

20 de septiembre de 2017

## S&P Global Ratings sube calificaciones de CEMEX y las retira de su Listado de Revisión Especial por mejora continua en indicadores de apalancamiento; la perspectiva es estable

### Contactos analíticos:

Laura Martínez, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4425; laura.martinez@spglobal.com

Luis Manuel M Martínez, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4462; luis.martinez@spglobal.com

### Resumen

- En línea con nuestras expectativas de junio de 2017, cuando colocamos las calificaciones del productor mexicano de cemento, Cemex, en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones positivas, el desempeño financiero y los indicadores de apalancamiento de la empresa han seguido fortaleciéndose por medio de la reducción y refinanciamiento de deuda.
- Subimos nuestras calificaciones en escala global a 'BB' de 'BB-' de Cemex y de sus subsidiarias calificadas. También subimos nuestras calificaciones de largo y corto plazo en escala nacional a 'mxA' y 'mxA-1' de 'mxA-' y 'mxA-2', respectivamente, de CEMEX S.A.B. de C.V. y CEMEX México. Al mismo tiempo, subimos nuestra calificación de emisión de la deuda senior garantizada de Cemex a 'BB' de 'BB-' y la de sus bonos perpetuos a 'BB-' de 'B+'. Además subimos nuestras calificaciones de emisión de la deuda senior no garantizada en moneda local de la empresa a 'mxA' de 'mxA-' y de la deuda subordinada a 'mxBBB+' de 'mxBBB'. Retiramos las calificaciones del listado de Revisión Especial (*CreditWatch*). La calificación de recuperación de la deuda senior calificada de Cemex se mantiene en '3'.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que las iniciativas de Cemex para mantener de manera constante sus márgenes de EBITDA por encima de 20%, junto con mayores reducciones de la deuda, principalmente a través de la generación de flujo de efectivo libre, deberían reducir el índice de apalancamiento hacia 4.0x en los próximos 12 meses, incluso si consideramos condiciones más volátiles para el tipo de cambio.

### Acción de Calificación

**Ciudad de México, 20 de septiembre de 2017.-** S&P Global Ratings subió hoy sus calificaciones en escala global a 'BB' de 'BB-' de CEMEX S.A.B. de C.V. (Cemex) y de sus subsidiarias. También subimos nuestras calificaciones de largo y corto plazo en escala nacional -CaVal- a 'mxA' y 'mxA-1' de 'mxA-' y 'mxA-2', respectivamente, de Cemex y CEMEX México. Además, retiramos las calificaciones del listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones positivas, donde las colocamos el 19 de junio de 2017. La perspectiva de las calificaciones en ambas escalas es estable. Al mismo tiempo, subimos nuestra calificación de emisión de la deuda senior garantizada de Cemex a 'BB' de 'BB-' y la de sus bonos perpetuos a 'BB-' de 'B+'. También subimos nuestras calificaciones de emisión de la deuda senior no garantizada en moneda local de la empresa a 'mxA' de 'mxA-' y de la deuda subordinada a 'mxBBB+' de 'mxBBB'.

La calificación de recuperación de toda la deuda senior de Cemex que calificamos se mantiene en '3', lo que indica una expectativa de recuperación significativa (de 50% a 70%, en la banda superior del rango) para los tenedores de bonos en caso de incumplimiento de pago.

## Fundamento

Tras registrar indicadores crediticios más fuertes en el primer trimestre con respecto a nuestras expectativas, el desempeño financiero de Cemex ha seguido mejorando, con una reducción total de la deuda de US\$1,150 millones durante el primer semestre del año. Esto refleja la conclusión más rápida de lo esperado del plan de desinversión de activos de la empresa, la temprana conversión de una parte de sus notas convertibles opcionales con vencimiento en marzo de 2018, y las condiciones de negocio favorables en general en los mercados donde opera la empresa. Estos factores se tradujeron en índices de deuda a EBITDA y de fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda de 4.5 veces (x) y 12.4%, respectivamente, al 30 de junio de 2017.

Además, en julio, Cemex adquirió una nueva línea de crédito por US\$4,050 millones para refinanciar su deuda existente y continuar fortaleciendo su estructura de capital y liquidez. Estos factores, aunados a nuestra expectativa de que Cemex mantendrá su compromiso de mejorar sus indicadores crediticios clave nos llevaron a revisar nuestra evaluación del perfil de riesgo financiero de la empresa a una categoría más fuerte.

Durante los primeros seis meses de 2017, la capacidad de Cemex para ajustar sus precios compensó en cierta medida la ligera disminución en los volúmenes de cemento en México, debido principalmente al bajo nivel de gasto en el sector público para proyectos de infraestructura. Esperamos que el crecimiento en los ingresos de Cemex siga beneficiándose de favorables fundamentales de la industria en Estados Unidos, lo cual debería mitigar el impacto de las condiciones económicas más débiles en América Latina y en otras regiones donde opera la empresa. También esperamos que los márgenes de EBITDA ajustado de Cemex se mantengan por encima de 21% a pesar de las crecientes presiones de costos, al tiempo que la empresa mantiene su enfoque para lograr eficiencias operativas en su plataforma operativa global.

Actualmente evaluamos el perfil de riesgo financiero de Cemex como agresivo. Nuestra proyección actualizada de la empresa incorpora una reducción adicional de la deuda de alrededor de US\$600 millones durante el segundo semestre de 2017, principalmente a través de la generación de flujo de efectivo interno. Esto debería mantener el índice de apalancamiento de la empresa entre 4.0x y 4.5x al cierre del año, con una tendencia hacia menos de 4.0x en 2018, incluso si consideramos condiciones más volátiles en el tipo de cambio.

Entre los supuestos que consideramos para los próximos dos años están los siguientes:

- Crecimiento del PIB de México de 1.9% en 2017 y de 2.2% en 2018, lo que limitará las ventas de cemento locales de la empresa al área baja de un solo dígito, compensado en cierta medida por ajustes de dos dígitos a los precios durante el primer semestre de este año.
- Crecimiento del PIB de Estados Unidos de 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018. Esperamos que este mercado siga siendo el principal motor del crecimiento de Cemex en los próximos dos años, con una sólida venta de cemento en los sectores de vivienda, industrial, comercial y de infraestructura.
- Tipo de cambio al cierre del periodo de \$19.25 pesos mexicanos (MXN) y MXN19.75 para 2017 y 2018, respectivamente, que incorpora una volatilidad potencialmente mayor con respecto a los niveles actuales.
- Crecimiento de los ingresos denominados en pesos mexicanos de 5.3% en 2017 y de 5.7% en 2018.

- Sin requerimientos de capital de trabajo este año y en torno a MXN2,800 millones en 2018.
- Gasto de capital (capex) por aproximadamente MXN13,900 millones para 2017 y de MXN14,800 millones en 2018, incluyendo actividades de mantenimiento.
- Desinversiones de activos por MXN22,700 millones en 2017, las cuales se completaron principalmente durante el primer semestre del año.
- Adquisición de TCL por alrededor de MXN4,200 millones este año.
- Reducción de deuda de alrededor de US\$1,800 millones en 2017 y pagos graduales adicionales en línea con el perfil de vencimiento de deuda de la empresa.

Con base en estos supuestos obtuvimos los siguientes indicadores crediticios para 2017 y 2018:

- Márgenes de EBITDA de 20.8% y 21.0%;
- Deuda a EBITDA de 4.5x y 3.9x;
- FFO a deuda de 12.3% y 15.9%, y
- Cobertura de intereses con EBITDA de 2.9x y 4.1x.

### *Liquidez*

Evaluamos la liquidez de Cemex como adecuada, de acuerdo con nuestros criterios. Esperamos que las fuentes superen los usos en más de 1.2x durante los siguientes 12 meses. Esta proporción se mantendrá por encima de 1.0x incluso si el EBITDA disminuye 15%, reflejando el manejable perfil de vencimiento de deuda de la empresa y su línea de crédito revolvente comprometida, cuyo monto estimamos estará disponible en alrededor de unos MXN14,600 a finales de 2017. También consideramos que la posición crediticia satisfactoria de Cemex en los mercados de capitales locales e internacionales, y su sólida relación con los bancos, respaldan la liquidez de la empresa.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo y equivalentes a efectivo por MXN7,577 millones al 30 de junio de 2017;
- FFO por MXN32,700 millones para los próximos 12 meses, y
- Alrededor de MXN73,500 millones relacionados con nuevas líneas de crédito, que incluyen una línea de crédito revolvente por aproximadamente MXN20,600 millones.

Principales usos de liquidez:

- Vencimientos de deuda de corto plazo por MXN9,511 millones para los próximos 12 meses;
- Refinanciamiento de deuda por alrededor de MXN59,600 millones;
- Capex por alrededor de MXN14,300 millones para los próximos 12 meses, y
- Requerimientos de capital de trabajo por MXN1,400 millones para los próximos 12 meses.

El nuevo contrato de crédito está sujeto a una restricción financiera (*covenant*) de apalancamiento total máximo de 5.5x y una cobertura con intereses mínima de 2.0x, de acuerdo con los documentos del crédito. La restricción financiera de apalancamiento disminuye a 5.25x en el primer trimestre de 2018, con bajas semestrales adicionales hasta 2020. Esperamos que la empresa mantenga un margen para las restricciones por encima de 15% durante los próximos 12 meses.

## Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que las iniciativas de Cemex para mantener de manera constante sus márgenes de EBITDA por encima de 20%, junto con las reducciones de la deuda, principalmente a través de la generación de flujo de efectivo libre, deberían reducir el índice de apalancamiento hacia 4.0x en los próximos 12 meses, incluso si consideramos condiciones más volátiles para el tipo de cambio.

### Escenario positivo

Podríamos tomar una acción de calificación positiva en los próximos 12 meses si Cemex sigue fortaleciendo sus indicadores crediticios, con una disminución del índice de deuda a EBITDA a un rango medio de 3.0x y FFO a deuda superior a 20%, en línea con una evaluación de su riesgo financiero más fuerte. Esto podría ocurrir a través de un mayor volumen de ventas en los mercados mexicano y estadounidense, al tiempo que Cemex mantiene una rentabilidad y liquidez sólidas.

### Escenario negativo

Aunque es poco probable en los próximos 12 a 18 meses, podríamos bajar las calificaciones de Cemex si un evento adverso en sus principales mercados afecta su crecimiento y rentabilidad y/o si un cambio inesperado en las políticas financieras de la empresa deriva en un índice de apalancamiento cercano a 5.0x.

## Síntesis de los factores de calificación

CEMEX S.A.B. de C.V.	
Calificación de riesgo crediticio	
Escala Global	BB/Estable/--
Escala Nacional	mxA/Estable/mxA-1
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Intermedio
Riesgo de la industria	Intermedio
Posición competitiva	Satisfactoria
Riesgo financiero	Agresivo
Flujo de efectivo/apalancamiento	Agresivo
Ancla	bb
Modificadores	
Efecto de diversificación/carera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Satisfactorio (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)

## Análisis de Recuperación

### Factores analíticos clave

- Valuamos a CEMEX como negocio en marcha, dado que consideramos que la empresa seguiría teniendo un modelo de negocio viable, debido a su posición líder de mercado en las regiones donde opera.
- Utilizamos una valuación del múltiplo de EBITDA, con un múltiplo de 6.0x debido a su perfil de riesgo del negocio relativamente más fuerte que el de sus pares y un EBITDA al incumplimiento de US\$1,300 millones después de un ajuste por comportamiento cíclico de 10%.

### Supuestos de incumplimiento simulado

- Nuestro escenario hipotético de incumplimiento simulado para CEMEX supone una fuerte disminución de la demanda de cemento, relacionada con un continuo debilitamiento en las actividades de construcción residencial y no residencial en los principales mercados de la compañía, lo que se traduciría en una menor generación de flujo de efectivo. Además, bajo este escenario, CEMEX afrontaría restricciones en el acceso a los mercados de deuda y capitales para el refinanciamiento de sus vencimientos de corto plazo.
- Bajo este escenario, consideramos el supuesto de que la empresa afrontaría un incumplimiento de pago en 2020, cuando vence su siguiente amortización de deuda considerable.

### Cascada simplificada

- Estimamos el valor bruto de la empresa sin ajustar en US\$7,800 millones y restamos 5% relacionados con gastos administrativos, lo que se traduce en un valor neto de la empresa de US\$7,400 millones.
- Consideramos que este valor brindaría expectativas de recuperación significativas (de 50% a 70%) para los tenedores de notas senior garantizadas y a los tenedores de certificados bursátiles. Esto generaría una recuperación mínima (0% a 10%) para la deuda subordinada de la empresa, incluyendo a los tenedores de instrumentos convertibles obligatoriamente, lo que daría como resultado un diferencial de calificación de dos niveles (*notches*) con respecto a la calificación de riesgo crediticio de la empresa.

## DETALLE DE LAS CALIFICACIONES

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	PERSPECTIVA /REV. ESP. ACTUAL	PERSPECTIVA /REV. ESP. ANTERIOR
CEMEX 07-2U	mxA	mxA-	N/A	Rev. Esp. Positiva
CEMEX 09	mxBBB+	mxBBB	N/A	Rev. Esp. Positiva

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Criterios de calificaciones de recuperación \(recupero\) para emisores corporativos de grado especulativo](#), 7 de diciembre de 2016.
- [Metodología para aplicar calificaciones de recuperación a emisiones calificadas en escala nacional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017.
- [Calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.
- [Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones](#), 15 de abril de 2008.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Materiales para la Construcción](#), 19 de diciembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.

### Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia](#).
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\)](#).
- [S&P Global Ratings coloca calificaciones de CEMEX en Revisión Especial con implicaciones positivas por expectativa de mejora financiera más rápida de lo esperado](#), 19 de junio de 2017.

*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. Para obtener mayor información vea nuestros Criterios de Calificación en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx)*

## INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 30 de junio de 2017.

2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

*S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl) [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.