITDA	13.4x	10.8x	11.0x	9.9x
P/U	-6.3x	-13.6x	-36.1x	133.6x
P/VL	1.0x	1.2x	1.0x	0.9x
ROE	-14.2%	-8.1%	-3.1%	0.7%
ROA	-4.7%	-2.2%	-0.8%	0.3%
EBITDA/ intereses	2.0x	2.1x	2.2x	2.4x
Deuda Neta/EBITDA	7.5x	5.7x	5.7x	4.9x
Deuda/Capital	1.4x	1.3x	1.2x	1.0x

Para poner en contexto el potencial de una eventual recuperación, basta mencionar que la capacidad instalada en España es cercana a 40m de toneladas, y en 2012 la producción fue de apenas 14m. Ciertamente se trata de una solución o de un efecto inmediatos, pero ciertamente se trata de un reposicionamiento de la empresa dentro de su primer ubicación internacional en la que ha sido exitoso a lo largo de su historia. Una vez superado el bache económico actual, la fortuna de estas operaciones será muy distinta; cuando? Comenzando en 2015, ya no muy lejano.

En otro aspecto que vale la pena resaltar en esta transacción, la integración de estas operaciones —la compra, la venta y la fusión—, tendrán un efecto neutral en EBITDA, acorde a los comentarios de la empresa. En consecuencia, la mejoría de US\$20m a aUS\$30m que estima Cemex sería totalmente generada en base a las sinergias que logre realizar la combinación de los negocios, principalmente en España.

**Cemex —Combinación con Holcim España**

	Cemex*	Holcim	Fusión	Var.
Plantas Cemento	6	3	9	50%
Capacidad (m ton)	9.2	3.5	12.7	38%
Molinos	2	1	3	50%
Plantas Concreto	63	57	120	90%
Canteras Agregados	30	30	60	100%

Fuente: Cemex.

\* Datos referentes a sus operaciones en España.

**Revisión de PO: P\$16.60.** Por último, estamos revisando nuestro precio objetivo para Cemex de P\$15.40 a P\$16.60 para final de 2013; por su parte, nuestra recomendación de compra no sufre cambios. Aunque no estamos incorporando el efecto de la presente transacción en nuestras estimaciones, hemos modificado la prima de riesgo que utilizamos en nuestro modelo de valuación para reflejar la disminución del riesgo que el mercado aplica a Cemex, como fue evidente en la reciente oferta de refinanciamiento. Es importante notar que la transacción con Holcim únicamente será cerrada en caso de que todas las autorizaciones requeridas sean recibidas, ya que el acuerdo ha sido concebido de forma integral, y por ende sólo la incorporaremos en nuestro modelo de valuación una vez que sean confirmadas tales autorizaciones.

**La transacción:**

**Incrementa su presencia en República Checa.** Mediante el acuerdo anunciado, Cemex adquirirá todos los activos de Holcim en República Checa, que incluyen una planta de cemento (1.1m ton cemento y 0.9m ton clinker), 4 canteras de agregados y 17 plantas concreteras. La participación de Cemex en este mercado alcanzaría cerca de 21%, y no se tiene planeado llevar a cabo cierres de ningún tipo de instalaciones, como han hecho en el pasado reciente tanto Cemex como Holcim en España. **Pero la disminuye en Alemania.** Al mismo tiempo, Cemex venderá sus activos localizados en la parte oeste de Alemania a Holcim, que incluyen una planta de cemento y dos moliendas de cemento (2.5m ton cemento y 0.9m ton clinker), un molino de escoria, 22

canteras de agregados y 79 plantas concreteras; Cemex continuará con una presencia importante en el este, norte y sur de Alemania.

**Fusión de operaciones en España, punto clave en la transacción.** En España, Cemex y Holcim fusionarán sus operaciones de cemento, concreto y agregados. CEMEX tendrá una posición mayoritaria de 75% de las operaciones combinadas en el país. En una presentación separada, Holcim ha mencionado que mantendría esta participación por al menos cinco años, pero eventualmente saldría de ella. La participación de la entidad fusionada sería cercana a 22%.

**La contraprestación.** Como parte de estas transacciones, Holcim pagará a Cemex €70m. Adicionalmente Cemex estima que las transacciones generen sinergias que producirán mejoras recurrentes en el flujo de operación de Cemex de entre US\$20m y US\$30m a partir de 2014.

El efecto financiero de esta transacción será poco significativo, pues el pago de €70m equivale a una reducción de 0.6% sobre la deuda neta que Cemex reportó al cierre de junio pasado. Por otra parte, la mejoría en EBITDA que se percibe por la realización de sinergias sería modesta, de entre 0.7% y 1.1% sobre nuestra estimación para 2013. El efecto operativo más importante será sin duda la combinación de operaciones en España, sobre las que estaremos analizando a detalle tras la conferencia telefónica que la empresa sostendrá esta mañana.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Jorge Alejandro Quintana Osuna, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Carlos Hermosillo Bernal, 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 y Juan Ignacio Neri, 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 certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

## 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 sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

### 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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, 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, Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

### 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.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen 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 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC.

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 alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

<p style="text-align: center;">COMPRAS MANTENER VENTAS</p>	<p style="text-align: center;"><b>Referencia</b></p>
	<p>Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</p>
	<p>Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</p>

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 múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe, 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; Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan 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 Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte.

## Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	<a href="mailto:gabriel.casillas@banorte.com">gabriel.casillas@banorte.com</a>	(55) 4433 - 4695
-------------------------	-------------------------------------	--	------------------

## Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	<a href="mailto:delia.paredes@banorte.com">delia.paredes@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	<a href="mailto:katia.goya@banorte.com">katia.goya@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	<a href="mailto:alejandro.padilla@banorte.com">alejandro.padilla@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4043
Jorge Alejandro Quintana	Subdirector de Gestión	<a href="mailto:Jorge.quintana@banorte.com">Jorge.quintana@banorte.com</a>	(55) 4433 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	<a href="mailto:juan.alderete.macal@banorte.com">juan.alderete.macal@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	<a href="mailto:alejandro.cervantes@banorte.com">alejandro.cervantes@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:julia.baca.negrete@banorte.com">julia.baca.negrete@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:livia.honsel@banorte.com">livia.honsel@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	<a href="mailto:miguel.calvo@banorte.com">miguel.calvo@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	<a href="mailto:francisco.rivero@banorte.com">francisco.rivero@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	<a href="mailto:lourdes.calvo@banorte.com">lourdes.calvo@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	<a href="mailto:raquel.vazquez@banorte.com">raquel.vazquez@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2967
Julieta Alvarez	Asistente Dirección Ejecutiva	<a href="mailto:julieta.alvarez@banorte.com">julieta.alvarez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1613

## Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	<a href="mailto:carlos.hermosillo.bernal@banorte.com">carlos.hermosillo.bernal@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	<a href="mailto:mjimenez@ixe.com.mx">mjimenez@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes	Análisis Técnico	<a href="mailto:victorhugo.cortes@ixe.com.mx">victorhugo.cortes@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza	Financiero / Minería / Químico	<a href="mailto:marissa.garza@banorte.com">marissa.garza@banorte.com</a>	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas / Comercial	<a href="mailto:marisol.huerta.mondragon@banorte.com">marisol.huerta.mondragon@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9927
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	<a href="mailto:jespitia@ixe.com.mx">jespitia@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 5144
María de la Paz Orozco	Analista	<a href="mailto:mporozco@ixe.com.mx">mporozco@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9962

## Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih	Subdirector Deuda Corporativa	<a href="mailto:tabdulmassih@ixe.com.mx">tabdulmassih@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	<a href="mailto:hgomez01@ixe.com.mx">hgomez01@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Gerente Deuda Corporativa	<a href="mailto:icespedes@ixe.com.mx">icespedes@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9937
Juan Ignacio Neri	Trainee Deuda Corporativa	<a href="mailto:juanignacio.neri@banorte.com">juanignacio.neri@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9925

## Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	<a href="mailto:marcos.ramirez@banorte.com">marcos.ramirez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial y Privada	<a href="mailto:lpietrini@ixe.com.mx">lpietrini@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	<a href="mailto:armando.rodal@banorte.com">armando.rodal@banorte.com</a>	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	<a href="mailto:vrolدان@ixe.com.mx">vrolدان@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	<a href="mailto:carlos.martinez@banorte.com">carlos.martinez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1683
René Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	<a href="mailto:pimentelr@ixe.com.mx">pimentelr@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9004