

El Semanario

SIN LIMITES®

Cemex obtiene calificaciones positivas de Fitch

La cementera obtiene B+ ya que los mercados capitales retoman confianza por sus actividades de refinanciamiento durante el 2012.

31 julio 2013 | Publicado : 15:23 (31/07/2013) | Actualizado: 16:32 (31/07/2013)



Chicago, Estados Unidos.- **Fitch Ratings** subió las calificaciones de **CEMEX**, de **Issuer Default Rating** en escala global en moneda extranjera y local a 'B+' desde 'B' y de las emisiones de notas senior no garantizadas a 'BB-/RR3' desde 'B+/RR3'. De igual forma Fitch subió la calificación de largo plazo en escala nacional de CEMEX a 'BBB-(mex)' desde 'BB-(mex)', así como la de los certificados bursátiles con vencimiento en 2017 a 'BBB-(mex)' desde 'BB-(mex)' y la calificación de corto plazo en escala nacional sube a 'F3(mex)' desde 'B(mex)'. Un listado completo de las acciones de calificación se encuentra al final de este comunicado. La Perspectiva para las calificaciones de CEMEX y sus subsidiarias listadas al final de este comunicado permanece estable.

El alza en las calificaciones está soportada por el fortalecimiento de la estructura de capital de CEMEX a partir de 2009. Consideran la mejora gradual en el mercado de cemento de **Estados Unidos** así como una mejor perspectiva para el crecimiento de **EBITDA** y flujo de efectivo de la compañía. La decisión de Fitch de subir las calificaciones toma en cuenta la mejoría en la confianza de los mercados de capitales en la compañía, como resultado de sus actividades de refinanciamiento durante 2012 y la colocación de capital del 26.65% de **CEMEX Latam Holdings**. En conjunto, estos factores han reducido el riesgo de refinanciamiento de CEMEX, han disminuido el costo al cual puede refinanciar la deuda existente y han incrementado la probabilidad de que las notas convertibles subordinadas de la compañía sean convertidas en capital en 2015, 2016 y 2018.

Medidas importantes tomadas por CEMEX desde 2009 para mejorar la prelación de sus acreedores senior y disminuir la deuda neta a 16.2 mil millones de dólares al 30 de junio de 2013 desde 21.0 mil millones de dólares al 31 de diciembre de 2008, incluyen las siguientes:

- Emisión de capital por 1.9 mil millones de dólares en 2009
- Emisión por 315 millones de dólares de notas forzosamente convertibles con vencimiento en 2019 (2009).
- Venta de activos en Australia a Holcim por 1.7 mil millones de dólares (2009)

- Emisión por 715 millones de dólares de notas convertibles subordinadas con vencimiento en 2015 (2010)
- Emisión por 1.7 mil millones de dólares de notas convertibles subordinadas con vencimiento en 2016 y 2018 (2011)
- Oferta Pública Inicial (OPI) por el 26.65% de CEMEX Latam Holdings por 960 millones de dólares (2012)
- Venta de activos adicionales incluyendo las operaciones en Venezuela por un total de 1.6 mil millones de dólares (2009-2012)

Fuertes Posiciones de Negocio

Las calificaciones de CEMEX y sus subsidiarias reflejan la fuerte y diversificada posición de negocios de la compañía. CEMEX es uno de los más grandes productores de cemento, concreto y agregados en el mundo. Sus principales mercados incluyen **EU, México, Colombia, Panamá, España, Egipto, Alemania, Francia y el Reino Unido**. La diversificación geográfica y de producto de la compañía compensa de cierta forma la volatilidad inherente a la industria de productos de construcción. La contribución a EBITDA de CEMEX de los principales mercados durante 2012 fue México (43%), **Centro y Sudamérica** (25%), **Mediterráneo** (13%) y **Norte de Europa** (14%).

El alto apalancamiento de la compañía limita sus calificaciones en escala internacional en el nivel 'B+'. Al 30 de junio de 2013 la deuda total de CEMEX fue de 16.95 mil millones de dólares y el saldo de efectivo e inversiones temporales en la misma fecha ascendió a 746 millones de dólares. Durante los últimos doce meses (UDM) terminados el 30 de junio de 2013 la compañía generó 2.6 mil millones de dólares de EBITDA, que representa una mejoría con respecto a los registrados durante **UDM** a junio de 2012 de 2.4 mil millones de dólares. El incremento en EBITDA de CEMEX durante el último año, en combinación con reducción en deuda neta por 817 millones de dólares ha resultado en una mejoría en el apalancamiento neto de la compañía a 6.3x desde 7.0x.

Fitch estima que el apalancamiento de CEMEX permanecerá alto hacia finales de 2014. Fitch proyecta que CEMEX generará alrededor de 2.8 mil millones de dólares en 2013, 3.1 mil millones de dólares en 2014 y 3.3 mil millones de dólares en 2015. Fitch estima que la deuda neta de CEMEX no cambiará significativamente en los siguientes dos años no obstante la recuperación esperada en EBITDA como resultado de mayores requerimientos de capital de trabajo asociadas al crecimiento así como incremento en inversión en capex e impuestos. En ausencia de venta de activos superiores a 100 millones de dólares anuales, Fitch proyecta que el indicador de apalancamiento neto de CEMEX durante 2013 y 2014 se ubique en 6.0x y 5.1x, respectivamente. La conversión proyectada de las notas subordinadas convertibles de CEMEX por 715 millones de dólares con vencimiento en 2015 es un factor determinante para que el apalancamiento neto alcance 4.4x en 2015.

El mercado de EU históricamente ha sido el más importante para la compañía. Con base a pro-forma, considerando que los resultados de Rinker hubiesen sido consolidados durante el año completo 2007, la generación de EBITDA proveniente de este mercado alcanzó 2.3 mil millones. Las operaciones de CEMEX en EUA presentaron resultados débiles durante 2012, generando sólo USD25 millones en EBITDA. Fitch estima una recuperación en la generación de EBITDA de CEMEX en EU a 300 millones de dólares en 2013, 500 millones de dólares en 2014 y 600 millones de dólares en 2015. Un factor clave en el crecimiento proyectado de EBITDA es la recuperación gradual del sector de vivienda residencial en EUA. Para 2013 Fitch proyecta un incremento de 20% en inicio de construcciones a 940,000 unidades y para 2015 el pronóstico incluye 8% adicional a 1.11 millones de unidades. El alto apalancamiento operativo de CEMEX podría impulsar el crecimiento en EBITDA por encima del crecimiento en volumen. Durante el primer semestre de 2013 el volumen de ventas de CEMEX creció 3% (cemento), 11% (concreto) y 12% (agregados), mientras que los precios para estos productos subieron 4%, 6% y 1%, respectivamente. Estos factores resultaron en un incremento en ventas de 124 millones de dólares a 1.60 mil millones de dólares desde 1.48 mil millones el año previo y un incremento de 96 millones de dólares en EBITDA a 99 millones de dólares desde 3 millones de dólares en 2012.

Perfil de Amortización de Deuda Manejable

Al 30 de junio de 2013 el saldo de efectivo e inversiones temporales de CEMEX fue de 746 millones de dólares. El calendario de pagos de deuda de la compañía es manejable con vencimientos de sólo 382 millones de dólares hacia finales de 2014 y 1.5 mil millones de dólares en 2015, de los cuales 714 millones de dólares corresponden a las obligaciones subordinadas convertibles. Durante el segundo semestre de 2012, CEMEX refinanció 6.7 mil millones de dólares de los 7.2 mil millones de dólares de deuda relacionada al Acuerdo de Financiamiento de 2009. Adicionalmente CEMEX concluyó la OPI de CEMEX Latam Holdings y transacciones en los mercados de capitales

por 2.1 mil millones de dólares. Los recursos provenientes de estas transacciones fueron utilizados para prepagar a los acreedores del Acuerdo de Financiamiento de 2009 que no participaron en la oferta de intercambio y para disminuir el saldo del nuevo Acuerdo de Facilidades de Crédito (Credit Facility) a 4.1 mil millones de dólares desde 6.1 mil millones de dólares, así como reducir el costo de este financiamiento a Libor más 4.5% desde Libor más 5.25%.

Prospectos de Recuperación en caso de Estrés Superiores al Promedio

CEMEX y sus subsidiarias han emitido deuda a través de entidades localizadas en México, Estados Unidos, **Islas Vírgenes Británicas, Holanda y España**. Adicionalmente los garantes de estos instrumentos de deuda están domiciliados en diversos países. Como resultado de la complejidad en la estructura de deuda y capital de la compañía y las distintas jurisdicciones legales, Fitch no considera un escenario de liquidación (quiebra) o insolvencia (concurso mercantil) para CEMEX en caso de mayores presiones financieras, dado que los acreedores probablemente no entrarían en un proceso con alta incertidumbre en el resultado final. En opinión de Fitch, el escenario más probable bajo un estrés mayor sería una reestructura negociada de la deuda.

Para llegar a una valuación estresada que lleve a determinar la recuperación esperada bajo este escenario, Fitch descontó el EBITDA de la compañía para los UDM a USD2.20 mil millones, nivel en el cual sólo cubriría arrendamientos operativos, gastos financieros y capex de mantenimiento y aplicó un múltiplo conservador de 6.x al EBITDA resultante. Este cálculo resulta en una recuperación esperada de 81% para la deuda garantizada de la compañía que sería consistente con un nivel de RR2. Típicamente, Fitch limita los niveles de recuperación (RR) para corporativos Mexicanos al nivel RR3 considerando distintos factores en el marco regulatorio y tratamiento de acreedores aún y cuando el análisis indica que podría ser mayor. La calificación de CEMEX ha sido limitada al nivel RR3, consistente con una recuperación en el rango de 50% y 70% en caso de default.

Un decremento de 20% en EBITDA hasta el nivel mencionado, pudiera ser el reflejo de una mayor desaceleración en la Eurozona, lo cual a su vez ocasionaría una recesión en Estados Unidos (double-dip recession) y tendría un impacto negativo en las operaciones en México de CEMEX. Actualmente, el fuerte desempeño de las operaciones en América Central, del Sur y Caribe de la compañía y la gradual mejoría de Estados Unidos han compensado la trayectoria negativa en el flujo de efectivo de la región Mediterráneo, compuesta principalmente por Egipto y España, así como en la división Norte de Europa.

Al determinar una recuperación proyectada en caso de incumplimiento, Fitch aplicó un múltiplo de 6x al EBITDA descontado mencionado anteriormente. El múltiplo bajo refleja el alto apalancamiento de la industria, que limitaría un proceso de compra-venta competitivo. También refleja que si Europa se desacelera al punto de provocar una recesión en Estados Unidos, las principales operaciones de potenciales postores estarían bajo presión, limitando su capacidad para adquirir a CEMEX o alguno de sus activos más relevantes.

Sensibilidad de la calificación

Un número de factores podrían derivar en una acción negativa de calificación. Estos incluyen una combinación de los siguientes: caída en los negocios de CEMEX en México, América Central, del Sur y el Caribe, los cuales han sido cruciales en compensar el deterioro en las divisiones Norte de Europa y Mediterráneo. Menor dinamismo al esperado en EU tendría un impacto significativo en la habilidad de la compañía para generar flujo libre de efectivo in 2014 y 2015; pérdida de acceso a mercados de capitales durante 2013 y 2014.

Factores que individual o colectivamente podrían contribuir a acciones positivas de calificación incluyen: aceleración en la economía de EUA que resulte en generación de flujo libre de efectivo (FLE) superior a USD500 millones antes de 2015; incrementos de capital; conversión de la deuda subordinada de la compañía a capital.