

Инвестиционная идея по облигациям GCCAMM 3.614 04/20/32

27 августа 2025 г.

Курмет Жигер
zh.kurmet@halykfinance.kz

Основные сведения

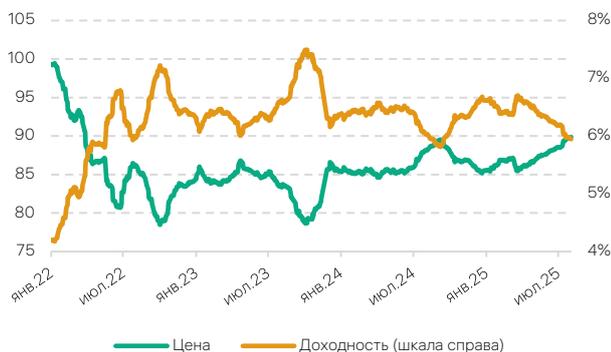
Компания	GCC, S.A.B. de C.V.
Тикер еврооблигаций	GCCAMM
Страна риска	Мексика
Сектор	Материалы
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	-/BBB-/BBB
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	6.0%
Выпуск	GCCAMM 3.614 04/20/32
ISIN	USP47465AB82
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	3.614%
Доходность к погашению	5.45%
Доходность к худшему	5.45%
G-Spread	150 бп
Текущая цена	89.9%
Дата погашения	20.04.2032
Объем в обращении	\$500 млн
Минимальный лот	\$200 000

Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации GCC, S.A.B. de C.V. («GCC» или «Компания») с погашением в 2032 году. Несмотря на текущую слабость строительного сектора в США и Мексике, GCC, в отличие от конкурентов, получает значительную часть выручки от проектов общественной и транспортной инфраструктуры, которые отличаются устойчивостью и перспективами благодаря масштабным федеральным инвестициям. Компания занимает ведущие позиции на ключевых рынках, а уникальное географическое присутствие (от северной Мексики до канадской границы) позволяет охватывать широкий рынок сбыта и участвовать в крупных инфраструктурных проектах. Вертикально интегрированная модель бизнеса способствует высокой маржинальности, а финансовая дисциплина и высокий уровень ликвидности позволяют GCC поддерживать устойчивый кредитный профиль и эффективно финансировать капитальные расходы. Данный выпуск также может быть интересен инвесторам, ориентированным на ESG, поскольку его условия предусматривают достижение целей по снижению выбросов углерода. Мы иницируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по GCCAMM 3.614 04/20/32 с ожидаемой доходностью за период держания 6.0%³ годовых.

Финансовые показатели, \$млн	2023	2024	2кв2025 LTM
Выручка	1 364	1 367	1 344
Скорректированная EBITDA ²	472	500	476
Чистая прибыль	295	326	301
Активы	2 813	3 007	3 261
Обязательства	1 050	1 055	1 190
Капитал	1 763	1 952	2 071
CFO	271	402	391
CFI	(103)	(392)	(450)
CFF	(71)	(63)	36

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

О выпуске

Выпуск GCCAMM 3.614 04/20/32 представляет собой старшее необеспеченное долговое обязательство GCC. Данный выпуск, размещённый в 2022 году в формате sustainability-linked notes⁴, предусматривает снижение выбросов углерода на 30.7% по сравнению с 2015 годом к 2030 году. В случае невыполнения этого условия по итогам 2030 года купонная ставка увеличится на 75 бп, составив 4.364% годовых до конца срока обращения. Повышение купона сократит дюрацию облигации, но может оказывать разнонаправленное влияние на

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

² Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

³ Доходность в годовом выражении при реинвестировании купонов и продаже бумаги в конце рекомендуемого 2-ух летнего периода держания по цене 93.41% от номинала. Прогнозируемая цена основана на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 3.68% и (2) сохранения G-spread на уровне 145 бп

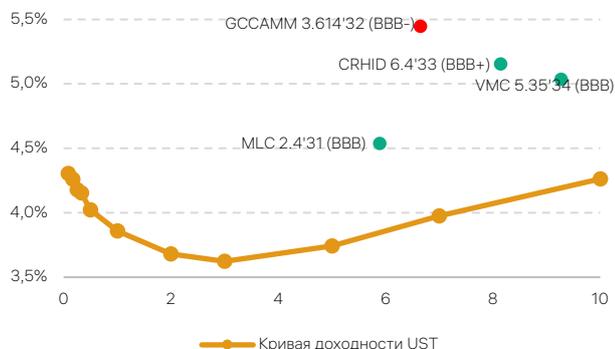
⁴ Долговые ценные бумаги, связанные с достижением эмитентом определённых целей устойчивого развития (ESG)

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходности аналогичных облигаций, %



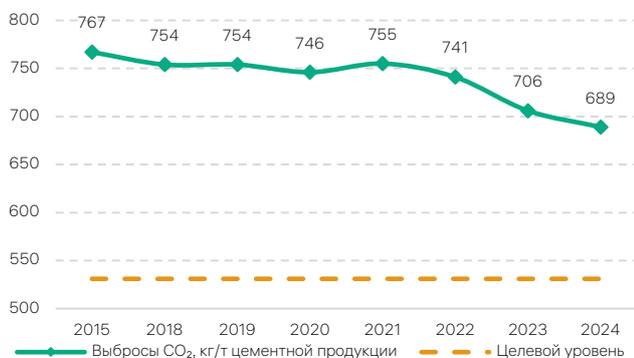
Источник: Bloomberg

Таблица 1. Данные по сопоставимым компаниям

Компания	Выручка LTM, \$млн	Доля выручки в инфраструктуре	Лeverидж
GCC	1 344	55%	-0.42x
CRH	36 347	40%	1.89x
Vulcan Materials Company	7 595	40%	2.10x
Martin Marietta Materials, Inc	6 685	40%	2.42x

Источник: Данные компаний, Goldman Sachs, расчёты Halyk Finance

Рисунок 4. Выбросы CO₂ на тонну цементной продукции



Источник: Bloomberg

рыночную цену: с одной стороны, более высокий купон повышает доходность и привлекательность для инвесторов, а с другой — он отражает невыполнение ESG-целей эмитента, что рынок может трактовать как сигнал повышенного кредитного или репутационного риска. На текущий момент показатели эмитента движутся в целом в ожидаемом направлении, хотя достижение целевого уровня к установленной дате пока не гарантировано. С учётом двухлетнего инвестиционного горизонта данный фактор не включается в расчет ожидаемой доходности.

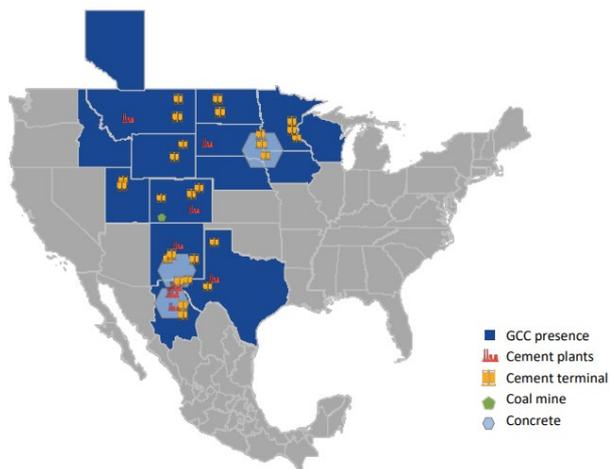
В качестве сопоставимых выпусков можно рассматривать облигации американских поставщиков строительных материалов таких как CRH, Vulcan Materials Company (VMC) и Martin Marietta Materials, Inc. (MLC). Несмотря на то, что приведённые аналоги обладают большим масштабом бизнеса, более сильной рыночной позицией и лучшей географической диверсификацией, что выражается в более высоких кредитных рейтингах, финансовый профиль GCC выглядит сильнее благодаря высокой генерации денежных потоков, значительной ликвидности на балансе и высокой рентабельности. Кроме того, в отличие от конкурентов, GCC получает большую долю выручки от инфраструктурного сектора, характеризующегося большей устойчивостью. Учитывая данные факторы и привлекательный спред, мы считаем, что выпуск предлагает сбалансированное соотношение риска и доходности.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 20 января 2032 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной сумме приведённой стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 30 бп. При этом купонная ставка будет зависеть от того, достигла ли компания целей по снижению выбросов углерода: в случае их достижения, будущие купонные платежи рассчитываются по исходной ставке 3.614%, в противном случае — по ставке 4.364%.

Выпуск облигаций также включает американский колл-опцион, предоставляющий эмитенту право досрочно выкупить облигации по номиналу (100%) в случае достижения целей по снижению выбросов углерода либо после 20 января 2032 года.

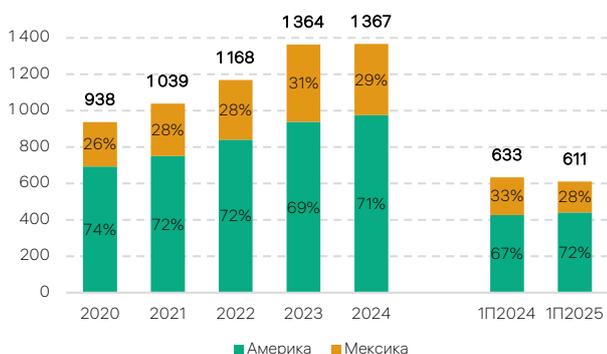
Мы не ожидаем реализации провизии досрочного погашения либо колл-опциона в течение срока нашей

Рисунок 5. Расположение активов GCC



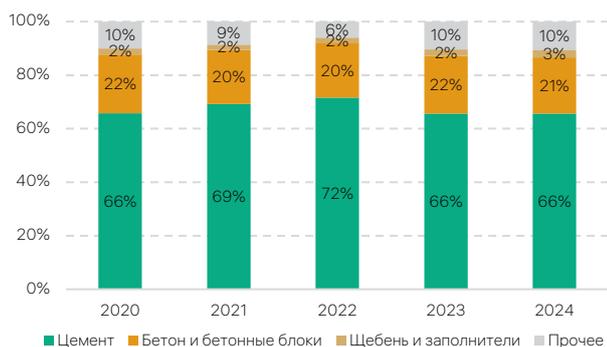
Источник: Данные компании

Рисунок 6. Распределение выручки GCC по регионам, \$млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 7. Распределение выручки GCC по продуктам



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 8. Распределение выручки GCC в Америке по секторам

рекомендации, поскольку текущий уровень выбросов углерода значительно отстаёт от поставленной цели, что делает выкуп облигаций невыгодным для компании. Кроме того, учитывая запланированные капитальные затраты и вероятные сделки M&A, компании потребуется аккумулировать ликвидность для их финансирования, а не направлять средства на выкуп долга.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением положения, запрещающего предоставление обеспечения по новым обязательствам без аналогичных условий для действующих держателей облигаций.

О компании

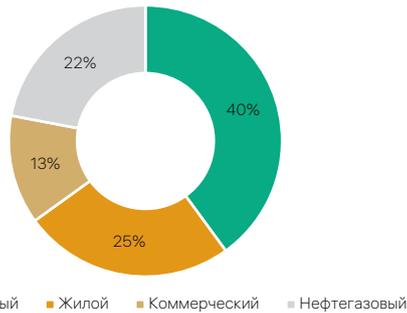
GCC — мексиканская компания, основанная в 1941 году и специализирующаяся на производстве цемента, готового бетона и строительных материалов. В Мексике компания владеет тремя цементными заводами, расположенными в Чиуауа, Хуаресе и Самалаюке, а также сеть предприятий по производству бетона, бетонных блоков, заполнителей и предварительно изготовленных конструкций. В США GCC управляет пятью цементными заводами в Колорадо, Южной Дакоте, Монтане, Нью-Мексико и Техасе, а также распределительными центрами в нескольких штатах, что обеспечивает обширное присутствие на ключевых рынках. Продукция компании также поставляется в Канаду через США.

Компания котируется на Мексиканской фондовой бирже (BMV) под тикером GCC, рыночная капитализация по состоянию на середину августа 2025 года составляет 58 млрд мексиканских песо (примерно \$3.13 млрд). Крупнейшим акционером является холдинговая компания SAMCEM, S.A. de C.V., владеющая примерно 50.88% акций. Остальные доли распределены между институциональными и прочими инвесторами.

Сегменты компании

США. Продажи в США составляют около 70% от выручки. Производственная база в США включает 5 цементных заводов, 47 бетонных и 3 асфальтных завода, 1 угольную шахту, 24 распределительных терминала, 23 площадки по добыче и переработке инертных материалов, а также одну площадку по производству прочих строительных материалов.

Совокупная мощность цементных заводов в США составляет 3.6 млн тонн в год. В США цемент навалом составляет около 99.7% объёма продаж и поставляется напрямую клиентам через сеть распределительных терминалов. Основными клиентами являются



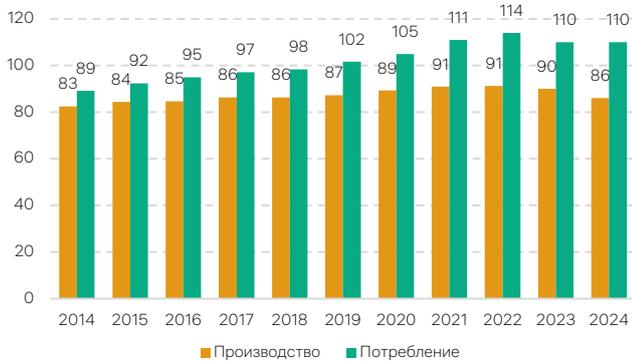
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Таблица 2. Мощность и утилизация цементных заводов GCC

Завод	Локация	Годовая мощность, тыс. т	Утилизация в 2024 г.
Tijeras	Нью Мексико	436	83%
Rapid City	Южная Дакота	1 159	71%
Pueblo	Колорадо	1 102	65%
Odessa	Техас	507	89%
Trident	Монтана	370	50%
Итого США		3 574	71%
Chihuahua	Чиуауа	1 113	69%
Samalayuca	Чиуауа	1 198	84%
Juarez	Чиуауа	168	86%
Итого Мексика		2 479	77%

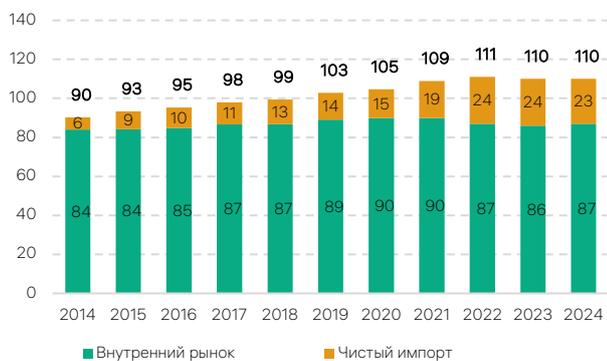
Источник: Данные компании

Рисунок 9. Производство и потребление цемента в США, млн т



Источник: Геологическая служба США

Рисунок 10. Отгрузка цемента в США, млн т



Источник: Геологическая служба США

Рисунок 11. Средняя отпускная цена цемента в США, \$/т

государственный сектор, компании, обслуживающие нефтяные скважины, строители жилой и коммерческой недвижимости.

GCC — один из ведущих производителей товарного бетона на рынках США, включая Северную Дакоту, Южную Дакоту, Айову, Миннесоту, Нью-Мексико и Техас, и почти полностью снабжает свои бетонные заводы цементом собственного производства. Парк компании насчитывает 307 автобетоносмесителей и 183 грузовика для перевозки цемента и инертных материалов.

Помимо этого, GCC работает на рынках асфальта и инертных материалов в Техасе, Нью-Мексико и Южной Дакоте.

Мексика. На Мексику приходится около 30% доходов. Здесь GCC работает в сегментах цемента, сухих смесей, товарного бетона, бетонных блоков и инертных материалов, главным образом в штате Чиуауа. Активы включают 3 цементных завода, 49 бетонных заводов, 6 заводов по производству бетонных блоков, 4 предприятия по добыче и переработке известняка и 2 завода по выпуску сборных изделий.

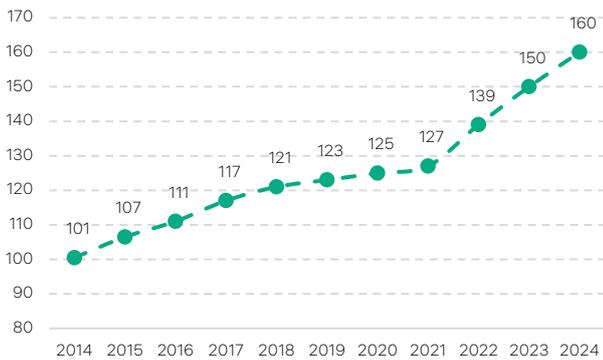
Общая мощность цементных заводов в Мексике составляет 2.5 млн тонн в год.

Рынок цемента в США остаётся устойчивым благодаря ограниченному предложению

- Производственных мощностей в США недостаточно для удовлетворения внутреннего спроса на цемент, поэтому значительная часть поставок приходится на импорт;
- Техас — ключевой рынок GCC и крупнейший потребитель цемента в США.

Цементная отрасль США генерирует около \$17 млрд выручки в год. Отрасль продолжает медленное, но устойчивое восстановление после спада, вызванного экономическим кризисом 2008 года. В период с 2014 по 2024 год объёмы отгрузок цемента росли в среднем на 2% в год, увеличившись с 90 млн тонн в 2014 году до 110 млн тонн в 2024 году.

Производственных мощностей в США недостаточно для обеспечения текущего уровня потребления цемента, поэтому страна импортирует более пятой части своих потребностей. В целом рост цементной отрасли США продолжает сдерживаться из-за закрытых или простаивающих заводов, недостаточно используемых мощностей, перебоев в производстве в ходе модернизации заводов, а также относительно дешёвого



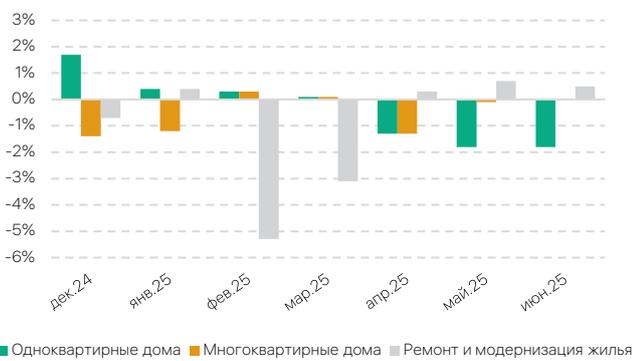
Источник: Геологическая служба США

Рисунок 12. Структура потребления цемента в строительстве США



Источник: Бюро переписи населения США

Рисунок 13. Изменение строительных расходов в жилом секторе США, м/м %



Источник: Бюро переписи населения США

Рисунок 14. Изменение строительных расходов в государственном секторе США, м/м %

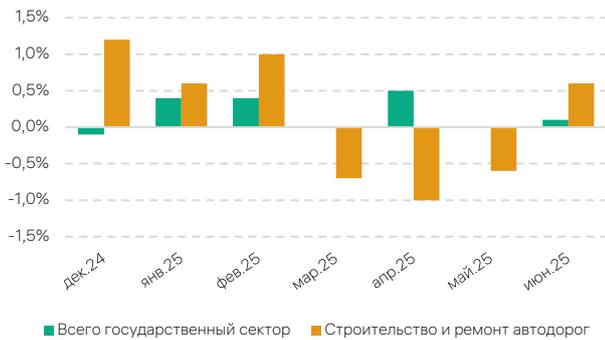
импорта. Последний фактор теряет часть актуальности, поскольку введённые Трампом тарифы затрагивают также цементную продукцию. В 2024 году Турция и Канада обеспечили 48% всего цемента, импортированного в США. Следующими по объёму поставщиками были Вьетнам, Греция и Мексика и эти пять стран в совокупности поставили 77% всего импортного цемента в США. С 1 августа 2025 года тарифные ставки на цемент для вышеупомянутых стран (за исключением Мексики, где вопрос на паузе) составляют: Турция и Греция — 15%, Канада — 35%, Вьетнам — 20%. Хотя часть продукции GCC производится в Мексике и поставляется на экспорт (11% от продаж в Мексике), внутренние продажи в США остаются основной частью выручки компании и даже выигрывают от введённых тарифов на импорт, так как ограничивают конкуренцию.

Топ-10 штатов по потреблению цемента в США в 2024 году — Техас, Калифорния, Флорида, Джорджия, Огайо, Аризона, Северная Каролина, Нью-Йорк, Иллинойс и Теннесси — обеспечили 55% общего потребления цемента в стране. Техас стал крупнейшим потребителем цемента в США в 2024 году, поглотив 17% всех поставок цемента в стране. Сильное присутствие GCC в Техасе и уникальное географическое положение (от северной Мексики до канадской границы) усиливают позиции компании на рынке США.

Слабость жилого сегмента компенсируют коммерческая недвижимость и инфраструктура

- Жилой сегмент США продолжает испытывать давление, хотя в сегменте многоквартирных домов и ремонте наблюдается оживление;
- Строительство дорог и объектов инфраструктуры в США будет поддержано расходами по Инфраструктурному закону;
- В Мексике наблюдается оживление в жилом и инфраструктурном сегментах.

Строительные расходы в США в июне снизились на 0.4% м/м — пятое подряд месячное падение, указывающее на более слабую динамику, чем ожидалось. Основное снижение пришлось на частное жильё (-0.7% м/м): расходы на одноквартирные дома упали на 1.8%, тогда как по многоквартирным домам изменений не зафиксировано. Часть падения компенсировал сегмент ремонта и модернизации жилья (Home Improvement), показавший рост третий месяц подряд (+0.5% м/м). В коммерческой недвижимости расходы снизились на 0.3% м/м, главным образом из-за офисов (-1.7%), но поддержку оказала транспортная инфраструктура (+2.2%). Строительство в государственном секторе выросло на



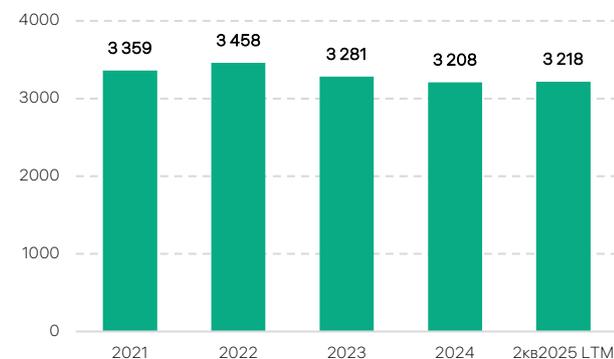
Источник: Бюро переписи населения США

Рисунок 15. Изменение строительных расходов в коммерческом секторе США, м/м %



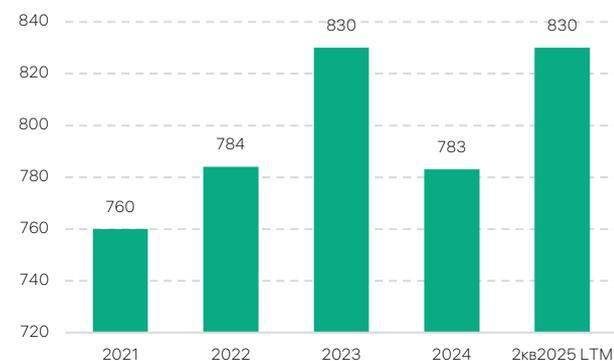
Источник: Бюро переписи населения США

Рисунок 15. Продажи цемента GCC в США, тыс. т



Источник: Данные компании

Рисунок 16. Продажи бетона GCC в США, м³



Источник: Данные компании

Рисунок 17. Себестоимость GCC, \$млн

0.1% м/м, чему способствовало строительство и ремонт автодорог (+0.6%) — первый рост за три месяца.

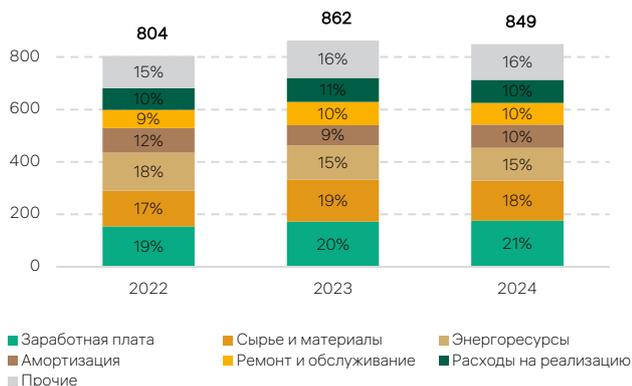
Данные по жилому сегменту в США остаются слабыми: расходы на многоквартирные дома снизились на 2.6% г/г, на многоквартирные — на 11.6% г/г. Примечательно, что многоквартирный сегмент растёт уже три месяца подряд, что соответствует комментариям ряда компаний о появлении первых признаков оживления. В целом ожидается, что слабость в жилом сегменте будет частично компенсироваться высоким спросом на крупные коммерческие объекты: с начала года расходы на транспортную инфраструктуру выросли на 3.3%, на офисы — на 3%, а на энергетику — на 5.8%. Расходы на дорожное строительство могут продолжить рост в 2025 году благодаря Закону об инвестициях в инфраструктуру и рабочие места (Infrastructure Investment and Jobs Act) и увеличению бюджетов транспортных ведомств штатов (DOT). Тем не менее, большинство компаний ожидает, что рост жилого сегмента останется сдержанным во второй половине 2025 года: многоквартирный сегмент, вероятно, останется под давлением до улучшения процентных ставок и доступности жилья, тогда как в многоквартирном сегменте видны лишь ранние признаки восстановления.

В Мексике индекс производства в строительстве (Construction IP) в июне вырос на 0.3% м/м (+1.7% г/г) против -1.9% годом ранее. Гражданское строительство (Civil Engineering), в основном связанное с государственными проектами и оставшееся главным фактором спада с середины 2023 года, в июне возглавило рост (+1.7% м/м, -20.0% г/г), при этом в течение года показатель оставался в целом стабильным. Сегмент зданий (официально зарегистрированное жильё и коммерческая недвижимость) росший на 7–8% в последние два года, в июне вырос на 1.2% м/м (+8.1% г/г).

Учитывая, что выручка GCC в США в меньшей степени зависит от жилого сектора (25%) и в большей — от государственного (40%), демонстрирующего признаки устойчивости, мы не ожидаем существенного снижения спроса и цен на продукцию компании.

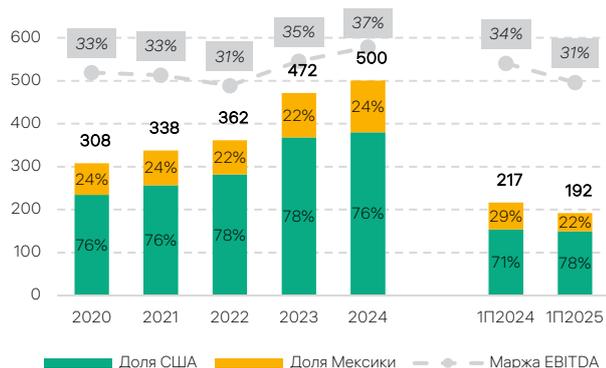
Финансовые результаты за 2 кв. 2025 г.: Мексика остаётся основным фактором снижения

- Снижение общей выручки обусловлено слабой динамикой в Мексике и обесценением мексиканского песо;
- Продажи в США растут за счёт увеличения объёмов и роста цен на бетон;
- Рост себестоимости на фоне плановых ремонтных работ; нормализация ожидается во 2П2025 г.;



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 18. Структура и маржа EBITDA GCC, \$млн



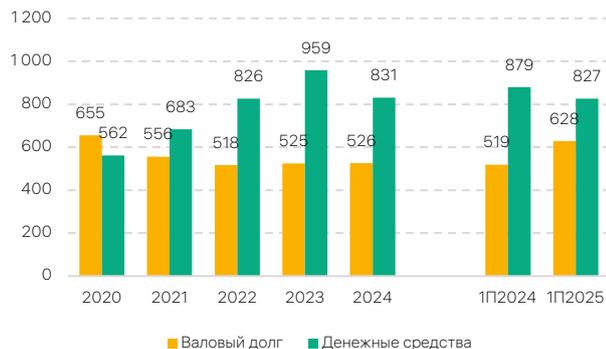
Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 19. Операционный денежный поток и капитальные затраты GCC, \$млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 20. Валовой долг и денежные средства GCC, \$млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

- Отрицательный денежный поток связан с инвестициями в рост.

Консолидированная выручка за 2 кв. 2025 г. выросла на 1% г/г, до \$364 млн против \$360 млн во 2 кв. 2024 г. Рост был обусловлен увеличением объёмов продаж бетона и цемента в США, а также благоприятной ценовой конъюнктурой на обоих рынках. Эти факторы частично нивелировались снижением объёмов продаж цемента и бетона в Мексике и ослаблением мексиканского песо по отношению к доллару США. Без учёта валютной переоценки консолидированная выручка за квартал увеличилась на 4% г/г. За первое полугодие выручка снизилась на 3.6% г/г, до \$610 млн.

Продажи в США во 2 кв. 2025 г. выросли на 7.7% г/г, до \$272 млн, увеличив долю до 75% консолидированной выручки. Рост был обусловлен увеличением объёмов продаж бетона на 20.7% и цемента на 4.2%, а также ростом цен на бетон на 9.5% и цемент на 0.6%. За 1П2025 г. выручка в США увеличилась на 3.2% г/г и составила \$440 млн.

В Мексике продажи за 2 кв. 2025 г. снизились на 14.8% г/г, до \$92 млн. Снижение было обусловлено падением объёмов продаж бетона на 13.1% и цемента на 6.2%, частично компенсированным ростом цен на цемент на 4.2% и бетон на 3%. Дополнительным фактором снижения стало обесценение мексиканского песо по отношению к доллару США, что снизило продажи в Мексике на \$11 млн. За 1П2025 г. продажи в Мексике снизились на 17.6% г/г до \$170.5 млн.

Себестоимость продаж во 2 кв. 2025 г. составила \$243 млн, или 66.7% от общей выручки, что на 5.8 п. выше, чем годом ранее. Основным фактором стало сокращение производства из-за проведения планового обслуживания заводов, эффект от которого, как ожидается, нормализуется во втором полугодии. Дополнительное давление оказало отсутствие выгоды от хеджирования цен на природный газ, полученной во 2 кв. 2024 г., а также рост расходов на транспортировку, увеличение затрат, связанных с недвижимостью, и рост цен на топливо. В результате за 1П 2025 г. себестоимость продаж составила 67.7% от выручки, что на 4.2 пп выше, чем годом ранее.

Общедминистративные расходы за 2 кв. 2025 г. составили \$30 млн или 8.3% от консолидированной выручки, что на 0.5 пп ниже, чем годом ранее. Снижение в основном связано с обесценением мексиканского песо к доллару США и меньшими расходами на консалтинговые услуги. За 1П 2025 г. общедминистративные расходы составили \$58.2 млн, или 9.5% от выручки, что на 0.5 пп ниже по сравнению с прошлым годом.

Рисунок 21. Лeverидж GCC



Источник: Данные компании

Рисунок 22. График погашения обязательств и ликвидность, \$ млн



Источник: Данные компании

В результате во 2 кв. 2025 г. EBITDA компании снизилась на 11.6% г/г, до \$118.4 млн, а её маржа уменьшилась на 4.6 пп, до 32.5%. По итогам 1П 2025 г. EBITDA составила \$192 млн (-11.5% г/г), при снижении маржи на 2.8 пп, до 31.4%. На США пришлось 85% EBITDA во 2 кв. 2025 г. и 78% — по итогам 1П 2025 г.

Операционный денежный поток за 1П 2025 г. снизился на 12% г/г и составил \$80 млн. Общие капитальные затраты выросли на 36% г/г до \$183 млн, из которых \$27 млн (-28% г/г) пришлось на расходы на поддержание. В результате свободный денежный поток GCC за 1П 2025 г. составил -\$103 млн против -\$44 млн за аналогичный период прошлого года.

Менеджмент обновил прогноз на 2025 год: ожидается снижение EBITDA на 4–6%, коэффициент конверсии свободного денежного потока из EBITDA — выше 60%, капитальные затраты — около \$400 млн. В США ожидается стабильная динамика объёмов и цен на цемент, рост объёмов продаж бетона на 14–16% и цен на 4–6%. В Мексике прогнозируется снижение объёмов продаж цемента и бетона на 4–6%, частично компенсированное ростом цен до 5%.

Отрицательный лeverидж и комфортный график погашения

- Лeverидж (чистый долг / LTM EBITDA) составил - 0.42x на конец 1П2025;
- Основные погашения долга приходятся на далёкие сроки, включая банковский кредит до 2029 года и облигации до 2032 года.

Валовой долг GCC с начала года увеличился с \$526 млн до \$628 млн и включает обязательства по лизингу, выпуск облигаций GCCAMM 3.614 04/20/32 на \$500 млн, а также банковский кредит на \$100 млн с погашением в 2029 году. Денежные средства на конец 1П 2025 г. составили \$827 млн, в результате чистый долг был отрицательным — минус \$199 млн. Высокая ликвидность на балансе GCC дополнительно поддерживается наличием неиспользованной кредитной линии с лимитом в \$270 млн. Лeverидж компании, рассчитанный как отношение чистого долга к EBITDA за последние 12 месяцев, составил -0.42x на конец 1П 2025 г.

Компания придерживается консервативной дивидендной политики: за 2024 год было выплачено \$30 млн дивидендов при чистой прибыли \$402 млн, что соответствует лишь 9.2% прибыли, отражая сдержанный подход к распределению капитала.

Рейтинговые агентства о GCC

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). В марте 2025 года S&P подтвердило кредитный рейтинг GCC на уровне «BBB-» со стабильным прогнозом. Агентство прогнозирует, что выручка компании вырастет более чем на 5%, при этом маржа EBITDA останется выше 35%. Это будет обеспечено за счёт повышения цен и частичного восстановления объёмов цемента и бетона после их сокращения в 2024 году. Кроме того, уникальное географическое присутствие компании (с рынками, защищёнными от морского импорта) будет и далее поддерживать её ценовую силу. S&P ожидает, что компания будет поддерживать низкий уровень долговой нагрузки в ходе реализации стратегии роста. Капитальные затраты в 2025 году прогнозируются на уровне \$470 млн, в основном в связи с расширением завода в Одессе, который планируется ввести в эксплуатацию в первом квартале 2026 года. Это расширение увеличит производственные мощности GCC по цементу примерно на 1.1 млн тонн и обеспечит рост выручки и EBITDA компании в 2026 году. Несмотря на значительные инвестиции, агентство прогнозирует, что чистая долговая нагрузка останется отрицательной или близкой к нулю в течение ближайших двух лет. Кроме того, ожидается, что GCC будет дисциплинированно реализовывать стратегию неорганического роста, как это показали недавние приобретения трёх производственных операций по выпуску щебня в Техасе на сумму \$100 млн. Общая сумма сделок была недостаточно значительной, чтобы поставить под угрозу финансовое положение компании, при этом эти приобретения помогут укрепить позиции на ключевых рынках. Даже если GCC найдёт крупную стратегическую возможность для слияния или поглощения, S&P не ожидает, что чистый леверидж компании превысит 2.5x на постоянной основе, а скорее вернётся ниже 2.0x в течение следующих 12 месяцев, учитывая долгую историю аккуратной финансовой политики.

Fitch

Рейтинг BBB (прогноз: «стабильный»). В декабре 2024 года Fitch Ratings повысило кредитный рейтинг GCC до «BBB» со стабильным прогнозом. Повышение рейтинга отражает стабильные и сильные операционные результаты GCC, которые обеспечили устойчивый органический рост и прочное финансовое положение. Fitch считает, что благодаря достаточному уровню ликвидности компания имеет запас по рейтингу, позволяющий проводить сделки M&A среднего размера, при этом сохраняя показатель чистый долг/EBITDA ниже 1.5x. Стабильный прогноз отражает ожидания Fitch, что GCC сохранит сильный кредитный профиль и стабильный свободный денежный поток, эффективно реализуя стратегию роста на ключевых рынках. Ограничением

рейтинга остаются масштабы компании по сравнению с отраслевыми аналогами и высокая цикличность цементного рынка. Fitch прогнозирует среднегодовой органический рост выручки на уровне примерно 4% и маржу EBITDA около 34% до 2026 года. По мнению агентства, GCC демонстрирует устойчивость к колебаниям объемов продаж на ключевых рынках США и Мексики, так как благоприятная ценовая конъюнктура положительно сказывается на деятельности компании в обеих странах. Долгосрочные факторы спроса в США остаются положительными, что обусловлено проектами в сфере инфраструктуры, потребностью в цементе для нефтяных скважин и более мягкой процентной политикой. По прогнозам Fitch, GCC ожидает отрицательный свободный денежный поток в 2024 и 2025 годах, после чего он станет положительным. Исторически высокая генерация свободного денежного потока компанией обеспечивалась её интегрированной бизнес-моделью. Капитальные затраты прогнозируются на уровне около 32% выручки, что составляет примерно \$750 млн. В 2026 году агентство ожидает, что капитальные затраты вернуться к низким двузначным значениям в процентах от выручки, поскольку компания сосредоточится на обслуживании и проектах в сфере энергетики и устойчивого развития.

Риски

- Снижение строительной активности на ключевых для компании рынках;
- Высокая волатильность цен на сырьё и энергию, способная значительно снизить маржу;
- Агрессивные слияния и поглощения или капитальные затраты, финансируемые за счёт долга, которые могут исчерпать денежные резервы компании и увеличить её долговую нагрузку.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	1П2024	1П2025
Выручка	938	1 039	1 168	1 364	1 367	633	610
Рост выручки (г/г)	0.4%	10.8%	12.5%	16.7%	0.2%	4.1%	-3.6%
ЕБИТДА	308	338	362	472	500	217	192
Рост ЕБИТДА (г/г)	5.6%	9.5%	7.1%	30.4%	6.1%	10.8%	-11.5%
ЕБИТДА маржа, %	32.9%	32.5%	30.9%	34.6%	36.6%	34.2%	31.4%
Процентные доходы (расходы), нетто	(29)	(28)	(16)	30	41	25	16
Рост процентных доходов (расходов) (г/г)	-8.4%	-4.4%	-41.5%	-281.1%	37.4%	-38.0%	-37.3%
Чистая прибыль	130	152	140	295	326	139	114
Рост чистой прибыли (г/г)	-11.1%	-17.1%	7.6%	110.7%	10.3%	20.9%	-17.6%
Маржа чистой прибыли, %	13.8%	14.6%	12.0%	21.7%	23.8%	21.9%	18.7%
Операционный денежный поток (OCF)	335	348	374	271	402	90	80
Капитальные затраты	(38)	(51)	(96)	(164)	(358)	(134)	(183)
Свободный денежный поток (FCF)	297	296	278	107	44	(44)	(103)
Маржа FCF, %	31.7%	28.5%	23.8%	7.9%	3.2%	-7.0%	-16.9%
Дивиденды	(7)	(25)	(19)	(25)	(30)	(30)	(30)

Операционные показатели

Продажи, \$млн							
Америка	693.1	750.4	840.6	938.3	974.8	426.2	440.0
Мексика	244.6	288.4	327.7	425.6	391.9	207.0	170.5
Изменение объемов продаж цемента (г/г), %							
Америка	-3.0%	5.6%	2.9%	-5.1%	-2.2%	-1.3%	0.7%
Мексика	3.3%	6.9%	-2.9%	2.2%	-8.7%	-8.3%	-9.2%
Изменение цен на цемент (г/г), %							
Америка	1.3%	8.9%	12.1%	14.1%	5.5%	5.4%	1.6%
Мексика	3.7%	2.2%	12.4%	10.0%	4.9%	3.6%	4.7%
Изменение объемов продаж бетона (г/г), %							
Америка	4.3%	-19.1%	3.1%	5.9%	-5.6%	-8.6%	15.4%
Мексика	-6.6%	19.1%	8.6%	5.2%	-13.1%	-13.4%	-12.9%
Изменение цен на бетон (г/г), %							
Америка	3.9%	5.1%	4.4%	13.7%	8.1%	8.4%	10.6%
Мексика	2.4%	6.2%	8.9%	13.5%	6.7%	7.4%	3.0%

Долговая нагрузка

Валовый долг	655	556	518	525	526	519	628
Рост валового долга, (г/г)	-5.2%	-15.2%	-6.8%	1.4%	0.3%	0.5%	21.0%
Денежные средства и их эквиваленты	562	683	826	959	831	879	827
Чистый долг	93	(127)	(308)	(434)	(304)	-360	-199
Рост чистого долга (г/г)	-72.7%	-236.4%	142.5%	40.7%	-29.9%	41.9%	-44.8%
Собственный капитал	1 175	1 310	1 423	1 763	1 952	1 796	2 071

Показатели долговой нагрузки

ЕБИТДА / процентные расходы (x)	10.47	11.99	21.93	-15.79	-12.20	-8.52	-12.02
Валовый долг / ЕБИТДА TTM (x)	2.13	1.65	1.43	1.11	1.05	1.05	1.32
Чистый долг / ЕБИТДА TTM (x)	0.30	-0.38	-0.85	-0.92	-0.61	-0.73	-0.42

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029	2030-2031	2032
Погашение долга, \$ млн	0	0	0	0	100	0	500
Запас ликвидности, \$ млн	1 097						
Кредитные линии, \$ млн	270						
Денежные средства, \$ млн	827						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance