

## Fitch Asigna Calificación de 'BB-' en Escala Global a Emisión Propuesta de Notas de CEMEX

---

**Fitch Ratings - Chicago - (Septiembre, 4, 2014):** Fitch Ratings asignó la calificación de 'BB-/RR3(EXP)' en escala global a una emisión propuesta de notas garantizadas denominadas en dólares con vencimiento en 2025 y notas garantizadas denominadas en Euros con vencimiento en 2022 de Cemex, S.A.B. de C.V. (Cemex). Los recursos obtenidos de la emisión de notas garantizadas denominadas en Euros serán utilizados para propósitos corporativos generales, incluyendo el prepago de deuda existente bajo el contrato de crédito (Facilities Agreement). Los recursos de la emisión de notas garantizadas denominadas en dólares serán utilizados para usos corporativos generales, incluyendo la recompra de una porción de los bonos vigentes con vencimientos en 2018 y 2020.

Ambas emisiones estarán avaladas por CEMEX México, S.A. de C.V., CEMEX Concretos, S.A. de C.V.; Empresas Tolteca de México, S.A. de C.V.; New Sunward Holding B.V.; CEMEX España, S.A.; CEMEX Asia B.V.; CEMEX Corp.; CEMEX Finance LLC; CEMEX Egyptian Investments B.V.; CEMEX Egyptian Investments II B.V.; CEMEX France Gestion (s.A.S.); CEMEX Research Group AG; CEMEX Shipping B.V.; y CEMEX UK. Los avales son totales e incondicionales por la totalidad del pago de principal e intereses y tendrán el mismo trato que los deudores bajo el contrato de crédito (Facilities Agreement) actual.

La Perspectiva de las calificaciones de CEMEX es Estable. Una lista completa de las calificaciones se encuentra al final de este comunicado.

### FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

#### Posición de Negocios Fuerte:

Las calificaciones IDR en 'B+' de CEMEX continúan reflejando su posición de negocios fuerte y diversificada. La compañía es uno de los mayores productores de cemento, concreto y agregados en el mundo. Sus mercados incluyen principales los EE.UU., México, Colombia, Panamá, España, Egipto, Alemania, Francia, Polonia 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.

#### Apalancamiento Alto Limita la Calificación:

Las calificaciones de CEMEX están limitadas por el alto apalancamiento de la compañía. CEMEX tenía USD15.8 mil millones de deuda neta al 30 de junio de 2014. Esta cifra se compara desfavorablemente con USD2.7 mil millones de EBITDA y USD500 millones de flujos generados por las operaciones (FGO) durante los últimos 12 meses (UDM) terminados el 30 de junio de 2014. Lo anterior resulta en una razón deuda neta/EBITDA de 5.9 veces (x) y una deuda total ajustada a FGO de 8.5x. Estos indicadores mejoraron modestamente desde 6.3x y 9.4x, respectivamente, durante el mismo periodo del 2013. El ritmo menor de desapalancamiento neto, durante los últimos 2 años, se debe a la lentitud en las operaciones de la compañía en México, el Mediterráneo y el norte de Europa.

#### Mejoría Crediticia Modesta Hacia Adelante:

Fitch estima que CEMEX generará aproximadamente USD2.8 mil millones de EBITDA en 2014, USD3.1 mil millones en 2015 y que la razón de deuda neta/EBITDA será de alrededor de 5.25x en 2014 y 4.25x en 2015. Las proyecciones de Fitch toman en cuenta ventas modestas de activos equivalentes a USD100 millones por año. Además las proyecciones incluyen el supuesto de que USD320 millones de deuda, en notas subordinadas, será convertida en acciones de CEMEX durante el 2015. El apalancamiento neto probablemente sería superior a 4.5x en el 2015 si la cotización del precio de la acción se deteriora y la empresa necesitara refinanciar estas notas con otro instrumento de deuda convertible.

Un fortalecimiento de la demanda de cemento en los EE.UU. y México es el impulsor principal de la mejora prevista por Fitch en el desempeño operativo de CEMEX. Fitch toma en cuenta que la razón de inversión (medida como inversiones de capital a depreciación) ha sido baja situándose en 0.5x debido a restricciones impuestas por el contrato de crédito (Facilities Agreement). Desafíos que pueden retrasar la baja en apalancamiento más allá de 2015 incluyen: incrementos en los requerimientos de capital de

trabajo asociadas al crecimiento, impuestos mayores en mercados claves incluyendo a México e inversiones de capital crecientes.

## **Perfil de Amortización de Deuda Manejable:**

CEMEX mantiene un perfil de amortización de deuda manejable gracias a sus esfuerzos agresivos de refinanciamiento durante los últimos años. Al 30 de junio de 2014 el saldo de efectivo e inversiones temporales de CEMEX fue de USD737 millones. La mayor parte de estas inversiones están en bonos del gobierno de EE.UU. y México.

CEMEX enfrenta USD171 millones de amortizaciones de deuda hacia finales de 2014 y USD1.1 mil millones en 2015. La compañía emitió en marzo de 2014 EUR400 millones con vencimiento en 2021 y USD1 mil millones con vencimiento en 2024. Además, utilizó los fondos recibidos para recomprar EUR245 millones de notas con vencimiento en 2017, USD597 millones de notas con vencimiento en 2020 y USD603 millones de notas con vencimiento en 2018. Estos refinanciamientos bajaron el costo de la deuda de la compañía, ya que los cupones nuevos están por debajo de 6%, y los de las notas recompradas eran superiores a 9%. La disminución en el costo de la deuda junto con el creciente flujo de caja operativo deberá generar a una mejora en la razón de cobertura de cargos fijos a FGO de la compañía a alrededor de 1.7x en 2015 desde 1.3x durante 2013.

## **Mercado Norteamericano Clave para Recuperación:**

Los principales mercados de CEMEX durante 2013, en términos de EBITDA fueron México (35%), Centro y Sudamérica (28%), el Mediterráneo (11%), Europa del Norte (12%), EE.UU. (9%) y Asia (5%). Las operaciones de CEMEX en Estados Unidos continúan mejorando lentamente. Lo anterior debido a que el EBITDA creció a USD255 millones en 2013, de USD43 millones en 2012. Sin embargo, la división de la empresa en EE.UU. continúa operando muy por debajo de su capacidad instalada. Sobre una base pro-forma, Fitch estima que las operaciones estadounidenses de la compañía generaron alrededor de USD2.3 mil millones de EBITDA previo a la crisis del año 2006. Mientras que la demanda de cemento en EE.UU. se ha recuperado a 80 millones de toneladas métricas en 2013 desde un mínimo de 71 millones de toneladas en 2009, ésta sigue estando muy por debajo de las 127 millones de toneladas demandadas en 2006.

## **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 así como las distintas jurisdicciones legales, Fitch no considera un escenario de liquidación (quiebra) o insolvencia (concurso mercantil) para CEMEX en caso de mayores presiones financieras. Esto, dado que los acreedores probablemente no entrarían en un proceso con alta incertidumbre en el resultado final.

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 USD2.1 mil millones; nivel en el cual sólo cubriría arrendamientos operativos, gastos financieros y capex de mantenimiento. Al mismo tiempo aplicó un múltiplo conservador de 6x al EBITDA resultante. Este cálculo deriva en una recuperación esperada de 76% para la deuda garantizada de la compañía que sería consistente con un nivel de RR2.

Las perspectivas de recuperación de los acreedores senior están respaldadas por USD2.1 mil millones en notas subordinadas convertibles, que sólo pueden ser sustituidas por acciones o instrumentos de cuasi-capital similares; de acuerdo con el contrato de crédito (Facilities Agreement). Típicamente, Fitch limita los niveles de recuperación (RR) para corporativos mexicanos al nivel RR3 considerando factores distintos en el marco regulatorio y trato de acreedores. Lo anterior 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 incumplimiento.

## **SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN**

Los desarrollos futuros que puedan, individual o colectivamente, dar lugar a una acción de calificación positiva incluyen:

- La estimación, por parte de Fitch, de que el EBITDA de CEMEX en sus operaciones dentro de Estados Unidos crecerá a USD650 millones en 2015 a partir de USD233 millones en 2013. Esta proyección incorpora la expectativa de que los inicios de casas unifamiliares y multifamiliares en los EE.UU. ascenderán a un total de 1.0 millón en 2014 y 1.2 millones en 2015. Un crecimiento más allá de estas cifras sería positivo para los negocios EE.UU. de la compañía y aceleraría su proceso de desapalancamiento.

- La demanda de cemento en México ha sido inferior a las expectativas de Fitch desde 2013. Esto ha contrarrestado las mejoras en el flujo de caja operativo en Centro y Sur América, así como en los EE.UU. El EBITDA generado por CEMEX en México cayó a USD1.0 mil millones en 2013 desde USD1.2 mil millones en 2012. Esto, puesto que sus volúmenes de venta de cemento se redujeron un 8%. Fitch prevé que el EBITDA de la compañía en este mercado debería repuntar a USD1.1 mil millones en 2015. Crecimiento más rápido que este ritmo también podría acelerar la reducción de la deuda.

- Las acciones de CEMEX cotizan a más de USD12.50 por ADS. La compañía ha emitido obligaciones convertibles subordinadas con vencimiento en 2015 (USD320 millones), 2016 (USD978 millones) y 2018 (USD690 millones). Los precios de conversión, para estas notas, son USD11.18/ADS, USD9.65/ADS y USD9.65/ADS, respectivamente. Si la compañía tiene éxito en la conversión de las notas a acciones en 2015 y 2016, Fitch proyecta que la proporción de deuda neta/EBITDA de la compañía estaría por debajo de 3.5x para finales de 2016; lo que podría dar lugar a incrementos de uno o más niveles para las calificaciones IDR de la compañía.

Los desarrollos futuros que pueden, individual o colectivamente, dar lugar a una acción de calificación negativa incluyen:

- Bajas en las calificaciones son poco probables durante 2014. Esto, puesto que las medidas de protección de crédito de CEMEX son fuertes para las calificaciones actuales. Lo anterior, dada la posición fuerte de negocios global de la empresa así como la lentitud del mercado en EE.UU. con respecto a su potencial a largo plazo.

- CEMEX recibió un fallo desfavorable por las autoridades fiscales españolas durante 2014 que podría dar lugar a un pago de EUR455 millones. Si la empresa no tiene éxito en su apelación, esto podría dificultar su capacidad para reducir el apalancamiento al mismo tiempo que daría lugar a una acción de calificación negativa si el pago coincide con lentitud continua en otros mercados clave.

- Una pérdida del impulso positivo en el mercado de EE.UU. tendría un impacto significativo sobre la capacidad de la empresa para reducir el apalancamiento a menos de 4.5x para 2015. Fitch consideraría un cambio en la calificación o la perspectiva, si las tendencias de apalancamiento de CEMEX se invirtieran y el apalancamiento neto superase 6.5x.

Actualmente Fitch califica a CEMEX como sigue:

## CEMEX

- Calificación IDR en escala global en moneda extranjera y local 'B+';
- Calificación en escala global para Notas Senior quirografarias 'B+/RR3';
- Calificación en Escala Nacional de Largo Plazo 'BBB-(mex)';
- Calificación en Escala Nacional de Corto Plazo 'F3(mex)'.

Aunado a las calificaciones en escala global en moneda extranjera y local de CEMEX, Fitch califica en 'B+' a escala global en moneda extranjera las siguientes entidades que CEMEX ha utilizado para emitir deuda, así como la calificación 'BB-/RR3' para los instrumentos de deuda emitidos por las mismas:

- CEMEX España S.A. (CEMEX España);
- CEMEX Finance LLC;
- CEMEX Finance Europe B.V., compañía domiciliada en Holanda;
- CEMEX Materials Corporation, compañía de responsabilidad limitada domiciliada en EE.UU.;
- C5 Capital (SPV) Limited, compañía de propósito limitado domiciliada en las Islas Vírgenes Británicas;
- C8 Capital (SPV) Limited, compañía de propósito limitado domiciliada en las Islas Vírgenes Británicas;
- C10 Capital (SPV) Limited, compañía de propósito limitado domiciliada en las Islas Vírgenes Británicas;
- C-10 Euro Capital (SPV) Limited, compañía de propósito limitado domiciliada en las Islas Vírgenes Británicas.

## Contactos Fitch Ratings:

Phillip Wrenn (Analista Líder)  
Director Asociado  
Fitch Ratings, Inc.  
70 W. Madison Street  
Chicago, IL 60602

Joe Bormann, CFA (Analista Secundario)  
Managing Director

Dan Kastholm (Presidente del Comité de Calificación)  
Managing Director

Relación con medios: Denise Bichara, Monterrey, N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100.  
E-mail: [denise.bichara@fitchratings.com](mailto:denise.bichara@fitchratings.com).

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

La última revisión de las calificaciones de riesgo contraparte de Cemex, S.A.B. de C.V. fue en julio 28, 2014.

La información financiera de la compañía, considerada para la calificación, corresponde a junio 30, 2014.

La información utilizada en el análisis de esta calificación fue proporcionada por CEMEX y/u obtenida de fuentes de información pública, incluyendo los estados financieros auditados, presentaciones del emisor, objetivos estratégicos, entre otros. El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes de información externas, tales como análisis sectoriales y regulatorios para el emisor o la industria. Para mayor información sobre Cemex, así como para conocer el significado de la calificación asignada, los procedimientos para dar seguimiento a la calificación, la periodicidad de las revisiones y los criterios para el retiro de la calificación, puede visitar nuestras páginas [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) y [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

La estructura y proceso de votación de los comités, y de calificación se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación", el cual puede consultarse en nuestra página web [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) en el apartado "Regulación".

En caso de que el valor o la solvencia del emisor se modifiquen en el transcurso del tiempo, la calificación puede modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

Las calificaciones mencionadas, constituyen una opinión relativa sobre la calidad crediticia de la empresa, en base al análisis de su trayectoria y de su estructura económica y financiera, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier instrumento colocado en el mercado de valores.

La información y las cifras utilizadas para determinar estas calificaciones, de ninguna manera, son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V., por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad de la emisora y/o de la fuente que las emite.

## Metodologías aplicadas:

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013);
- Evaluación del Gobierno Corporativo (Marzo 15, 2013);
- Metodología de Calificaciones Nacionales (Diciembre 13, 2013).

---

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.MX](http://WWW.FITCHRATINGS.MX). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.