

27 de marzo de 2018

S&P Global Ratings sube calificaciones de Controladora Mabe a 'BBB-' de 'BB+' por reducción de deuda y disciplina financiera; la perspectiva es estable

Contactos analíticos:

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

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

Resumen

- Durante 2017, Mabe ejecutó con éxito su plan de reducción del apalancamiento y continúa fortaleciendo su historial de disciplina financiera para garantizar reducciones de deuda constantes dentro de los siguientes 12 a 24 meses.
- Subimos nuestras calificaciones crediticias de emisor y de emisión a 'BBB-' de 'BB+' de Mabe.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Mabe continúe con su compromiso de reducir el apalancamiento en su estructura de capital manteniendo su índice de deuda a EBITDA menor a 3.0 veces (x), al tiempo que mejora su flujo de efectivo operativo libre a deuda hacia 15%. También incorpora nuestra opinión de que la empresa cuenta con un amplio acceso a fuentes de fondeo externo para cumplir con sus vencimientos de deuda en 2019.

Acción de Calificación

Ciudad de México, 27 de marzo de 2018.- S&P Global Ratings subió hoy sus calificaciones crediticias de emisor y de emisión en escala global a 'BBB-' de 'BB+' de Controladora Mabe S.A. de C.V. (Mabe). La perspectiva es estable.

Fundamento

Después de más de dos años en los que las calificaciones de Mabe mantuvieron una perspectiva positiva, la empresa adoptó una estrategia financiera más disciplinada que no solo fortaleció su índice de deuda a EBITDA, sino también generó una continua reducción del apalancamiento. En 2017, Mabe logró disminuir su apalancamiento neto a través del repago de deuda, una mejor administración de sus líneas de factoraje a corto plazo, y un aumento en su balance de capital. Disminuyó su índice de deuda a EBITDA a 2.9x para el periodo de 12 meses que concluyó el 31 de diciembre de 2017. Esto representó un logro importante para la empresa, especialmente tomando en cuenta que durante los últimos dos años habíamos señalado que si el índice de apalancamiento se ubicaba en menos de 3.0x, la empresa alcanzaría el grado de inversión.

Actualmente, nuestra evaluación del perfil de riesgo financiero de Mabe aún es significativa, ya que otros indicadores crediticios clave como el flujo operativo (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda y el flujo de efectivo operativo libre (FOCF, por sus siglas en inglés) a deuda aún se ubican por debajo de los umbrales para un perfil de riesgo financiero más fuerte. Por lo tanto, subimos las calificaciones de Mabe no solo por la exitosa ejecución de su plan de reducción del apalancamiento en 2017, sino por nuestra expectativa de que su disciplina financiera reducirá aún más su deuda en los siguientes 12 a 24 meses. En particular, la mejor trayectoria en la rentabilidad y el desempeño financiero de Mabe, tras las devoluciones de producto en Norteamérica durante 2017, respalda la mejora de un nivel (*notch*) que incorpora nuestro análisis comparativo de calificación.

Nuestra evaluación del perfil de riesgo de negocio de Mabe no ha cambiado desde nuestra revisión anterior. Sin embargo, los cambios en la política comercial de Estados Unidos han generado inquietudes sobre la posibilidad de que un marco de intercambio comercial potencialmente menos favorable podría afectar las expectativas de crecimiento de Mabe. Por ejemplo, en enero de este año, la administración de Trump anunció nuevas tarifas arancelarias sobre las grandes lavadoras residenciales importadas incluyendo las de México. La renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) también está en curso, y no hay claridad sobre el posible resultado. Sin embargo, estos riesgos a la baja sobre el perfil de riesgo de negocio de Mabe están considerados en cierta medida y los incorpora nuestra acción de calificación. Con respecto a las nuevas tarifas arancelarias, consideramos que el anuncio no tiene implicaciones negativas para las calificaciones de la empresa, ya que esta no exporta a Estados Unidos ningún equipo de lavado que cumpla con las especificaciones actualmente sujetas a las tarifas arancelarias. Además, tiene la capacidad para absorber el aumento de costos sin afectar su rentabilidad a mediano plazo, respaldada por su alta eficiencia operativa y flexibilidad para la fijación de precios. Por otra parte, Mabe tiene un amplio historial en el segmento de manufactura y venta de electrodomésticos terminados bajo la marca GE en Estados Unidos.

Nuestro escenario base para 2018-2019 incorpora los siguientes supuestos:

- Nuestra proyección base para el crecimiento del producto interno bruto (PIB) de América Latina es de 2.2% en 2018. Específicamente en México, el consumo privado se ha mantenido sólido, con un crecimiento de 2.5% durante los primeros dos meses en 2018, lo que debería respaldar el volumen de ventas de Mabe en este mercado.
- El resiliente gasto de las familias sigue respaldando el volumen de ventas en Norteamérica. Prevemos un crecimiento del PIB real en Estados Unidos de 2.8% este año, y dentro de un rango de 2.0% a 2.5% hacia el cierre de la década. Aunque el crecimiento del ingreso personal se mantiene lento, el poder adquisitivo en Estados Unidos aumentó derivado de una sistemática contratación a tiempo completo, y la reciente reforma fiscal podría fortalecerlo más.
- Crecimiento de los ingresos de un solo dígito en el área media, lo que refleja un desempeño aún positivo en México y Estados Unidos, respaldado por la sólida posición de mercado de la empresa.
- EBITDA ajustado por aproximadamente US\$300 millones.
- Gastos de capital (*capex*) en el área de US\$140 a US\$150 millones en 2018 y en torno a US\$125 millones en 2019, principalmente para sustentar la expansión de la capacidad.
- Niveles de deuda reportados en torno a US\$780 millones en 2018 y US\$680 millones en 2019, considerando los repagos de deuda.
- Nuevas emisiones de deuda por US\$350 millones en 2018, como parte de la administración de pasivos de Mabe.
- Generación de FOCF en torno a US\$65 millones y US\$120 millones en los próximos dos años, respectivamente.
- Pagos de dividendos anuales por US\$20 millones.

Con base en estos supuestos obtuvimos los siguientes indicadores crediticios para 2018 y 2019:

- Márgenes de EBITDA entre 9.5% y 10.0%;
- Deuda a EBITDA de 2.5x y 2.3x, respectivamente, y
- FOCF a deuda de 11% y 18%, respectivamente.

Liquidez

Evaluamos las fuentes de liquidez de Mabe como adecuadas, ya que esperamos que las fuentes superen los usos en más de 1.2x durante los próximos 12 meses, y consideramos que esta relación se mantendrá por encima de 1.0x incluso si el EBITDA cae 15%. Nuestro análisis de la liquidez también incorpora nuestra opinión de que la empresa tiene la capacidad para resistir eventos de alto impacto y baja probabilidad, su sólida relación con los bancos y su buena posición dentro de los mercados de deuda internacionales, así como su administración de riesgos financieros en general prudente.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo por US\$140 millones al 31 de diciembre de 2017 y
- FFO por unos US\$254 millones para los próximos 12 meses.

Principales usos de liquidez:

- Vencimientos de deuda por US\$14 millones al 31 de diciembre de 2017.
- Necesidades de capital de trabajo en torno a US\$35.2 millones para los siguientes 12 meses, incluyendo los requerimientos interanuales.
- Gastos de capital en torno a US\$147 millones para los siguientes 12 meses, aunque la administración podría dar marcha atrás a ciertas inversiones en caso de ser necesario, y
- Pagos de dividendos por US\$20 millones.

Los contratos de crédito de Mabe incluyen restricciones financieras (*covenants*) que requieren una cobertura de intereses netos con EBITDA de 2.5x y de deuda neta a EBITDA de máximo 3.5x. Consideramos que el margen de maniobra de la empresa para estos *covenants* es amplio y podría resistir una caída en su EBITDA de más de 25%.

Perspectiva

La perspectiva estable de Mabe refleja nuestras expectativas de que durante los siguientes 12 meses la empresa mantendrá su compromiso con la reducción del apalancamiento en su estructura de capital. No solamente mantendrá un índice de deuda a EBITDA menor a 3.0x, también mejorará sus indicadores de flujo de efectivo de tal modo que su índice de FOCF a deuda tienda hacia 15%, incluso si consideramos la estacionalidad del flujo de efectivo. Consideramos que esto será posible a través de la recuperación de alrededor de 100 puntos base en el margen de EBITDA, pues la empresa absorbe los costos relacionados con las devoluciones de producto en 2017 en Estados Unidos. Aunque Mabe realizará pagos de dividendos este año por alrededor de US\$20 millones, esperamos que la empresa mantenga su disciplina financiera y haga repagos de deuda adicionales según lo permita su flujo de efectivo. La perspectiva estable también considera que la empresa tiene un amplio acceso a fuentes de fondeo externas para responder a sus vencimientos de deuda en 2019 antes del cierre de 2018.

Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones de Mabe en un periodo de 12 meses si la empresa se desvía de su actual plan financiero, lo que se traduciría en un apalancamiento mayor al esperado, con un índice de deuda a EBITDA mayor a 3.0x de manera constante. Un índice de FOCF a deuda constantemente menor a 10% sería otro factor que provocaría una baja de calificaciones. Esto podría suceder si Mabe implementa una estrategia de crecimiento más agresiva que requiera de un endeudamiento adicional o si su flujo de efectivo no cumple con las expectativas debido a la ejecución de inversiones de capital o

pagos de dividendos mayores a los previstos.

Escenario positivo

Aunque es poco probable en el corto plazo, podríamos subir las calificaciones tras una mayor transformación de negocio que aumente el tamaño de Mabe y fortalezca aún más su posición competitiva con respecto a otros participantes a nivel mundial dentro de la industria de electrodomésticos. En nuestra opinión, la calificación de 'BBB-' de Mabe captura la transición de nuestra evaluación de su perfil de riesgo financiero a la categoría de intermedio. Por lo tanto, una nueva alza de las calificaciones relacionada con una mejora del perfil de riesgo financiero de la empresa tendría que ser el resultado de una política financiera más conservadora que lleve el índice de deuda a EBITDA a menos de 2.0x y el índice de FFO a deuda por encima de 45%.

Síntesis de los factores de calificación

Controladora Mabe S.A. de C.V.	
Calificación crediticia de emisor	
Escala Global	BBB-/Estable/--
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Intermedio
Riesgo de la industria	Intermedio
Posición competitiva	Satisfactoria
Riesgo financiero	Significativo
Flujo de efectivo/apalancamiento	Significativo
Ancla	bb+
Modificadores	
Efecto de diversificación/carera	Neutral
Estructura de capital	Neutral
Liquidez	Adecuada
Política financiera	Neutral
Administración y gobierno corporativo	Razonable
Análisis comparativo de calificación	Positivo (+1 nivel [<i>notch</i>])

Calificaciones de emisión – Análisis de Riesgo de Subordinación

Estructura de capital

La estructura de capital de Mabe consiste principalmente en notas senior avaladas por subsidiarias por US\$481 millones con vencimiento en 2019 y en créditos bancarios.

Conclusiones analíticas

Calificamos las notas senior internacionales avaladas por subsidiarias en 'BBB-', al mismo nivel que la calificación crediticia de emisor, dado que estas obligaciones senior se equiparan en igualdad de condiciones (*pari-passu*) con otra deuda corporativa y de subsidiarias.

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- [Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas](#), 21 de septiembre de 2017.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- *Key Credit Factors For The Consumer Durables Industry*, 12 de diciembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

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

Copyright © 2018 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, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingdirect.com y 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.

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.