

Necesitará Pemex 14 mil 700 mdd en 2021: Moody's

Con vencimientos de deuda cercanos a 6 mil mdd el año entrante y la previsión de que su flujo de efectivo continuará en negativos, la petrolera seguirá requiriendo de apalancamiento adicional y apoyo del gobierno para evitar una baja de la calificación.

A dos años de la llegada de una nueva administración, **Pemex** seguirá dependiendo del apoyo del gobierno para afrontar sus compromisos de deuda e inversión y evitar una baja de la calificación, señaló la calificadora Moody's.

En 2021, las necesidades financieras de Pemex ascenderán a 14 mil 700 millones de dólares, incluido un flujo de efectivo negativo de 9 mil mdd, lo cual deberá solventar con deuda, apoyo gubernamental o ambos, de acuerdo con la calificadora.

En su análisis semestral sobre la petrolera mexicana, la calificadora señala que, dada la perspectiva negativa de la calificación asignada a la compañía y el panorama poco alentador para su generación de efectivo, **Pemex seguirá dependiendo de las finanzas públicas al grado que un menor respaldo del gobierno podría llevar a una baja de su calificación.**

Al mismo tiempo, ante una baja en la calificación de Baa1 del soberano, Pemex solo podría mantener su actual calificación de Ba2 solo si mejorara su liquidez como para poder financiar por sí misma las suficientes reinversiones de capital para, por un lado, reemplazar completamente sus reservas de crudo y generar un modesto crecimiento de la producción y, por el otro, generar suficiente flujo libre de efectivo para reducir la deuda, añadió la calificadora.

También podría llevar a una baja de la calificación de Pemex un deterioro en la evaluación de crédito de referencia (BCA por sus siglas en inglés), consistente en **opiniones de la solidez financiera intrínseca o independiente de emisores que reciben apoyo gubernamental extraordinario, como subsidios o tarifas, pero no tanto como para un rescate.**

Un BCA más bajo podría derivar en incrementos de la deuda neta, un desempeño operativo peor al proyectado, disminuciones de las reservas y en la vida de esas reservas, señaló Moody's.

Por principio, la liquidez intrínseca de Pemex es débil y altamente dependiente del respaldo del gobierno debido a su persistente generación de flujo de efectivo libre en negativos y a los vencimientos de deuda en curso.

Pemex exporta alrededor de 65% de su producción de crudo, sobre todo a Estados Unidos y Canadá, y en los 12 meses previos a septiembre de 2020 registró 47 mil 400 millones de dólares en ingresos, 83 mil millones en activos y un promedio de un millón 690 mil barriles de petróleo diarios (excluyendo socios).

Al 30 de septiembre de este año, **Pemex tenía mil 600 millones de dólares en efectivo, luego a principios de octubre emitió deuda por mil 500 millones en notas senior con vencimiento en 2025**, por lo que al 20 de octubre tenía 2 mil 050 millones de dólares y 700 millones de pesos en facilidades revolventes comprometidas no utilizadas.

El mes pasado, Pemex inició **transacciones estructuradas utilizando valores gubernamentales comercializables de las que obtuvo alrededor de 4 mil 800 millones de dólares**, los cuales se utilizaron para reembolsar líneas de crédito renovables, aumentando la capacidad comprometida no utilizada.

Enfrente la compañía tiene 6 mil millones de dólares en notas con vencimiento en 2021 y flujo efectivo libre sustancialmente negativo, que combinado excede con creces sus facilidades crediticias comprometidas no utilizadas, por lo que deberá acudir al endeudamiento para cumplir con esos vencimientos y, en última instancia, recibir nuevo apoyo del gobierno, señala Moody's.

El endeudamiento al que Pemex puede echar mano consiste, con datos al 30 de septiembre pasado, en **dos líneas de crédito renovables comprometidas por mil 950 millones de dólares y 5 mil 500 millones que vencen en enero de 2021 y junio de 2024**, respectivamente.

También dispone de dos líneas de financiamiento en pesos por 28 mil millones y 9 mil millones con fechas de vencimiento en noviembre de 2022 y noviembre de 2023, además de que en este mes de diciembre renovó la disponibilidad de mil 950 millones de dólares con un mecanismo de financiación de mil 500 millones de dólares que vence en 2023.

Moody's prevé que, dado que el gobierno ya aportó el capital para la construcción de la refinería de Dos Bocas, Pemex solventará sus vencimientos en 2021 con nueva deuda, incluida la mencionada transacción estructurada respaldada por pagarés gubernamentales.

Al restar el aporte conocido del capital aportado por el gobierno para Dos Bocas, de 2 mil 300 millones de dólares, los requerimientos de efectivo de Pemex bajan a 14 mil 700 millones, muy por encima de las líneas de crédito comprometidas.

“Para propósitos de nuestras proyecciones financieras de 2021, hemos asumido que los 6 mil millones de dólares de vencimientos de pagarés senior se refinanciarán a través de nuevas emisiones de pagarés, y el resto de la necesidad se financiará la mitad con financiamientos de deuda en Pemex y el resto con apoyo del gobierno.

Pemex quedó en esta complicada situación financiera luego de que, durante muchos años, grandes salidas de sus recursos financiaron el gasto público del gobierno, consumiendo su flujo de efectivo antes de impuestos e intereses, hasta reducir su flujo operativo o incluso volverlo negativo.

“Por lo tanto, todo su gasto de capital tuvo que financiarse con deuda, lo que restringió su reinversión de capital, conduciendo a años de disminución de la producción y reservas probadas. En consecuencia, los niveles de deuda han aumentado, mientras que la base de activos *upstream* (la producción de crudo) se han agotado y los activos de refinación posteriores han sufrido una inversión insuficiente y una utilización deficiente de la capacidad”.

El apoyo del gobierno a Pemex inició en 2016 y se volvió fundamental para la calificación crediticia, y esa necesidad de apoyo continúa. **En estos cinco años, el gobierno ha apoyado a la empresa con inyecciones de capital, reducciones de impuestos y amortización anticipada de pagarés por cobrar del gobierno.**

En 2019, el gobierno brindó apoyo a Pemex por alrededor de 10 mil millones de dólares, compuesto por 6 mil 300 millones en contribuciones de capital, mil 500 millones en recortes de impuestos y 2 mil 100 millones en amortización anticipada de pagarés.

En abril de este 2020, el gobierno anunció un recorte de 65 mil millones de pesos (unos 3 mil millones de dólares) en las regalías que le paga Pemex para el resto de 2020, lo que implica una reducción de la tasa de las regalías de alrededor de 40%, que de mantenerse en 2021 y más allá, fortalecería la capacidad de la empresa para aumentar la inversión de capital a medida que se recuperan los precios del petróleo, considera Moody's.

En 2019, Pemex pagó al gobierno 22 mil 600 millones de dólares en regalías, impuestos, aranceles y otros pagos.

El gobierno también contribuyó con 46 mil millones de pesos a Pemex para ayudar a financiar la construcción de la nueva refinería Dos Bocas, y ha aprobado 45 mil millones para ese fin en 2021.

El último ejemplo de ese apoyo es la firma en noviembre de un intercambio con la petrolera de cerca de 129 mil millones de pesos en documentos por cobrar en Pemex por valores gubernamentales, los que luego utilizó para obtener 96 mil millones de pesos en una transacción estructurada con una institución financiera.

“El producto de esta transacción se utilizó para pagar préstamos de sus líneas de crédito renovables”, señala Moody's.

La petrolera afrontó sus compromisos de deuda en 2020 con la emisión de 5 mil millones de dólares en notas senior en enero, que fortuitamente se programó antes del inicio de la pandemia, y en octubre emitió otros mil 500 millones, y con los recursos de ambas ofertas refinanció todos sus pagarés senior que vencieron este año.

Coronavirus y reposición histórica de reservas

El colapso inducido por el coronavirus en los precios del petróleo y la destrucción de la demanda de productos refinados provocó una fuerte caída en los ingresos de Pemex, agravada por una reducción de la producción de petróleo al unísono con los grandes productores mundiales de crudo.

“Si bien la administración ha trabajado para reducir costos y la empresa se beneficiará de la reducción de impuestos, **pronosticamos que el flujo de caja libre negativo de la compañía aumentó significativamente en 2020 a 10 mil millones**”, estima la calificadora.

Las reservas aumentaron en 2019, pero Moody's prevé que este año y en 2021 vuelvan a disminuir dada la acotada inversión de capital, y pese al mandato para el equipo de gestión de estabilizar la producción de y mejorar la reposición de reservas.

Pemex aumentó el gasto de capital en 2019 y la dirección se enfocó en actividades de exploración y producción (E&P) en aguas someras y en tierra, donde tiene más experiencia y tasas de éxito, y menores fondos dedicados a proyectos en aguas profundas.

Gracias a estos Pemex logró reemplazar sus reservas probadas a una tasa de 120% en 2019, por primera vez por arriba de 100% en muchos años, estabilizó la producción de petróleo en el curso del año e incluso logró modestos aumentos secuenciales mensuales en los últimos meses.

“Este aumento neto de reservas combinado con la disminución general de la producción impulsó la vida útil de la reserva de la compañía a 8.4 años a los niveles de producción anual de 2019”.

Pero Moody's no cree que la compañía pueda repetir ese éxito en el futuro, basada en que la necesidad de inversión de capital es mucho mayor que la prevista para desarrollar los descubrimientos que Pemex anunció en 2019 y agregar más reservas a través de E&P que le permitan una tasa de reemplazo del 100%.

“Estas consideraciones se combinan con posibles revisiones negativas de reservas causadas por los bajos precios del petróleo, lo que impulsa nuestra expectativa de que las reservas reanudarán su declive en 2020 y 2021”.

El factor Dos Bocas Para Moody's, es evidentemente una mala apuesta, por el capital que demanda en tiempos de estrecheces financieras y por los sobrecostos que pueden aparecer, además de que no le encuentra justificación cuando hay amplia capacidad de refinación en Norteamérica y el mundo y si se cumple en tiempo y capacidad operativa proyectada, demandará crudo que de otro modo se exportaría y generaría ingresos en dólares que tanto necesita Pemex para contener sus riesgos crediticios.

La calificadora estima que Dos Bocas costará entre 10 mil millones y 12 mil millones de dólares, y no los 8 mil millones proyectados por el gobierno, a juzgar, señala, por las licitaciones internacionales hechas en 2019 y dado el conocimiento limitado del gobierno y de Pemex en la construcción de refinerías.

“Este proyecto supone una carga para los recursos de gestión de la empresa y, en última instancia, requerirá más apoyo soberano para financiar la inversión de capital. El gobierno ha expresado su intención de financiar la nueva refinería a través de aportes de capital como se demostró en 2020 y 2021”.

Este flujo de caja libre negativo ha sido financiado con deuda y explica el aumento del apalancamiento en 2020, pero en 2021 el flujo operativo estará más cerca del punto de equilibrio, calcula la calificadora, resultado de la combinación de reducciones de costos con un precio del crudo de referencia más estable -40 dólares el WTI y 45 el Brent- y una producción mayor con recortes acordados entre países productores reducidos.