

Еврооблигации CEMEX-26

Выводы

Долларовые выпуски мексиканской цементной компании Cemex предлагают привлекательные доходности среди бумаг аналогичных конкурентов. Мы полагаем, что анонсированный план компании «A Stronger Cemex», призванный вернуть Cemex на «инвестиционный уровень»* и увеличить маржинальность бизнеса выше 20% повышает способность компании расплачиваться по своим обязательствам.

Cemex ведущий производитель цемента в Мексике и третий в мире (по установленным мощностям без учета Китая). Помимо цемента CEMEX имеет большое присутствие на рынке по производству готовых смесей (ready mix) и заполнителей (aggregates). Основные географические рынки CEMEX по показателю EBITDA включают Мексику (42%), США (23%), Центральную и Южную Америку (15%), Европу (13%) и Азию, Ближний Восток и Африку (7%).

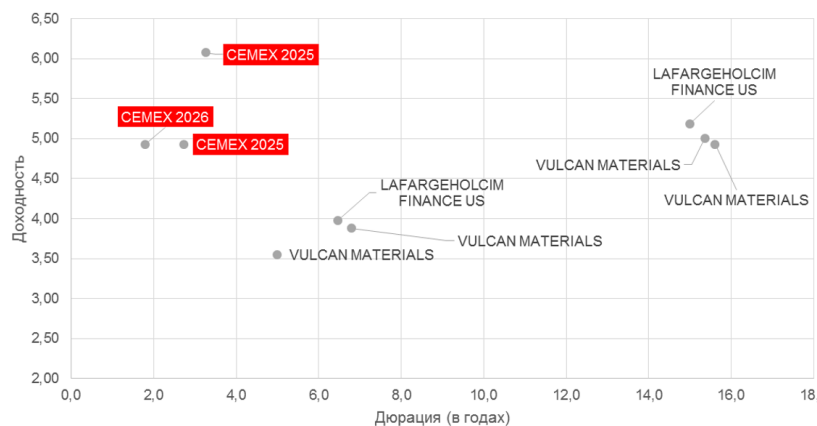
Выручка в 2018 году составила \$14 млрд, капитализация \$6,5 млрд, чистый долг/Ebitda 4,1x. На март 2019 года Cemex имел \$11,2 млрд долга, из которых основная часть - \$9,5 млрд обращается на рынке. Cemex планирует продать активов на сумму \$1,5-2 млрд и снизить долг на \$3,5 млрд. к 2020 г. На 1 кв 2019 года компания заключила/близка к заключению сделок по продаже активов на сумму \$793 млн. На конец 2018 год стоимость активов компании практически в 3 раза превышала общий долг Cemex.

Рейтинговые агентства S&P и Fitch оценивают компанию на уровне ВВ в связи с высокой долговой нагрузкой. Прогноз по рейтингу «стабильный». В марте 2019 Fitch поднял рейтинг с ВВ- до ВВ. Рост рейтинга связан с укреплением структуры капитала CEMEX в связи с сокращением долга на \$5 млрд за последние три года за счет \$3,5 млрд (от свободного денежного потока) и продажи активов. Fitch ожидает дальнейшего сокращения долговой нагрузки за счет тех же факторов и сокращения чистого долга/Ebitda до 3,7x к 2020 году.

Агентство S&P присвоило рейтинг Cemex в сентябре 2017. В связи с улучшением кредитных метрик компании, можно ожидать позитивных рейтинговых действий от S&P.

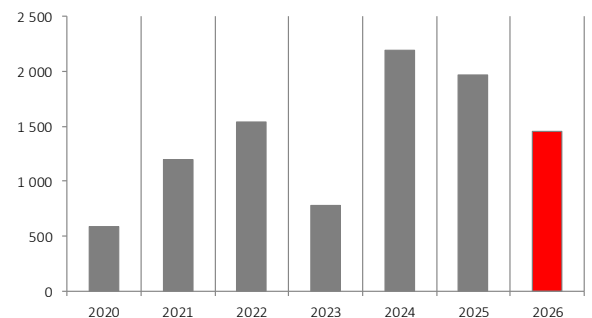
Cemex можно сравнить с американской Vulcan Materials Company и швейцарской строительной компанией LafargeHolcim. Оба конкурента предлагают меньшую доходность в связи с лучшими рейтингами (обе BBB по шкале S&P), лучшей маржинальностью и более низкой долговой нагрузкой. По нашему мнению, поставленные цели Cemex и их выполнение (успешная продажа активов, генерация свободного денежного потока) позволят компании успешно расплачиваться по своим обязательствам.

Инвестиционный анализ



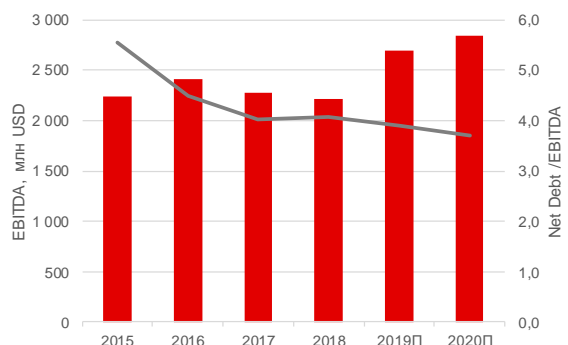
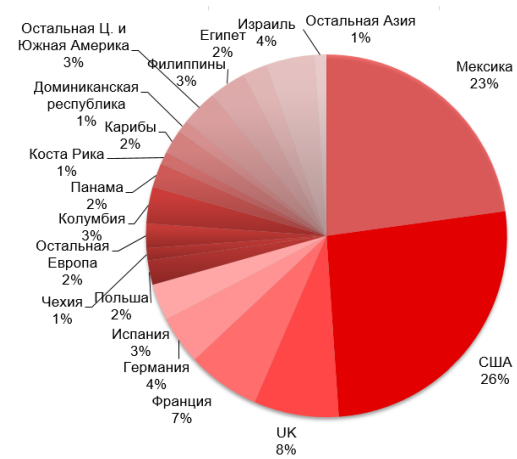
Эмитент	CEMEX S.A.B. DE C.V.
ISIN	USP2253TJK62
Доходность к call	5,0%
Купон	7,75%
Погашение (call 2021)	16.04.2026
Валюта	USD
Рейтинг S&P	ВВ, прогноз стабильный
Мин. лот	200'000
Квал. инвестор	Да

График погашения обязательств Cemex, млн USD



Источник: Bloomberg

Географическая сегментация выручки Cemex



Источник: Bloomberg, прогнозы: Fitch, Bloomberg

*Инвестиционный уровень – рейтинг в диапазоне от AAA до ВВВ- по шкале S&P

Риски: Бизнес сегмент на котором работает Setex является **цикличным**, т.е. ухудшение внешней конъюнктуры (как неспособность заключить торговое соглашение между США и Китаем) и рост политической неопределенности в Мексике может оказать негативное давление на способность Setex к делевериджу. **Практически весь долг деноминирован в USD и EUR** (61% и 29% соответственно), в то время как лишь 1/3 выручки деноминирована в USD и EUR (24% и 13% соответственно), таким образом Setex уязвим к обесценению мягкой валют.



Контактная информация

Альфа-Банк (Москва)

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

Аналитический отдел

Телефон/Факс	(7 495) 795-3676
Руководитель аналитического подразделения, Макроэкономика	Борис Красноженов Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева
Металлы и горная добыча	Борис Красноженов, Юлия Толстых
Потребительский сектор, Интернет	Олеся Воробьева
Банки	Евгений Кипнис
Аналитическая поддержка российских клиентов Альфа Директ	Гельды Союнов, Алан Казиев, Елизавета Наумова
Перевод	Анна Мартынова
Редактор	Джон Волш
Техническая поддержка	Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон	(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Продажи российским и иностранным клиентам	Константин Шапшаров, Александр Зоров
Группа продаж Альфа-Директ	(7 495) 795-3680 Ирина Фадеева, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.

Ценовые уровни и оценки, приведенные в настоящем обзоре, могут отличаться от взглядов Центра макроэкономического прогноза на фоне краткосрочных спекулятивных трендов в инвестиционных инструментах.

© Альфа-Банк, 2017 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326. Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.