

## S&P Global Ratings confirma calificaciones de BB- de Elementia y la retira de Revisión Especial

### Resumen de la Acción de Calificación

- Elementia, empresa mexicana de materiales de construcción, ha fortalecido su liquidez con éxito para sortear la pandemia. Sin embargo, la actividad de la construcción en sus mercados clave sigue siendo vulnerable a la recesión durante el resto del año.
- El apalancamiento actual de Elementia es elevado para la calificación de 'BB-'; sin embargo, estimamos que las ventas de activos deberían permitirle reducir su índice de deuda neta ajustada a EBITDA a cerca de 5.0x (veces) al cierre de 2020, con un desapalancamiento gradual hacia 2021.
- El 23 de septiembre de 2020, S&P Global Ratings confirmó sus calificaciones crediticias de emisor y de emisión en escala global de - de Elementia. La calificación de recuperación de las notas senior de la empresa se mantiene en '3'. Retiramos todas las calificaciones del listado de Revisión Especial (CreditWatch) con implicaciones negativas ya que han disminuido los riesgos de liquidez de corto plazo, junto con nuestra expectativa de que la escisión planificada no se materializará en los próximos trimestres.
- La perspectiva negativa refleja nuestra opinión de que el desempeño operativo y financiero de Elementia sigue expuesto a la contracción económica en curso en sus mercados clave, relacionada con el COVID-19, que podría desacelerar la recuperación de sus índices de deuda ajustada a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA por debajo de 5.0x y superior a 2.0x, respectivamente, en los próximos 12 meses.

### Fundamento de la Acción de Calificación

**La demanda de cemento más alta que lo esperado en los mercados clave de Elementia y sus medidas de liquidez han disminuido los riesgos a corto plazo, a pesar de la menor rentabilidad en sus divisiones de metales y construsistemas.** A pesar de la contracción económica en curso en los países donde opera Elementia, ahora esperamos que la demanda de cemento se mantenga relativamente resistente durante el resto de 2020, mientras que la demanda de metales y otros materiales de construcción debería recuperarse gradualmente de la caída que registró en el último trimestre, a medida que la actividad económica mejore debido a la paulatina reapertura. Los ingresos por cemento de Elementia crecieron casi dos dígitos en el primer semestre de 2020, y las operaciones en Estados Unidos superaron ampliamente las del año pasado, al tiempo que los resultados fueron relativamente estables en México y Costa Rica. Este crecimiento en la división de cemento, junto con una administración más estricta del capital de trabajo, un recorte en los gastos de capital (capex) y ampliaciones en los vencimientos de deuda, le permitieron a la compañía más que duplicar sus reservas de efectivo al 30 de junio de 2020, a \$3,400 millones pesos mexicanos (MXN) desde MXN1,400 millones al 31 de marzo de 2020. No obstante, la rentabilidad

de Elementia en sus otras dos unidades de negocio ha empeorado y prevemos una recuperación lenta, que perjudicará su EBITDA consolidado, el cual estimamos sea un 15% menor que en 2019. Los volúmenes de metales tuvieron una disminución notable debido a una menor demanda industrial, al tiempo que las operaciones en construsistemas en América Latina se vieron gravemente interrumpidas por los cierres en Perú, Ecuador y Bolivia, mientras que, en Estados Unidos, los costos legales de una demanda colectiva y problemas operativos en su instalación de Indiana afectaron la rentabilidad de Elementia. Por ello, su índice de deuda a EBITDA ajustada aumentó a cerca de 6.0x al cierre de junio de 2020, frente a 5.0x en 2019, que incluye las líneas de factoraje.

**En nuestra opinión, los cambios recientes en la alta gerencia de la compañía no implican una desviación significativa en la estrategia a largo plazo, por ahora, y seguimos esperando un pago de deuda significativo con los ingresos de la venta de activos, al tiempo que la escisión aún está en marcha.** En el segundo trimestre de 2020, Elementia anunció cambios en puestos gerenciales clave, como el del director general y el de finanzas. El nuevo equipo trabajó anteriormente en la división de cemento de la empresa. No prevemos cambios significativos en la estrategia a largo plazo; sin embargo, el nuevo equipo se está enfocando en mejorar la rentabilidad, optimizar el tamaño de su cartera de productos y recortar los gastos no esenciales. Además, la venta de activos de cemento en Pensilvania sigue pendiente de aprobación regulatoria, que esperamos se otorgue este año. La compañía utilizará la mayoría de los ingresos de la venta, estimados en alrededor de US\$151 millones, para pagar deuda, con lo que su índice de deuda a EBITDA ajustada se acercará a 5.0x al cierre de 2020.

**Estimamos una reducción gradual del apalancamiento en 2021 debido a una mayor generación de EBITDA, a pesar de que los ingresos brutos no presenten cambios. Aunque aún no están definidos, los términos finales de la escisión podrían afectar potencialmente las calificaciones.** De acuerdo con nuestro escenario base revisado, esperamos que el índice de deuda ajustada a EBITDA de Elementia se acerque a 4.0x y la cobertura de intereses con EBITDA sea de alrededor de 2.5x al cierre de 2021. Estos indicadores mejorarán debido a una recuperación gradual de la rentabilidad, ya que esperamos que el margen de EBITDA consolidado tenga una tendencia hacia 13%. Esto a pesar de las menores ventas de cemento en Estados Unidos, debido a que las ventas de activos incluyen una planta de cemento con una capacidad instalada de 1.1 millones de toneladas por año. Además, las necesidades de financiamiento de la empresa siguen siendo limitadas: no tienen inversiones relevantes en curso y recientemente completó su nueva planta de trituración en Yucatán, México. En el largo plazo, al tiempo que Elementia reduce su apalancamiento en su balance y mejoran las condiciones del mercado, seguimos esperando la escisión de sus divisiones de metales y construsistemas en una nueva empresa. En esta etapa, no se han definido los términos y condiciones finales de la transacción de escisión, pero la posible existencia de garantías de deuda cruzada entre ambas compañías podría afectar nuestros indicadores crediticios clave ajustados y su posición de liquidez. Factores crediticios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés), que impactan el cambio en calificación:

– Salud y seguridad.

## Perspectiva

La perspectiva negativa refleja nuestra opinión de que el desempeño operativo y financiero de Elementia sigue expuesto a la contracción económica en curso en sus mercados clave, relacionada con el COVID-19, que podría atenuar la recuperación de sus índices de deuda ajustada a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA en los próximos 12 meses.

## Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones de Elementia si ocurre lo siguiente:

- No vemos una tendencia clara y rápida de desapalancamiento en los próximos 12 meses a un índice de deuda a EBITDA ajustada por debajo de 5.0x, o si su cobertura de intereses con EBITDA cae por debajo de 2.0x.
- Su posición de liquidez empeora por mayores salidas de efectivo, ya sea por requerimientos de capital de trabajo o por inversiones de capital más agresivas.
- La escisión de la compañía se materializa con garantías de deuda cruzada, lo que puede mantener los indicadores de apalancamiento elevados.

## Escenario positivo

Podríamos revisar la perspectiva de nuevo a estable en los siguientes 12 meses si el desempeño financiero de Elementia se recupera más rápido de lo esperado: Esto podría ocurrir si mejora la rentabilidad de sus divisiones de metales y construsistemas, lo que aumenta los márgenes de EBITDA consolidado a cerca de 14%, en conjunto con el pago de la deuda programado con los ingresos de la venta de activos. También esperaríamos que Elementia mantenga una sólida posición de liquidez, con adecuadas reservas de efectivo y necesidades de capital de trabajo y capex manejables, así como con vencimientos de deuda de corto plazo limitados. Una revisión de la perspectiva a estable o un alza de las calificaciones también dependería del progreso potencial en la escisión y de los términos y condiciones probables de la transacción.

## Descripción de la empresa

Fundada en 2009 y ubicada en la Ciudad de México, Elementia produce y vende materiales para la construcción para este sector en América.

- La división de cemento brinda productos bajo las marcas Fortaleza, Keystone, Dragon y Giant.
- La división de metales ofrece productos a base de cobre bajo la marca Nacobre.
- La unidad de construsistemas brinda fibras de cemento y otros productos para la construcción bajo las marcas Allura, Mexalit, Plycem, Eternit, Duralit, y Fibraforte.

Los principales accionistas de Elementia son Grupo Kaluz y Condumex (una subsidiaria indirecta de Grupo Carso), mientras que el resto son acciones en circulación (free floating). En los últimos 12 meses que concluyeron en junio de 2020, la empresa reportó ingresos por alrededor de MXN25,600 millones y un margen de EBITDA ajustado de 11.7%.

## Nuestro escenario base

- Una contracción económica mundial en 2020 que afectará a los mercados clave de Elementia. Estimamos que el producto interno bruto (PIB) se reducirá un 5.0% en Estados Unidos, 8.5% en México y 7.2% en América Latina. Luego esperamos un repunte de 5.0%, 3.0% y 3.9% en 2021, respectivamente.
- Inflación estable, con un crecimiento del índice de precios al consumidor (IPC) de 0.3% y 3.1% en 2020 y de 1.6% y 3.4% en 2021, para Estados Unidos y México, respectivamente. Tipo de cambio promedio de MXN21.75 por US\$1 en 2020 y 2021.
- Precios de venta relativamente sin cambios en la unidad de cemento, con un crecimiento en los precios en Estados Unidos y Costa Rica, pero una ligera disminución en México en 2020 y un crecimiento mínimo en 2021. Para construsistemas y metales, estimamos un crecimiento de precios de 2% a 6% en ambos años.

- Las contracciones significativas en los construsistemas en América Latina y en los metales afectarán el volumen de ventas de la empresa, mientras que el cemento debería crecer entre 5% y 9%, con el mayor crecimiento en los volúmenes de Estados Unidos.
- Como resultado, estimamos que los ingresos consolidados de Elementia disminuirán entre 5% y 9% en 2020 y se mantendrán relativamente estables en 2021, teniendo en cuenta la pérdida de capacidad instalada por la venta de la planta de cemento de Pensilvania.
- La rentabilidad se deteriorará temporalmente en 2020, después de dos años de caídas en los márgenes, principalmente relacionados con mayores costos del metal que han presionado la capacidad de traslado de la empresa y los gastos únicos, como los costos legales de una demanda colectiva contra su unidad de construsistemas en Estados Unidos. En 2021, estimamos que los márgenes de EBITDA se recuperen gradualmente hasta cerca de 13%.
- Sin necesidades significativas de capital de trabajo en 2020 y 2021, ya que la compañía está tomando varias medidas para mejorar la gestión de su inventario y contener las salidas de efectivo.
- Bajo gasto de capital cercano a MXN1,000 millones en ambos años, principalmente, relacionado con mantenimiento.
- Recursos de la venta de activos en torno a US\$151 millones, que Elementia concluirá en el cuarto trimestre de 2020. Utilizará entre US\$130 millones y US\$140 millones para pagar la deuda.
- Sin pagos de dividendos en los siguientes dos años.
- Sin cambios significativos en la deuda bruta en los próximos dos años, aparte del repago con los recursos de la venta de activos.

Con base en estos supuestos, obtuvimos los siguientes indicadores crediticios:

- Margen de EBITDA ajustado de alrededor de 11% en 2020 y un incremento hacia 13% en 2021.
- Índice de deuda ajustada a EBITDA en torno a 5.0x al cierre de 2020 y 4.0x a 4.5x en 2021, y
- Cobertura de intereses con EBITDA entre 2.0x y 3.0x en ambos años.

### **Liquidez**

Mantenemos nuestra evaluación de la posición de liquidez de Elementia como adecuada. Esperamos que sus fuentes de liquidez superen sus usos en más de 1.2x en los próximos 12 meses y que esta relación se mantenga positiva incluso si el EBITDA que proyectamos disminuye 15%. Por otra parte, consideramos que Elementia aún cuenta con flexibilidad suficiente para resistir eventos de alto impacto y baja probabilidad con una necesidad limitada de refinanciamiento, debido a su balance de efectivo, la capacidad para reducir su capex, su manejable programa de amortización de deuda.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo y equivalentes a efectivo por MXN3,400 millones al 30 de junio de 2020, y.

- Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) por alrededor de MXN1,900 millones para los próximos 12 meses.

#### Principales usos de liquidez:

- Vencimientos de deuda de corto plazo por MXN1,100 millones al 30 de junio de 2020, y
- Capex por alrededor de MXN990 millones para los próximos 12 meses.

También incorporamos nuestra opinión de que la empresa tiene en general una gestión de riesgo financiero prudente y relaciones sólidas y bien establecidas con los bancos. No obstante, consideramos que su posición en los mercados de crédito se ha debilitado en los últimos 12 meses, como se observa en el precio de transacción de bonos, que actualmente se intercambia por debajo de su valor par.

#### Restricciones financieras (covenants)

Al 30 de junio de 2020, Elementia no cumplía con todas sus restricciones financieras (covenants) para mantenimiento de acuerdo con su deuda bancaria, pero obtuvo dispensas de sus acreedores. En nuestro escenario base, consideramos que la empresa negociará exitosamente una extensión de sus dispensas, como lo ha hecho anteriormente. Estas restricciones financieras (covenants) incluyen lo siguiente:

- Un índice de deuda neta a EBITDA de 3.5x, con una caída a 3.0x a partir de 2021.
- Un índice mínimo de cobertura de intereses con EBITDA de 2.0x, y
- Un capital mínimo de US\$1,000 millones en cualquier momento.

De acuerdo con la documentación de las notas senior no garantizadas por US\$425 millones, la empresa está sujeta a un índice de cobertura de cargo fijo consolidado de 2.0x si busca incurrir en deuda adicional. No esperamos un margen de maniobra significativo en la cobertura, con respecto a nuestro EBITDA estimado en los próximos 12 meses.

### Calificación de emisión - Análisis de recuperación

#### Factores analíticos clave

- La calificación de emisión de las notas senior garantizadas por US\$425 millones, con vencimiento en 2025 de Elementia es 'BB-', en línea con su calificación crediticia de emisor. La calificación de recuperación es que indica nuestra expectativa de una recuperación significativa en caso hipotético de incumplimiento de pago (de 50% a 90%; estimación redondeada de 50%).
- Nuestro escenario de incumplimiento simulado considera un incumplimiento hipotético de pago en 2024, debido a una recesión económica constante en México y Estados Unidos que provocaría presiones sobre la fijación de precios y a una caída en la demanda, lo que a su vez se traduciría en una fuerte caída del EBITDA.
- Bajo nuestro evento de incumplimiento simulado, las notas senior no garantizadas se clasificarán en igualdad de condiciones (pari passu) en derecho de orden y pago con todos los instrumentos de deuda no garantizada existentes en la estructura de capital actual de Elementia, ya que la garantía que proporciona la empresa y sus subsidiarias eliminaría cualquier subordinación estructural.
- Valuamos a Elementia como negocio en marcha, dado que consideramos que esta seguirá teniendo un modelo de negocio viable ante un evento de incumplimiento, debido a su oferta de productos diversificada y reconocida, y a su fuerte posición en las regiones donde opera

#### Supuestos de incumplimiento simulado

- Año simulado del incumplimiento: 2024
- EBITDA al incumplimiento: alrededor de MXN2,000 millones
- Múltiplo de valor implícito de la empresa: 5.0x
- Jurisdicción: México

### Cascada simplificada

- Valor bruto de la compañía al incumplimiento: en torno a MXN10,000 millones
- Costos administrativos: aproximadamente MXN500 millones
- Valor neto de la compañía al incumplimiento: alrededor de MXN9,500 millones
- Pasivos totales en clasificación de igualdad de condiciones con las notas senior no garantizadas: alrededor de MXN17,600 millones\*
- Expectativas de recuperación: 50%-90% (estimación redondeada de 50%)\*\*

\*Todos los montos de deuda incluyen seis meses de intereses previos a la solicitud de bancarrota.

\*\*Redondeado al 5% inferior más cercano.

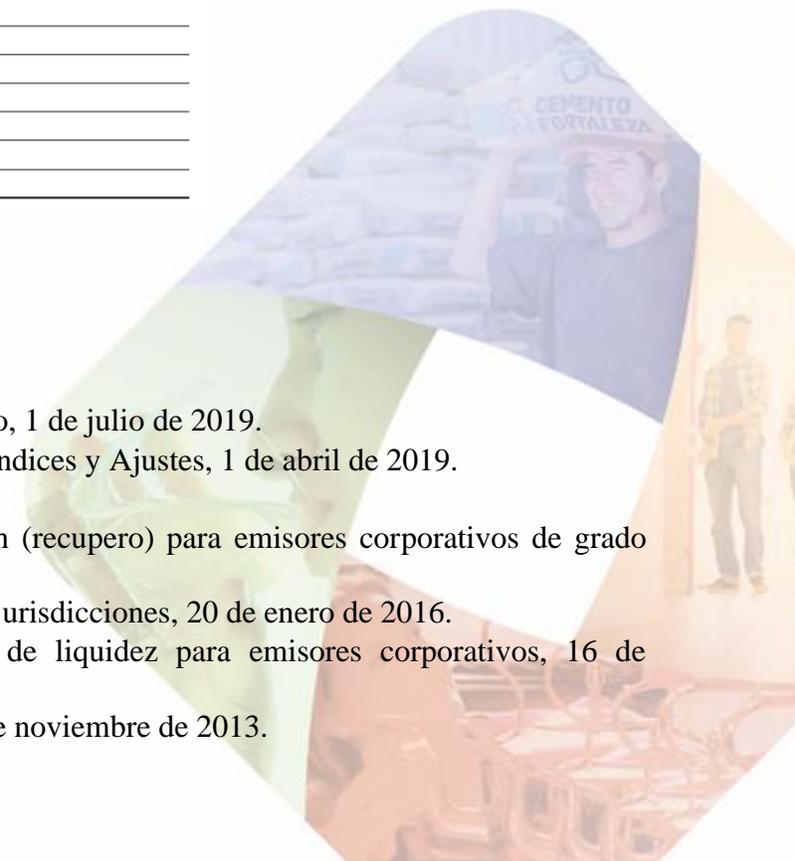
### Síntesis de los factores de calificación

Síntesis de los factores de calificación	
Elementia S.A.B. de C.V.	
Calificación crediticia de emisor	BB-/Negativa/--
Riesgo del negocio	Razonable
Riesgo país	Intermedio
Riesgo de la industria	Intermedio
Posición competitiva	Razonable
Riesgo financiero	Agresivo
Flujo de efectivo/apalancamiento	Agresivo
Ancla	bb-
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)
Perfil crediticio individual	bb-

### Criterios y Artículos Relacionados

#### Criterios

- Metodología de calificaciones de grupo, 1 de julio de 2019.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 1 de abril de 2019.
- Criterios de calificaciones de recuperación (recupero) para emisores corporativos de grado especulativo, 7 de diciembre de 2016.
- Metodología: Evaluaciones para clasificar jurisdicciones, 20 de enero de 2016.
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.



- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Riesgo de la industria, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas, 13 de noviembre de 2012.
- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011.

*Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx). Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.*

### Estatus de Refrendo Europeo

La calificación o calificaciones crediticias en escala global se han refrendado en Europa de acuerdo con las regulaciones aplicables a agencias de calificación crediticia. Nota: Los refrendos para las calificaciones crediticias en escala global de Finanzas Públicas de Estados Unidos se procesan a solicitud. Para revisar el estatus de refrendo por calificación crediticia, por favor visite el sitio web [standardandpoors.com](http://standardandpoors.com) y vaya a la página de la entidad calificada.

Contactos Santiago Cajal, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4521; [santiago.cajal@spglobal.com](mailto:santiago.cajal@spglobal.com)  
Alexandre Michel, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4520; [alexandre.michel@global.com](mailto:alexandre.michel@global.com)

