

31 de agosto de 2018

S&P Global Ratings confirma calificaciones en escala global y nacional de Petróleos Mexicanos y revisa perfil crediticio individual a 'bb-' de 'bb'

Contactos analíticos:

Luis Manuel Martínez, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4462; luis.martinez@spglobal.com
Fabiola Ortiz, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4449; fabiola.ortiz@spglobal.com

Resumen

- Nuestras calificaciones de la empresa petrolera mexicana, PEMEX, aún reflejan nuestra expectativa de una probabilidad casi cierta de apoyo extraordinario de parte del gobierno si la empresa afronta dificultades financieras.
- Confirmamos nuestras calificaciones de largo plazo en escala global en moneda extranjera de 'BBB+' y en moneda local de 'A-', y las calificaciones de largo y corto plazo en escala nacional de 'mxAAA' y 'mxA-1+', respectivamente, de la empresa.
- También confirmamos nuestras calificaciones crediticias de emisor en escala global en moneda extranjera de 'BBB+' y moneda local de 'A-' de las subsidiarias de PEMEX.
- Revisamos nuestro perfil crediticio individual de la empresa a 'bb-' de 'bb' debido a la disminución en los volúmenes de producción que está restringiendo su capacidad para mejorar sus indicadores de apalancamiento.
- La perspectiva estable de PEMEX refleja la de la calificación soberana, así como nuestra opinión de que la relación entre la empresa y el soberano se mantendrá sin cambios en los siguientes dos años.

Acción de Calificación

Ciudad de México, 31 de agosto de 2018 – S&P Global Ratings confirmó hoy sus calificaciones de crediticias de emisor y de emisión largo plazo en escala global en moneda extranjera de 'BBB+' y en moneda local de 'A-' y en escala nacional –CaVal– de 'mxAAA', así como la calificación crediticia de emisor de corto plazo de 'mxA-1+' de Petróleos Mexicanos (PEMEX). Por otra parte, confirmamos nuestras calificaciones crediticias de emisor en escala global en moneda extranjera de 'BBB+' y en moneda local de 'A-' de las subsidiarias de la empresa: [P.M.I. Trading Ltd.](#), [PMI Norteamérica S.A. de C.V.](#) (PIM NASA), y [MEX GAS SUPPLY S.L.](#)

Fundamento

La confirmación de las calificaciones continúa reflejando nuestra expectativa de una probabilidad casi cierta de apoyo extraordinario por parte del gobierno a la empresa ante un escenario de estrés financiero. Esto se basa en nuestra evaluación de la función crítica de PEMEX como la empresa líder en exploración y producción (E&P) de petróleo en México –aporta un 16% de los ingresos del sector público del país por medio de impuestos y tasas, y mantiene un vínculo integral con el gobierno debido a que es el propietario de la totalidad de la empresa.

La revisión del perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de PEMEX se debe en gran medida a la continua disminución en los volúmenes de producción de petróleo, que limita la capacidad de la empresa de mejorar sus indicadores de apalancamiento. Hace un año, esperábamos que PEMEX revirtiera y estabilizara esta trayectoria a la baja a través de alianzas y asociaciones estratégicas (*farm-outs*) que incrementarían la producción durante 2018 en torno a 2.0 millones de barriles diarios (mbd). Nuestro escenario base consideraba que el índice de deuda a EBITDA de la empresa mejoraría al ubicarse por debajo de 5.0x (veces) al cierre de 2018, y mostraría una tendencia hacia 4.5x en el mediano plazo. Sin embargo, el retraso de proyectos nuevos y la esperada implementación de *farm-outs*, junto con las dificultades técnicas que inesperadamente afectaron el rendimiento de la producción y una baja tasa de sustitución de reservas de 17.5% en 2017, han disminuido la producción total a 1.875 mbd en promedio en los primeros siete meses del año.

Nuestro análisis incorpora las expectativas de que el diferencial de volumen en 2018 con respecto a la proyección anterior se compense con precios del petróleo internacional más altos, que llevaría el índice de deuda a EBITDA de la empresa a 4.8x al cierre del año. Por otra parte, PEMEX ha puesto en marcha diversas iniciativas para mejorar su balance financiero, lo que en nuestra opinión podría aumentar de manera gradual su rentabilidad y, con el tiempo, reducir sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, no esperamos que estas iniciativas alejen el índice de deuda a EBITDA de 5.0x de manera constante. En nuestra opinión, la empresa podría contener la disminución de la producción de petróleo en poco menos de 1.90 mbd; sin embargo, no esperamos que el volumen crezca más allá de este nivel en el mediano plazo. Además, si la regulación IMO 2020 se concreta, establecería un tope global en el contenido de azufre del combustible marítimo que podría presionar el precio de los crudos pesados, los cuales actualmente representan un 57% de la producción total de PEMEX. Por lo tanto, nuestras expectativas para el despeño incorporan los indicadores crediticios de PEMEX que actualmente son acordes con nuestra evaluación de su perfil de riesgo financiero actualizado.

Nuestra opinión del SACP de PEMEX incorpora la comparación positiva con respecto a sus pares en el nivel 'bb-', particularmente, en términos de escala, tamaño de reservas probadas, y volúmenes de producción. De hecho, PEMEX aún cuenta con una gran reserva, y tiene una posición líder en el mercado global de petróleo y gas, y aún se ubica entre las 20 principales reservas 1P en el mundo. La compañía ha mantenido sus costos en efectivo dentro del promedio de su grupo de pares, con lo que sigue siendo competitivo a pesar de su relativamente pesada carga fiscal.

Consideramos que la función de PEMEX para el gobierno mexicano no ha cambiado, ya que este último es propietario de 100% de la empresa, ya que es un contribuyente considerable para los ingresos públicos. La importancia de PEMEX para el gobierno nos lleva a considerar que el apoyo extraordinario es casi cierto ante un escenario de dificultades financieras. Por lo tanto, las calificaciones de PEMEX seguirán reflejando las calificaciones soberanas de México. La importancia de PEMEX se observa en su función, ya que es la empresa de petróleo y gas más importante en el país, tanto en términos de exploración como de producción, así como en la comercialización de productos refinados. A pesar de la capacidad de las empresas de energía privadas para comercializar productos e invertir en el país tras la reforma energética, no prevemos que el rol de PEMEX dentro de la economía mexicana disminuya en el mediano plazo.

Nuestros supuestos del escenario base incluyen los siguientes factores:

- Nuestras estimaciones del precio para el petróleo crudo WTI de US\$60 por barril en 2018, y de US\$55 por barril en 2019 y 2020. Nuestros supuestos de los precios incluyen el spread promedio histórico de los últimos 12 meses entre la mezcla mexicana y el WTI, el cual es de US\$4.40 por barril debajo del precio del WTI. Además, incorporamos el programa de coberturas del precio del petróleo para proteger el presupuesto de PEMEX frente a una caída de los precios.
- Probabilidad de que los campos descubiertos recientemente se empiecen a explotar gradualmente en 2019. PEMEX aún trabaja en incrementar la producción de los campos que tiene como *farm-outs*, debido al favorable régimen fiscal con respecto a los campos asignados existentes. El desarrollo de los *farm-outs* ha sido más lento de lo esperado, y los retrasos en las rondas de licitación futuras podrían retrasar el plan.
- La producción de petróleo crudo seguirá disminuyendo en 2018 derivado de una baja natural en algunos de los campos de la empresa. A partir de 2019, esperamos que la producción se estabilice en 1,880-1,890 mbd, debido a los *farm-outs* y a los nuevos campos petrolíferos.
- Incrementos de los ingresos a 13.6% en 2018, debido a que los precios del petróleo son más altos que en 2017. En 2019, esperamos que los ingresos disminuyan 1.8% ante los menores precios del petróleo de acuerdo con nuestras estimaciones del precio del petróleo, lo que no se verá compensado por incremento en la producción. Para 2020, el crecimiento de los ingresos se estabilizaría y se ubicaría en el área de 1.12 mbd.
- Petróleo crudo para las terminales de exportación se mantiene en el área de 1.12 mbd.
- Disminución de la tasa de reparto de utilidades de 67.5% en 2017, a 66.25% en 2018, y 65% a partir de 2019.
- La rentabilidad de PEMEX se beneficia de la liberalización de los precios de la gasolina, la cual continúa reconociendo otros costos de distribución que se excluyeron antes de la reforma energética. Esto neutraliza las pérdidas de la empresa derivadas de paros no-programados en las refinerías, motivo por el que la empresa continúa buscando socios para servicios auxiliares.
- Gastos de capital (capex) en torno a US\$5,000 millones en los siguientes años, una disminución con respecto a nuestra proyección anterior de US\$7,400 millones, principalmente, debido a los retrasos en la implementación de los *farm-outs* y el estatus "en espera" actual de un campo de petróleo que se adjudicará en las nuevas rondas de licitaciones.
- Sin un impacto significativo en los indicadores financieros debido a las fluctuaciones del tipo de cambio pues las ventas en dólares de PEMEX le dan una cobertura natural.

Con base en estos supuestos obtuvimos los siguientes indicadores crediticios:

- Margen de EBITDA ajustado de 38.8% en 2018 y de 39.4% en 2019, principalmente debido a la continua disminución en los volúmenes de hidrocarburos.
- Deuda ajustada a EBITDA de 4.8x en 2018 y de 4.9x en 2019, y
- Flujo de efectivo operativo libre negativo a deuda para los siguientes dos años.

Las calificaciones en escala global de P.M.I Trading, PMI NASA y MEX GAS SUPPLY reflejan las de PEMEX dado que las consideramos subsidiarias fundamentales y se beneficiarían indirectamente del potencial apoyo extraordinario del gobierno a PEMEX. Las subsidiarias de PMI realizan actividades de comercio internacional para el petróleo crudo, productos refinados y petroquímicos de PEMEX, excepto el gas natural. Los principales objetivos de las subsidiarias de PMI son ayudar a maximizar la rentabilidad de PEMEX y optimizar sus operaciones a través del comercio internacional. PMI ha implementado sus propias políticas de administración de riesgos, pero realiza sus operaciones de acuerdo con las prácticas de administración de riesgos de PEMEX. MEX GAS SUPPLY es el brazo comercial para la compra y venta de gas natural a nivel internacional. Por otra parte, las políticas y prácticas de administración de riesgos de esta entidad siguen los lineamientos de PEMEX.

Liquidez

Evaluamos la liquidez de PEMEX como adecuada pues esperamos que sus fuentes de liquidez superen los usos en 1.2x durante los próximos 12 meses. Además, nuestro análisis incorpora factores cualitativos, como la fuerte relación de la empresa con los bancos, una buena posición en los mercados de capitales, y una prudente administración de riesgos en términos generales.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo e inversiones de liquidez por \$109,500 millones de pesos mexicanos (MXN) a junio de 2018.
- Líneas de crédito bancario no utilizadas por MXN153,500 millones, y
- Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) por alrededor de MXN79,400 millones para los próximos 12 meses.

Principales usos de liquidez:

- Vencimientos de deuda de corto plazo por MXN167,100 millones para los próximos 12 meses.
- Salidas de flujo de capital de trabajo en torno a MXN67,100 millones para los siguientes 12 meses, y
- Capex para mantenimiento por MXN29,100 millones para los próximos 12 meses.

Actualmente, PEMEX no tiene restricciones financieras (*covenants*) distintas a sus líneas de crédito y emisiones de bonos entre las cuales están las siguientes:

- La venta de activos sustanciales esencial para la continuidad de la operación de su negocio.
- El establecimiento de gravámenes sobre sus activos, y
- Transferencia, venta o asignación de derechos de pago aún no devengado bajo contratos por la venta de petróleo crudo o gas natural, cuentas por cobrar u otros instrumentos negociables.

Perspectiva

La perspectiva estable de PEMEX y de sus subsidiarias refleja la de la calificación soberana de México. No esperamos que cambie significativamente la relación de la empresa con el gobierno en los próximos 24 meses, derivado de nuestra evaluación de una probabilidad casi cierta de apoyo extraordinario del gobierno a la empresa si afrontara dificultades inesperadas. Por lo tanto, las calificaciones de PEMEX y de sus subsidiarias aún están correlacionadas con las del soberano.

Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones de la empresa si observamos que su relación con el gobierno y la probabilidad de que reciba apoyo cambian. Por otra parte, otra revisión a la baja del SACP de PEMEX podría suceder tras un mayor deterioro de su actual plataforma de producción y de las inversiones de capital con lo que no mejoraría su tasa de sustitución de reservas, lo que derivaría en un índice de deuda EBITDA en torno a 6.0x.

Escenario positivo

Un alza de las calificaciones de PEMEX solo sucedería tras una acción similar sobre las calificaciones del soberano. Podríamos subir el SACP de PEMEX si se materializan los nuevos proyectos y contribuyen a una producción incremental mayor a la esperada, al tiempo que sus iniciativas para fortalecer sus finanzas mejoran su rentabilidad y reducen sus necesidades de financiamiento en el mediano plazo, lo que derivaría en un índice de deuda a EBITDA menor a 4.5x de manera constante.

Síntesis de los factores de la calificación

Petróleos Mexicanos

Calificaciones crediticias de emisor	
Escala global	
Moneda extranjera:	BBB+/Estable/--
Moneda local:	A-/Estable/--
Escala Nacional	mxAAA/Estable/mxA-1+
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Intermedio
Posición competitiva	Satisfactorio
Riesgo financiero	Altamente apalancado
Flujo de efectivo/apalancamiento	Altamente apalancado
Ancla	b+
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Satisfactorio (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Positivo (sin impacto)
Perfil crediticio individual	bb-
Calificación relacionada con el gobierno (moneda local)	A-
Probabilidad de apoyo del gobierno	Casi cierta
Calificación por arriba del soberano	Sin impacto

DETALLES DE LAS CALIFICACIONES

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	REV. ESP./PERSPECTIVA ACTUAL	REV. ESP./PERSPECTIVA ANTERIOR
PEMEX 13	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 16	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 13-2	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 10U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 10-2	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 11U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 11-3	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 14U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 15U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 15	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 12U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 09U	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 14-2	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A
PEMEX 14	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A

DETALLE DE LA CALIFICACIÓN

EMISOR	PROGRAMA DE CERTIFICADOS BURSÁTILES DE LARGO PLAZO	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	REV. ESP./PERSPECTIVA ACTUAL	REV. ESP./PERSPECTIVA ANTERIOR
Petróleos Mexicanos	MXN300,000 millones	mxAAA	mxAAA	N/A	N/A

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- [Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas](#), 28 de marzo de 2018.
- [Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017.
- [Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno \(ERGs\): Metodología y supuestos](#), 25 de marzo de 2015.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 22 de septiembre de 2014.

- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Exploración y Producción de Petróleo y Gas](#), 12 de diciembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre 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: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para los supuestos de precios del petróleo crudo y gas natural para empresas y soberanos](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Perfiles Crediticios Individuales: Un componente de las calificaciones](#), 1 de octubre de 2010.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia](#).
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\)](#).
- [Condiciones Crediticias América Latina: Situación política local y creciente proteccionismo en Estados Unidos debilitan las condiciones favorables](#), 28 de junio de 2018.
- [¿Plan de gobierno de AMLO es la respuesta para que los diferentes sectores en México tengan éxito?](#), 4 de julio de 2018.
- [S&P Global Ratings confirma calificaciones en escala global y nacional de Petróleos Mexicanos](#), 23 de agosto de 2017.

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

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 30 de junio de 2018.

2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

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.