

Notas registradas de Pemex obtienen calificación de HR A- (G) con perspectiva estable: HR Ratings

Las notas registradas por un monto total de EUR\$3,150m, están listadas en la Bolsa de Valores de Luxemburgo, con una amortización obligatoria de principal a la fecha de vencimiento al 2022, 2023, 2025 y 2029, respectivamente. PEMEX reportó que ya cubrió sus necesidades mínimas de financiamiento para 2017 y 2018; sin embargo, la empresa mantiene abierta la posibilidad de volver a acceder a los mercados internacionales como una alternativa de financiamiento.

La calificación asignada está basada en la calificación corporativa de largo plazo en escala global de Petróleos Mexicanos de HR A- (G) con Perspectiva Estable, y está alineada a nuestra calificación soberana de México, la cual se fundamenta en la importancia que tiene la Empresa para el Gobierno Federal, considerando que su deuda cuenta con un estatus de soberanía de facto. Adicionalmente, consideramos que PEMEX cuenta con una adecuada estructura de deuda donde el 90.0% de su deuda total al 1T18 es a largo plazo comparado con el 91.5% del año anterior. No obstante, los principales indicadores que fundamentan la evaluación cuantitativa de la calificación han mostrado una mejora tras alcanzar un índice de cobertura de deuda (DSCR3), por sus siglas en inglés) para los últimos doce meses (UDM) al 1T18 de 1.0x (vs. 0.2x at 1T17) y una deuda neta a Flujo Libre de Efectivo (FLE4) cercanos a los 8 años; relacionado con el impacto positivo en FLE por la recuperación paulatina en los precios del crudo. Esto aunado a menores requisiciones de capital de trabajo ante una menor necesidad sobre los financiamientos con proveedores y disminución en el CAPEX de mantenimiento. Estimamos que, con el pasar del tiempo, PEMEX podrá fortalecer su balance mediante la capitalización de las alianzas y asociaciones con terceros, que hoy son posibles gracias a la Reforma Energética.

La Empresa también pudiera beneficiarse de los cambios a su base impositiva, adicionales a los ya realizados, y de mejoras en su proceso de refinación. Aun cuando la carga impositiva de PEMEX se ha visto reducida como resultados de los cambios que ha llevado a cabo el Gobierno Federal, estimamos que la Empresa continuará siendo un contribuidor relevante dentro de los ingresos tributarios del sector público. Asimismo, las elecciones presidenciales del 2018 pudieran incrementar el riesgo sobre las operaciones de PEMEX, ya que el gobierno entrante pudiera no estar completamente comprometido o de acuerdo con los factores definidos en la Reforma Energética.

Las notas son garantizadas por las siguientes subsidiarias de PEMEX: PEMEX Exploración y Producción, PEMEX Transformación Industrial, PEMEX Perforación y Servicios, PEMEX Logística y PEMEX Cogeneración y Servicios. Los recursos provenientes de estas notas se utilizarán para proyectos de inversión estratégicos para PEMEX y operaciones de refinanciamiento. En la siguiente tabla se listan las principales características de las notas.

Características Principales de las Notas Registradas				
	2022	2023	2025	2029
Emisor	Petróleos Mexicanos (Pemex)			
Monto Total del Programa	€600 millones (m)	€650 millones (m)	€650 millones (m)	€1,250 millones (m)
Tasa de Interés	2.500%, anual	3-Month EURIBOR + 240 pb anual	3.625%, anual	4.750%, anual
Fecha de Vencimiento	Noviembre 24, 2022	Agosto 24, 2023	Noviembre 24, 2025	Febrero 26, 2029
Destino de los Recursos	Capital de Trabajo e inversiones programadas por PEMEX			
Colocadores	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Banco Santander S.A., Deutsche Bank AG, London Branch and Société Générale			
ISIN	XS1824425349	XS1824425265	XS1824425182	XS1824424706
Listado	Bolsa de Valores de Luxemburgo			

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por la Empresa.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- Estatus de Deuda Soberana. Consideramos que la deuda de PEMEX goza de estatus de soberana de facto, ya que es un generador de ingresos relevante para el Gobierno Federal y de importancia para la economía del país. Lo anterior se confirma por la aportación realizada por parte del Gobierno Federal por P\$73.5 mil millones (Mm) para apoyar la liquidez de sus operaciones en 20165. Nuestra calificación se basa en el supuesto de que el Gobierno Federal continuará apoyando a la Empresa a través de inyecciones de capital y políticas que contribuirán a mejorar la situación financiera de PEMEX.
- Elecciones Federales del 2018. Aun cuando es poco probable que se llagase a revertir o abrogar la Reforma Energética como consecuencia de las elecciones del 2018, existe la posibilidad de que la actual estructura legal de PEMEX pudiera ser afectada por el gobierno federal entrante en el caso de que el nuevo gobierno no esté completamente de acuerdo con los factores y elementos definidos en la Reforma Energética.
- Sana estructura de deuda. A pesar del incremento en endeudamiento neto por 3.4% al 1T18, el 90.0% de la deuda total es de largo plazo (vs. 92.4% al 1T17). Esto ha contribuido a reducir la presión sobre la liquidez de la Empresa, permitiéndole cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones financieras de corto plazo y alineando el perfil de deuda al modelo de negocio de PEMEX.
- Recuperación de los ingresos netos al 1T18. Como resultado del incremento observado en el precio de la mezcla mexicana de exportación por aproximadamente 23.6% en los UDM6 al 1T18, la Empresa reportó mayores ventas netas por 20.8%, alcanzando un monto de P\$1,453.7Mm al 1T18 (vs. P\$1,203.1Mm al 1T17); sin embargo fue parcialmente contrarrestado por un menor volumen vendido.
- Mejora del margen de UAFIDA Ajustado. En términos operativos, PEMEX ha alcanzado una mayor consolidación de sus operaciones y estrategia de negocio, lo cual ha resultado en un incremento del margen de UAFIDA Ajustado, con un margen de 43.1% acumulado al 1T18 (vs. 39.7% al 1T17) debido a un mejor desempeño de sus principales segmentos de negocio, un mayor y más estricto control de costos y eficiencias en gastos, lo cual ayudó a aumentar la eficiencia operativa de la Empresa.
- Menor producción de hidrocarburos. Como resultado de los actuales precios de la mezcla mexicana de exportación, del limitado gasto para inversiones derivado del ajuste presupuestal y del incremento de flujo fraccional de agua en yacimientos altamente fracturados, el promedio diario de producción de petróleo crudo cayó -8.7%, alcanzando los 1,918mbd7 UDM al 1T18 en contraste con los 2,100mbd de los UDM al 1T17. Calculamos que esta situación continuará como consecuencia de la todavía presionada situación financiera de PEMEX. La tendencia de caída pudiera revertirse si la Empresa logra implementar eficientemente la estrategia que ha planteado y si se observa una mayor recuperación de los precios internacionales del crudo.

- Apertura del mercado de Gasolinas y Gas. Conforme a lo establecido en la Reforma Energética, a partir del 2016 se inició el proceso de entrada a nuevos competidores para el abastecimiento de gas y gasolinas en México; por lo que se espera que, tras una mayor consolidación, el volumen de ventas domésticas pudiera verse presionado. Se observa una tendencia creciente de nuevos competidores accediendo al mercado mexicano para ofrecer los servicios de distribución de gas y gasolinas, incrementando el riesgo de que las ventas domésticas de PEMEX pudieran verse impactadas negativamente en un mediano plazo.

Aun cuando PEMEX ha mostrado habilidad para controlar sus costos y operaciones, sus ingresos continúan teniendo una alta dependencia de los precios internacionales del crudo, el cual también ha impactado negativamente los volúmenes de producción de la Empresa, dado que PEMEX ha decidido explotar los campos petroleros con base en los costos de extracción. Desde el momento en que los precios internacionales del crudo se han mantenido en niveles bajos, la Empresa ha mostrado una tendencia decreciente en sus niveles de producción de crudo promediando 1,918 mbd en el 1T18, representando una reducción del -8.7% versus 2,100 mbd en el 1T17. Otro factor que ha impactado los niveles de producción es el incremento del flujo fraccional de agua en los yacimientos altamente fracturados en conjunto con la declinación natural de Cantarell. El bajo nivel de restitución de reservas que PEMEX ha experimentado ha derivado en una reducción de los años de reserva probada de 8.1 años a 7.7 años. No obstante los niveles de producción y reservas observados, seguimos considerando que PEMEX tiene una sólida presencia en el mercado global del petróleo manteniendo la 8va posición dentro de los mayores productores de crudo en el mundo.

La Empresa ha mostrado recientemente una mejora en su generación de UAFIDA Ajustado, impulsado por el incremento observado en el precio de la mezcla mexicana de exportación, la cual ha alcanzado un promedio de U\$49.4 por barril (para el periodo comprendido entre el 2T17 y el 1T18), revirtiendo la tendencia decreciente que inicio hacia finales de 2014, cuando el precio de la mezcla mexicana cayó de un promedio de U\$90.3 por barril a U\$64.1 por barril, continuando con una tendencia hacia la baja manteniendo un precio promedio durante 2015 y los primeros tres trimestres de 2016 de U\$39.2 por barril. Si los niveles de precio recientemente observados continúan en los siguientes trimestres, estimamos que la situación de PEMEX pudiera mejorar, si la Empresa también es capaz de continuar controlando sus costos de venta. Otro factor a considerar en el futuro es la posibilidad de una mayor presencia de empresas privadas que accedan a competir en el mercado mexicano, ante la liberación de los precios de las gasolinas y gas, En la medida en que PEMEX se pueda adaptar a este nuevo entorno será fundamental para su generación de Flujo Libre de Efectivo Ajustado⁸ (FLEA).

Aún ante los diversos controles de costos y eficiencias operativas implementadas por PEMEX en los últimos meses, consideramos que la Empresa continuará incrementando sus requerimientos de financiamiento dado que su FLEA sigue mostrando una caída. Esto ha sido efecto de la fuerte carga impositiva y de beneficios a empleados que tiene la Empresa, en conjunto con la declinación natural de Cantarell y el incremento del flujo fraccional de agua en yacimientos altamente fracturados, complementado por el programa de austeridad implementado por la alta dirección de PEMEX, lo cual ha reducido el nivel de inversiones en campos y yacimientos petroleros que no son rentables ante el actual nivel de precios internacionales del crudo. Derivado del deterioro vivido en el FLEA, la Empresa se ha visto en la necesidad de financiar sus inversiones a través de mayor deuda. Lo anterior explica el crecimiento de 3.4% en su deuda neta cerrando en P\$1,839Mm al 1T18 en comparación con los P\$1,778Mm al 1T17.

Es importante resaltar que el UAFIDA fue a su vez impactado por menores ventas domésticas, como resultado de ineficiencias operativas de sus refinerías que fue parcialmente compensado por el ajuste de precios que llevo a cabo el

Gobierno Federal sobre las gasolinas, reconociendo el costo logístico de PEMEX en el precio. Otra razón por la que el FLEA presentó un deterioro es debido al incremento en las cuentas por cobrar e inventarios de la Empresa, principalmente por mayores exportaciones y la apreciación del dólar norteamericano respecto al peso mexicano y el pago de gran parte de las obligaciones financieras de la Empresa con sus proveedores. Esta reducción en obligaciones con proveedores fue en parte originada por una política económica del Gobierno Federal con el objetivo de aminorar el impacto sobre la economía mexicana.

Dada la alta contribución que tiene PEMEX sobre los ingresos tributarios del Gobierno Federal, la Empresa ha necesitado ajustar continuamente sus gastos operativos para compensar el alto costo impositivo que tiene. Esto ha derivado en un retraso de sus inversiones de exploración y producción, así como en la reconfiguración de sus refinerías. Calculamos que la Empresa mejorará su FLEA en la medida en la que logre implementar las acciones y estrategias definidas a partir de la Reforma Energética y vaya avanzando a través de las diversas licitaciones y rondas, lo cual estimamos le ayudará a llevar a cabo sus diversos proyectos y explorar y explotar sus diversos campos asignados mediante la integración de terceros y asociación con otras empresas con las cuales comparta el costo y riesgo de cada proyecto de inversión. Sin embargo, también consideramos que las elecciones presidenciales del 2018 pudieran impactar la actual estructura legal de PEMEX ya que existe el riesgo de que el gobierno federal electo no esté completamente de acuerdo con los factores y elementos definidos en la Reforma Energética.

Debido al FLEA observado, la Empresa ha reducido sus requisiciones financieras mostrando años de pago a FLEA a 4.4 años al 1T18 (vs. 32.9 años al 1T17); que, tras mantener una estructura de deuda adecuada, adicionalmente les ha permitido mantener coberturas de deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) por arriba de 1.0x las cuales no se observaban desde 2015. Por otro lado, PEMEX ha reportado que al día de hoy ya ha cubierto sus mínimas necesidades de financiamiento para 2017y 2018, pero ha indicado que pudiera volver a acceder los mercados internacionales para buscar alternativas de financiamiento, conservar disponibles sus líneas de crédito, mantener presencia en los mercados, desarrollar nuevas fuentes de financiamiento. HR Ratings continuará dando seguimiento a las operaciones de la Empresa con el fin de verificar si es capaz de lograr mayores niveles de FLEA con base en mayores precios del crudo, mejorando sus años de pago y niveles de DSCR.

Las presentes notas recibieron también las siguientes calificaciones de largo plazo en escala global: BBB+ por Standard & Poors Global Rating Services, BBB+ por Fitch Ratings y Baa3 por Moody's Investors Service. Adicionalmente, el emisor (PEMEX) tiene Perspectiva Estable otorgada por Standard & Poors, Fitch y Moody's.

Fundada en el 2007, HR Ratings es una agencia de calificación de crédito mexicana, líder en América Latina. Con más de diez años de experiencia, la empresa está comprometida con la transparencia, y ha diseñado una metodología rigurosa que se diferencia por su monitoreo constante y anticipatorio. HR Ratings ha crecido considerablemente. Esto se refleja en las calificaciones asignadas a las emisiones de deuda, que suman ya un valor total de aproximadamente \$56 mil millones de dólares. Estas calificaciones abarcan el análisis a entidades gubernamentales, empresas, instituciones financieras, compañías de seguros y proyectos de infraestructura en México. Hoy en día, HR Ratings califica a más de 1,400 instituciones y gobiernos de México y a nivel internacional, y atiende a más de 400 clientes.