

Pemex: Fitch baja calificación y pone perspectiva negativa

Mensajes Importantes:

- Fitch redujo en dos escalones la calificación internacional de Pemex hasta “BBB-“ por flujos negativos, excesos en las transferencias de fondos al Gobierno y subinversión en exploración y producción.
- Explicaron que los recursos inyectados a la empresa son insuficientes para contrarrestar el deterioro financiero de ésta. Una situación financiera más estresada para Pemex podría comprometer la capacidad de financiamiento del Gobierno.
- Una trayectoria a la baja en la producción petrolera y un fuerte endeudamiento en moneda extranjera presentan un panorama complicado para la compañía.
- La tasa de interés de los bonos a 10 años de Pemex alcanzó a subir 37 puntos base, tras el recorte de su calificación.

CONTACTO

Daniel A. Mendoza Aceves
5123.1797
Estudios Económicos
damendoza@scotiabank.com.mx

Paulina Villanueva Cuevas
5123.6450
Estudios Económicos
pvillanuevac@scotiabank.com.mx

Carlos Tabares
5123.6479
Estudios Económicos
ctabares@scotiabank.com.mx

La decisión de calificación crediticia: Fitch

El 29 de enero de 2019 Fitch revisó a la baja la calificación de Petróleos Mexicanos (Pemex) en escala nacional a “AA(mex)” desde “AAA(mex)” y en escala internacional en moneda local y extranjera a “BBB-“ desde “BBB+“; además de mantener la perspectiva de la calificación en negativa. El deterioro del perfil de la compañía ubica su calificación internacional en dos niveles por debajo a la calificación soberana. Este movimiento fue por el menoscabo del perfil crediticio individual de Pemex, pasando la calificación a “CCC” desde “B-“, debido a: i) un flujo libre de fondos (FFL) negativo; ii) un traspaso excesivo de fondos al Gobierno mexicano, que han promediado el 10% de los ingresos de éste en los últimos doce meses al 2018-3T; y iii) una subinversión en exploración y producción (E&P) –de acuerdo a Fitch, Pemex debería invertir entre 9 millones de dólares (mmd) y 14 mmd para reponer sus reservas. La calificadoradora también espera que la compañía reporte un cociente de deuda a reservas probadas de 15 dólares por barril para 2018 y que el apalancamiento ajustado por el flujo generador de las operaciones (FGO) sea de 10 veces (x).

La calificadoradora ve probable que la calidad del perfil crediticio individual de Pemex siga deteriorándose si el Gobierno continúa extrayendo fondos de la petrolera, así como por un cambio en la estrategia que incremente las inversiones en refinación o afecte los precios de las ventas locales, especialmente si es a costa de reducir la inversión en E&P y aumentar el apalancamiento.

En el presupuesto para 2019, el Gobierno anunció una inyección de capital por 25 mil millones de pesos (mmp) y, el pasado lunes, la SHCP comunicó una serie de acciones enfocadas a fortalecer la capacidad productiva de Pemex y mejorar así su posición financiera. Este conjunto de medidas, implementadas a partir de 2019, buscan impulsar la estrategia de inversión en nuevos proyectos de E&P. El mecanismo principal considera incrementar el límite para la deducción de costos relacionados con estos proyectos, estimando que dicha medida liberará recursos por aproximadamente 11 mmp de manera anual, cuyo monto será destinado exclusivamente a inversión en E&P. Si bien estos recursos se perciben como significativos, son considerados como insuficientes para subsanar la situación financiera de la empresa, y más aún para cumplir con la ambiciosa agenda de proyectos de producción de la nueva administración. Por su parte, la inacción del Gobierno para prevenir el deterioro financiero de la compañía es considerada por la calificadoradora como un indicador de que el Gobierno ha fallado en reconocer la viabilidad de la compañía. Asimismo, una situación financiera estresada en Pemex podría comprometer la capacidad del Gobierno o de otras entidades relacionadas con el Gobierno para obtener financiamiento.

La perspectiva negativa de Pemex refleja a su vez una perspectiva similar en la calificación del soberano y la posibilidad de que el perfil crediticio de la institución siga deteriorándose, el cual podría empeorar si las transferencias al Gobierno continúan en niveles altos. No obstante, Fitch mantiene la expectativa de que el Gobierno se asegure de que la compañía mantenga una posición robusta para el servicio de la deuda, lo que soporta la mayor calificación internacional en comparación con el perfil crediticio individual. Fitch espera que el Gobierno

Soberano			
	S&P	Fitch	Moody's
Calificación	BBB+	BBB+	A3
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable

Pemex			
	S&P	Fitch	Moody's
Calificación	BBB+	BBB-	Baa3
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable

ejecute acciones de apoyo cuando Pemex así lo requiera, aunque la deuda actual no cuenta con una garantía explícita por parte del Gobierno.

Adicionalmente, Fitch considera que el gobierno corporativo de Pemex es débil por el alto grado de interferencia por parte del Gobierno en la estrategia, el financiamiento y la rotación administrativa de la compañía. Actualmente, existe una propuesta por parte del Ejecutivo para que de ahora en adelante éste no sólo nombre al Director General de la petrolera, sino también elija dos niveles debajo de éste; también la iniciativa plantea transferir el control de recursos humanos del Consejo de Administración y que el Gobierno proponga a aprobación del Consejo de Administración la dirección estratégica de la compañía.

La calificadora considera que factores futuros que podrían llevar a una acción positiva de calificación son: un incremento en la calificación soberana de México; una garantía irrevocable por parte del Gobierno hacia Pemex por más de 75% de su deuda; una inyección relevante de capital para Pemex; una producción estable que le permita reportar un FFL neutro a positivo y un apalancamiento ajustado de FGO menor a 5x. Mientras que entre los factores para una nueva acción negativa de la calificación están: una disminución en la calificación soberana de México; un deterioro sostenido en la flexibilidad financiera de Pemex en conjunto con la inacción por parte del Gobierno de apoyar la liquidez de Pemex.; un continuo FFL negativo y/o una reducción importante de caja, líneas de crédito y acceso a mercados de capital; un nivel de deuda total ajustada a FGO por encima de 8x y deuda total a reservas a 15 dólares por barril; un deterioro substancial en la calidad crediticia individual de Pemex por debajo de 'CCC'.

Panorama de Pemex

Desde 2004 se ha observado una consistente caída en la producción petrolera (en promedio -6.2% anual en los últimos 5 años) y la expectativa es que siga con una trayectoria similar en el corto plazo; Fitch estima que la producción y las reservas de hidrocarburos continúen disminuyendo, en el caso de la producción se pronostica disminuya 5% anualmente durante los próximos años.

Con cifras al cierre del tercer trimestre de 2018, la calificadora estima que la compañía petrolera tiene suficiente liquidez, esta estimación la realiza con un indicador de liquidez que arroja un resultado menor a uno (medido como el efectivo disponible más líneas de crédito dividido entre la de deuda de corto plazo menos el FFL). Además de que cuenta con líneas de crédito por 6.7 mmd y 23.5 mmp, pero se espera que el FFL para 2019 sea negativo.

Adicionalmente se considera que Pemex cuenta con un perfil de vencimientos de la deuda balanceado, con el 9% de la deuda por vencer entre el 2018-3T y 2019-3T. En el Plan Anual de Financiamiento 2019 se proyecta que, al cierre de 2018, el portafolio de deuda estará compuesto en 86% a tasa fija y el resto a tasa flotante. Respecto a la distribución por moneda, alrededor del 83% se encuentra denominada en dólares y euros; el resto en pesos y en otras monedas. Por lo tanto, Pemex tiene una exposición manejable a las tasas, pero sufre un fuerte riesgo ante variaciones en el tipo de cambio.

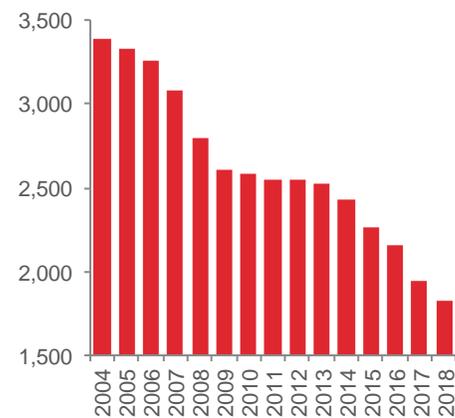
Las necesidades de financiamiento de Petróleos Mexicanos para 2019 ascienden a 197 mmp, resultado de un déficit financiero de 65.4 mmp y amortizaciones de 131.6 mmp. Los techos de endeudamiento que se autorizaron en la Ley de Ingresos 2019 muestran que tanto el endeudamiento interno como externo disminuyeron en 2019 respecto a lo otorgado en 2018, esto como parte de la estrategia para acotar el endeudamiento neto al déficit financiero de la compañía.

Consideraciones

Después del anuncio de reducción en la calificación, la tasa de los Eurobonos de Pemex llegó a subir hasta 37 puntos base, esto presenta un nuevo reto dado que este incremento reducirá los recursos disponibles de la empresa debido a que el servicio de la deuda se podría elevar aproximadamente en 394 millones de dólares anuales. Además, es posible que otras calificadoras lleven a cabo un movimiento similar y esto incrementa aún más el costo de la deuda.

Plataforma de Producción de Crudo

Miles de barriles diarios



Fuente: PEMEX.

Necesidades de Financiamiento 2019

Miles de millones de pesos

	2018*	2019*	Var.
Total (A+ B)	272.9	197.0	-75.9
A. Déficit aprobado	79.4	65.4	-14.0
B. Amortizaciones	193.5	131.6	-61.9
Deuda Interna	8.7	46.7	38.0
CEBURES	1.4	38.3	37.0
BANCARIOS	7.4	8.4	1.1
Deuda Externa	184.8	84.9	-99.9
Bonos	130.9	64.9	-66.0
ECAS	21.6	13.8	-7.8
Otros	32.3	6.1	-26.2
Techos de Endeudamiento			
Interno (mmp)	30.0	4.4	-25.6
Externo (mmd)	6.2	5.4	-0.8

Elaborado por Scotiabank con datos del Plan Anual de Financiamiento 2019

En el ámbito político, el Presidente López Obrador lamentó el recorte de la calificación y al respecto opina que es una medida que no refleja los últimos esfuerzos realizados por la presente administración para combatir la corrupción y el robo de combustible. Entretanto, Fitch destacó un mayor deterioro en la posición financiera de la empresa de dedicar la inversión a refinación en lugar de E&P, como lo tiene contemplado la nueva administración. Para finalizar, la calificadora advirtió que posibles desequilibrios en Pemex o problemas operativos, como los presentados durante la crisis de desabasto de gasolina, podrían generar problemas sociopolíticos en México.

Este documento, elaborado por la Dirección de Estudios Económicos, y dirigido exclusivamente a personas que radican en el territorio Mexicano, es publicado con la única intención de proporcionar información y análisis con base en las fuentes que se consideran fidedignas y que sin embargo, no garantizan su veracidad. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas aquí reflejan el punto de vista personal de los economistas y analistas de Scotiabank Inverlat señalados en el presente documento, no el de un área de negocio en particular y no necesariamente una opinión institucional. Dichas opiniones pueden modificarse de acuerdo con los cambios en las condiciones económicas, políticas y sociales, y no deben ser consideradas como una declaración unilateral de la voluntad, ni ser interpretadas como una oferta, sugerencia o invitación para comprar o vender valor alguno, o como una oferta, invitación o sugerencia para contratar los servicios de Scotiabank Inverlat. Asimismo el presente análisis no puede ser entendido como una Asesoría de Inversiones ya que no constituye en forma alguna, una recomendación personalizada a quien lo recibe, por lo que la decisión de inversión sobre alguna o algunas emisora(s) mencionada(s) en el presente análisis es responsabilidad exclusiva del cliente en función de su perfil de inversión. Este documento es de libre distribución de acuerdo a "Prácticas de Venta". La compensación de los analistas que elaboraron el documento depende, entre otros factores, de la rentabilidad y la utilidad generada por todas las áreas de Scotiabank Inverlat, pero no por un negocio o área de negocio en particular. La compensación de los analistas no se relaciona con una recomendación en particular; la compensación, entre otros factores, depende de la asertividad de las estimaciones y recomendaciones contenidas en este documento. Los analistas no reciben compensación alguna por parte de las emisoras de los valores que se describen en este reporte. Asimismo, los analistas no percibieron compensación alguna de personas distintas al Grupo Financiero Scotiabank Inverlat o de sus subsidiarias y/o afiliadas con respecto a la elaboración de este reporte. Alguna de las empresas del Grupo Financiero Scotiabank Inverlat puede realizar inversiones por cuenta propia en los valores descritos en este reporte. Scotiabank Inverlat o alguna otra empresa del Grupo pueden tener alguna relación de negocios con las emisoras de los valores contenidos en este reporte (agente colocador, agente estructurador, representante común, asesor financiero, servicios financieros, etc.). La Dirección de Estudios Económicos es un área independiente de las áreas de negocio, incluyendo el área de Operaciones y de Banca de Inversión y, no recibe remuneración, directriz, o de cualquier forma, influencia alguna por parte de las áreas de negocio que pueda afectar en cualquier sentido las opiniones contenidas en este documento. Este documento no puede fotocopiarse, ser utilizado por cualquier medio electrónico o bien ser reproducido por algún otro medio o método en forma parcial o total; tampoco puede ser citado o divulgado sin la previa autorización de la Dirección de Estudios Económicos de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, S.A. de C.V. Los servicios de Scotia Inverlat Casa de Bolsa no están disponibles para personas en los Estados Unidos de América, salvo Inversionistas Institucionales Mayores (Major Institutional Investors) o Corredores Registrados (Registered Broker Dealers).