

### HR Ratings ratificó la calificación de “HR AAA” con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS con clave de pizarra PEMEX 12

México, D.F., (24 de marzo de 2014) – HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de “HR AAA” con Perspectiva Estable para la emisión con clave de pizarra PEMEX 12 realizada por Petróleos Mexicanos (Pemex y/o la Empresa) por un monto de P\$16,500.0 millones (m). Esta emisión corresponde a la Décima Tercera disposición al amparo del Programa Dual de Certificados Bursátiles (el Programa) autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) e inscritos en el Registro Nacional de Valores. El Programa es por un monto de hasta P\$300,000.0m o su equivalente en unidades de inversión (UDIS), con vigencia de 5 años a partir del 30 de marzo de 2009.

La calificación asignada de “HR AAA” significa que el emisor o emisión con esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

A continuación se mencionan las principales características de la Emisión con clave de pizarra PEMEX 12:

Características de la Emisión: PEMEX 12	
Emisor	Petróleos Mexicanos (Pemex)
Representante Común	Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero.
Monto de la emisión	P\$16,500 millones
Tasa de Interés y periodicidad de pago	El pago de intereses se realizará a una tasa variable de TIIE a 28 días + 18 puntos base y se liquidará cada 28 días.
Amortización del Principal	La amortización de los Certificados Bursátiles (CEBURES) será a su Valor Nominal en un solo pago en la fecha de vencimiento.
Garantía	La emisión contarán con la garantía solidaria de Pemex-Exploración y Producción, Pemex-Refinación y Pemex-Gas y Petroquímica Básica, en términos del Convenio de Responsabilidad Solidaria y de los Certificados de Designación correspondientes.
Fecha de la Emisión	Fecha de los CEBURES originales 29 de noviembre de 2012, fecha de los CEBURES adicionales: la primera reapertura 22 de marzo de 2012 y la segunda reapertura 25 de junio de 2013.
Fecha de vencimiento de la Emisión	23 de noviembre de 2017.

Fuente: HR Ratings con información de la oferta pública definitiva.

La calificación asignada a los CEBURES tiene como base la calificación de largo plazo de Pemex, la cual fue ratificada en HR AAA, en escala nacional, con perspectiva Estable, el pasado 27 de septiembre de 2013. Para mayor detalle se puede consultar el reporte en <http://www.hrratings.com>.

Por su parte, la calificación de Pemex se fundamenta en la importancia que tiene la entidad en la economía mexicana lo cual se observa en que su deuda goza de un estatus de soberana. Lo anterior sustentado en la importancia que tiene como generador de ingresos para el Gobierno Federal. Asimismo se ha observado una mejora en el Perfil de Deuda a mayor plazo y capacidad para mantener los niveles de producción aun ante la declinación natural del Activo Cantarell, restituir reservas en más del 100.0%, y crecer el nivel de refinación aminorando las importaciones de productos refinados respecto a Ventas Domésticas en 260 puntos base. La Razón de Flujo Antes de Impuestos (FAI) a Deuda Neta se mantiene en niveles adecuados de 1.0 veces (x) a pesar de la disminución observada del -23.1% de la utilidad

antes de impuestos, y una caída en el margen de EBITDA operativo ajustado por pensiones y IEPS a niveles de 61.7% en 2013 vs. 69.7% en 2012 (una variación de -792 puntos base). Esto como reflejo de menores ingresos de exportación, caída del IEPS y mayores gastos de distribución y administración. Los principales elementos que se tomaron en consideración para la determinación de la calificación son:

- **Estatus de Deuda Soberana:** La presente calificación se basa en el supuesto de que la deuda de Pemex goza de un estatus de deuda soberana de facto al ser un generador de ingresos relevante para el Gobierno Federal y por su importancia en la economía mexicana. Como referencia HR Ratings mantiene la calificación de HR A-(G) con Perspectiva Positiva para la deuda soberana de los Estados Unidos Mexicanos (equivalente a HR AAA en Escala Local) la cual se puede consultar en el sitio de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com).
- **Menor dependencia de Importaciones:** Un aumento limitado de la demanda de productos refinados aunado a un adecuado control de los ciclos de la demanda por parte de Pemex permitieron reducir el porcentaje de importaciones respecto a Ventas Domésticas a 33.8% en 2013 vs. 36.4% de 2012<sup>1</sup>. Se estima que a esta reducción de importaciones contribuyó el crecimiento en la capacidad de refinación, a través de nuevos proyectos como el de la reconfiguración de la refinería de Minatitlán, incrementando la producción de Petrolíferos<sup>2</sup> 3.7% (a 1,457Mbd en 2013 de 1,405Mbd en 2012).
- **Contribución a la Balanza Comercial de México;** Durante 2013 Pemex alcanzó un superávit en su balanza comercial de US\$20.0Mm y en 2012 un superávit en su balanza comercial de US\$21.0Mm comparado contra la Balanza Comercial de México que mostró un déficit de US\$1.0Mm y un déficit de US\$0.1Mm en 2013 y 2012, respectivamente.
- **Capacidad para restituir reservas:** Pemex inició 2013 con reservas probadas (1P) de hidrocarburos equivalentes a la producción de 10.2 años, superior al periodo 2007-2009, donde las reservas 1P fluctuaron entre 9.2 y 9.9 años. Con esto se logró una tasa de restitución de reservas probadas (1P) de más del 104.0% al 1 de enero de 2013, comparado con 85.8% de 2011. Se estima que esto es resultado del esfuerzo realizado por Pemex para aumentar reservas a través de nuevos desarrollos e incrementar la producción de campos maduros mediante "Contratos Integrales de Exploración y Producción".
- **Estabilidad en la Producción de hidrocarburos:** El promedio de producción de crudo mantuvo un promedio anual de 2,522.3Mbd a diciembre de 2013, nivel cercano al promedio considerado en nuestras proyecciones para dicho año. HR Ratings estima que Pemex experimentará una relativa estabilidad en los próximos años.
- **Nivel de Liquidez adecuado aun ante el deterioro observado en resultados:** El Flujo antes de impuestos (FAI), que busca medir la eficiencia operativa de Pemex, disminuyó -12.6% (P\$780.7Mm en 2013 vs. P\$893.5Mm en 2012). La Deuda Neta ascendió a P\$760.5Mm al cierre de 2013, lo cual es un incremento de 13.9% o P\$92.9Mm vs. 2012 (P\$667.6Mm), Esto debido en parte a las inversiones realizadas las cuales fueron principalmente en el área de exploración y producción creciendo 9.2% contra el año anterior, aunado a menores ingresos y principalmente por una caída en exportaciones así como un menor IEPS. Sin embargo el resultado de la Razón de FAI a Deuda Neta se mantiene en 1.0x en 2013.
- **Incremento de Deuda Neta contrarrestado por mejora en el Perfil de vencimiento:** Pemex incrementó su Deuda Neta 13.9% alcanzando P\$760.5Mm (vs P\$667.6Mm en 2012). No obstante, la deuda de corto plazo se redujo 20.8% mientras que la de largo plazo incremento 11.6% dando como resultado que 89.2% del total de la deuda sea de largo plazo (vs. 85.5% en 2012). Asimismo, el costo financiero se redujo 40.6% principalmente por una reducción del -46.3% del costo de los derivados y -14.0% en los intereses a cargo que se estima fue

<sup>1</sup> La información utilizada de 2012 es información financiera dictaminada.

<sup>2</sup> Estas cifras incluyen asfaltos, aceite cíclico ligero, gas seco, lubricantes, parafinas, coque, aeroflex 1 y 2, entre otros.

resultado de la situación macroeconómica y del cambio de perfil de tasas de Pemex donde el 71.9% es a tasa fija (vs 67.1% de 2012) y el 20.4% es en Pesos mexicanos (vs 19.0% en 2012).

- **Disminución de Ingresos:** Pemex disminuyó sus ingresos totales -2.4% (P\$1,608.2Mm en 2013 de los P\$1,646.9Mm observados en 2012) debido en parte a una caída del volumen promedio de exportaciones del 5.3% (1,189 miles de barriles diarios (Mbd) en 2013 vs 1,256Mbd en 2012) aunado a un menor precio de la mezcla mexicana de exportación el cual fue de USD\$98.5 por barril vs. USD\$101.9 en 2012.
- **Deterioro en resultados operativos:** A pesar de un adecuado control de costos, derivando en un mejor Margen bruto de 57.7% en 2013 vs. 57.1% de 2012, se observó una variación de -792 puntos base en el Margen de EBITDA operativo ajustado por pensiones y IEPS (61.7% en 2013 vs 69.7% en 2012). Esto principalmente por mayores gastos administrativos, de distribución y transportación donde el costo neto de beneficio a empleados aumento 19.4% por actualización de premisas actuariales e incremento en la antigüedad de los trabajadores. Por su lado el IEPS disminuyó 55.9% (P\$94.5Mm en 2013 vs P\$214.1Mm en 2012).

## Descripción de la Empresa

Pemex es un organismo público descentralizado del Gobierno Federal con fines productivos, personalidad jurídica y patrimonio propio que tiene como objeto llevar a cabo la exploración, explotación, y demás actividades que le correspondan en exclusiva en el área estratégica del petróleo, demás hidrocarburos y petroquímica básica. Pemex es el único productor de crudo, gas natural y petrolíferos de México, la fuente más importante de ingresos del Gobierno Federal y la empresa más importante del país. Pemex es considerado el séptimo productor de crudo y por segundo año consecutivo décima primera compañía más grande de petróleo y gas en el mundo de acuerdo a lo reportado en el Petroleum Intelligence Weekly en noviembre de 2013. Así mismo es el tercer exportador de crudo a los Estados Unidos de América de acuerdo a la U.S. Energy Information Administration.

El presente análisis trata a Pemex como una compañía independiente, sin embargo, reconoce el papel estratégico que desempeña como parte del Sector Público Federal Mexicano. Por ende, la calificación asignada por HR Ratings a este emisor incorpora la metodología establecida por esta agencia calificadora para empresas industriales, comerciales y de servicios, realizando un escenario base y uno de estrés. Además se observará la importancia de la compañía petrolera para las finanzas del sector público mexicano, así como del apoyo implícito por parte del gobierno mexicano sobre su deuda.

## Resultados Operativos

La producción observada de petróleo crudo ha disminuido paulatinamente, sobretodo en el activo petrolero llamado Cantarell, mostrando una ligera caída de -1.0% en los niveles de producción promedio anual, alcanzando 2,522.1 millones de barriles (Mbd) a diciembre de 2013 (vs. 2,547.9 Mbd en 2012). Esto se debe principalmente a la declinación natural de campos y al incremento del flujo fraccional de agua en Cantarell, contrarrestado por un incremento en Ku-Maloob-Zaap y por una mayor producción de crudo ligero en las Regiones Marinas del Suroeste, Noreste y Norte. Es importante considerar que el mayor volumen extraído por Pemex es crudo pesado que en 2013 representó 54.1% del total de producción mientras el ligero representó 33.6% (vs. 54.4% y 32.7% de crudo pesado y ligero, respectivamente, en 2012).

Asimismo se observa que durante el último año se ha alcanzado un nivel relativo de estabilidad en la producción con un promedio de 2,522.1 Mbd a diciembre de 2013, un -1.1% menor al objetivo de producción de crudo establecido por el Gobierno para el 2013 de 2,550 Mbd, donde el periodo con menor producción fue el 3T13 derivado principalmente del

mantenimiento anual de los equipos de proceso de aceite y gas en el FPSO Yúum K´Ak´Náab, la declinación natural en Cantarell, y la caída en producción de crudo super ligero por mayor flujo fraccional de agua en la Región Sur.

Las reservas probadas de Pemex, reportadas al 1 de enero de 2013, alcanzaron 13,868 millones de barriles de petróleo crudo equivalente (Mmbpce) mostrando por segundo año un crecimiento respecto al año anterior del 0.4%. El nivel de reservas se ha mantenido relativamente estable desde 2010 en un promedio de 13.9 mil millones de barriles de petróleo crudo equivalente. Así mismo, por segundo año consecutivo Pemex ha logrado porcentaje de restitución de más del 100.0%, manteniendo un nivel de reservas de 10.2 años de producción (reserva remanente al 1 de enero de 2013 / producción de 2012).

Siguiendo los mandatos de la Constitución<sup>3</sup>, se observó una mayor distribución del petróleo crudo para la Producción de uso interno. Aunado a los anteriores, las mejoras y reconfiguraciones en refinerías han incrementado la capacidad de refinación de Pemex dando como resultado que el porcentaje de petróleo crudo que se destina a refinerías haya alcanzado niveles superiores al observado en 2010 que fue del 46.7% en comparación con el 50.8% alcanzado en 2013. Así mismo, se encontró que las ventas de Pemex de Petrolíferos han sustituido parte de las importaciones dado que han absorbido gran parte del crecimiento de la Demanda con producción propia.

### Resultados Financieros

Se estima que el factor que impactó en mayor medida la reducción de los ingresos, fue una caída en las ventas de exportación (como consecuencia de un menor precio internacional de la mezcla mexicana en 3.3% pasando el precio a US\$98.54 por barril en 2013 vs. US\$101.86 en 2012). Una caída en los ingresos de exportación del -11.0% fue amortiguada con Ventas Internas del 5.0% como consecuencia de mayores precios de refinados al público y un incremento de la capacidad de refinación.

Por otro lado, se vio durante el último año una caída del volumen de ventas de Productos Petrolíferos lo cual pudiera ser un efecto de los incrementos de los precios, principalmente en los dos mayores rubros que son gasolinas y Diésel, lo cual observamos que ha impactado el volumen demandado internamente mostrando un decrecimiento del -3.0% entre 2012 y 2013. La mayor reducción de volumen se dio en el Combustóleo (-11.7%), seguido por el Diésel (-2.2%) y las gasolinas (-2.0%). No obstante este decremento del volumen no ha impactado en los resultados de Pemex ya que ha sido compensado por los incrementos de precio. Como referencia el diésel y las gasolinas Magna y Premium incrementaron 11.6%, 11.7% y 10.2%, correspondientemente, mientras la turbosina y el combustóleo decrecieron -6.8% y -11.4%, respectivamente.

Durante 2013 Pemex alcanzó un superávit en su balanza comercial de US\$20.0Mm y en 2012 un superávit en su balanza comercial de US\$21.0Mm comparado contra la Balanza Comercial de México que mostró un déficit de US\$0.1Mm y un déficit de US\$1.0Mm en 2013 y 2012, respectivamente. De acuerdo a lo observado, la distancia entre exportaciones e importaciones se ha ido reduciendo gradualmente ante lo cual Pemex pudiera estar buscando un mejor balance entre sus ventas internas y las exportaciones dado que los precios internacionales han mostrado una volatilidad muy alta y que el entorno internacional de oferta y demanda ha cambiado ante los descubrimientos de nuevas fuentes de hidrocarburos (como el caso de las Lutitas (aceite y gas shale) y las arenas bituminosas) los cuales se consideran como fuentes no convencionales pero que hoy en día es factible explotarlos y comercializarla gracias a los recientes avances tecnológicos.

El costo de producción por barril de crudo equivalente (bpce) ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años. Este incremento en el costo se asume es resultado de la producción en campos maduros, campos en aguas profundas, entre otros, que requieren técnicas más complejas para poder seguir extrayendo el hidrocarburo, como es la inyección

<sup>3</sup> La Constitución impone un mandato a PEMEX de satisfacer la demanda interna de combustibles, por lo tanto, en la distribución del crudo disponible siempre se satisface primero la capacidad de proceso nacional.

de gas natural, lo cual pudiera incrementar el costo. No obstante al comparar con otras empresas petroleras se observa que los niveles de costo de Pemex se encuentran muy por debajo de muchas de ellas.

En los últimos doce meses al 4T13 se observa una caída de -3.0% del EBITDA y del -13.5% del EBITDA operativo ajustado por pensiones e IEPS al compararse con el mismo periodo al 4T12 esto se asume fue resultado de menores ingresos en -2.4%, derivado principalmente por una disminución en ingresos por exportaciones, mayores gastos administrativos, de distribución y transportación, donde el costo neto de beneficio a empleados aumento 19.4% por actualización de premisas actuariales e incremento en la antigüedad de los trabajadores. Por su lado el IEPS disminuyó 55.9% (P\$94.5Mm en 2013 vs P\$214.1Mm en 2012) derivado de una reducción en la distancia entre el precio interno de los Petrolíferos y el precio promedio de la gasolina regular en la Costa Norteamericana del Golfo de México el cual cayó 3.2% a US\$281.64 en 2013 de US\$290.89 en 2012.

Al analizar el Margen de EBITDA Ajustado (eliminando el efecto de los ajustes actuariales o virtuales en Pensiones) se estima que si existe un ligero deterioro en el margen ya que cae a 61.7% en los UDM al 4T13 en contraste con 69.7% de los UDM al 4T12. Esta variación en márgenes es dada principalmente por la caída en los ingresos, ya que aun cuando Pemex logra controlar sus gastos esto no es suficiente para contrarrestar una contracción de sus ingresos tanto por ventas como por IEPS. Lo cual nos da una idea de la sensibilidad que tiene Pemex ante cambios internacionales y se entiende la necesidad de buscar alternativas rentables para cubrir la demanda interna y depender en menor medida de fluctuaciones cambiarias y de precios.

Al cierre de 2013, el Resultado Integral de Financiamiento (Ingresos por Intereses – Intereses Pagados), sin considerar la utilidad (pérdida) por variación cambiaria, respecto a la Deuda total fue 3.5%, cifra menor a la observada en 2012 (6.3%). Pemex ha logrado compensar el costo de su deuda mediante el uso de instrumentos derivados y otras operaciones registradas como ganancias financieras en la cuenta de Resultado Integral de Financiamiento. Así mismo la situación macroeconómica, las políticas monetarias establecidas por los bancos centrales de los países donde Pemex tiene deuda y la fluctuación del tipo de cambio han permitido aminorar el Resultado Integral de Financiamiento.

Los planes de inversión de Pemex deben ser aprobados cada año por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) como parte del proceso de elaboración del presupuesto anual de egresos para el Gobierno Federal. Dada esta condición el presupuesto que tiene Pemex para inversión es limitado al tomar en cuenta que el presupuesto de 2013 se estableció 6.5% por arriba del presupuesto de 2012. La limitante presupuestaria, consideramos le resta a Pemex flexibilidad para explorar y explotar los yacimientos de una manera más eficaz y expedita lo cual en un largo plazo pudiera poner en riesgo el abastecimiento interno de Hidrocarburos.

Al cierre de 2013 la deuda de Pemex ha mostrado un crecimiento del 13.9% respecto al cierre de 2012 (P\$841,238.4m al 4T13 vs. P\$786,858.6m en 2012). Este incremento se dio principalmente por una mayor adquisición de deuda a largo plazo principalmente por las emisiones de deuda realizadas recientemente utilizadas para inversiones de acuerdo al calendario establecido al inicio de 2013. Gran parte de la exposición de la deuda de Pemex en 2013 se encuentra en dólares (79.0% vs. 79.4% al cierre de 2012), ya sea porque originalmente la deuda se emitió en dólares americanos, o porque su exposición se modificó a dólares americanos mediante derivados financieros, por lo que consideramos que el análisis de la evolución de la posición de Pemex respecto a la deuda debe considerar los efectos en el tipo de cambio.

A pesar del incremento en la deuda, Pemex modificó la estructura de la misma incrementando su deuda a largo plazo en donde el 89.2% del total de la deuda se mantiene a largo plazo al cierre de 2013 (vs. 85.5% al cierre de 2012). El 10.8% restante equivale a deuda de corto plazo (vs. 14.5% al cierre de 2012). Esto se considera reduce la presión sobre la liquidez de Pemex para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo. Asimismo, Pemex cuenta con tres líneas de crédito sindicadas revolventes por un total de US\$2,500m y P\$10,000m, las líneas en dólares tienen vigencia el 50% en octubre de 2017 y el otro 50% en diciembre de 2016, mientras que la línea en pesos vence en diciembre de 2014. Al cierre de 2013 se habían dispuesto P\$135m, quedando disponible el 95.9% de las líneas.



En la presente calificación también se tomó en consideración la recientemente aprobada Reforma Energética como un elemento positivo, sin embargo, el posible impacto a largo plazo sobre los resultados financieros de Pemex dependerá de la definición de la legislación secundaria y el marco regulatorio por lo cual no se incorporó en nuestras proyecciones. El 20 de diciembre el Presidente de la República, Enrique Peña Nieto, promulgó el Decreto de la Reforma Energética en donde se modificaron los artículos 25, 27 y 28 de la Constitución. El Congreso deberá realizar las modificaciones necesarias al marco legal dentro de 120 días naturales contados a partir del 21 de diciembre de 2013. Asimismo, a partir de dicha fecha, Pemex tenía 90 días para someter a consideración de la Secretaría de Energía (SENER) las áreas en exploración y campos en producción que este en capacidad de operar. El 21 de marzo de 2014 se cumple el plazo y a partir de ahí la SENER junto con la Comisión Nacional de Hidrocarburos tienen 180 días para emitir una resolución.

La calificación de Pemex también se basa en el supuesto de que, si bien el Gobierno Federal no avala formalmente la deuda de Pemex, por su importancia en las finanzas públicas tiene un incentivo estratégico para mantener un Pemex financieramente solvente, produciendo así un sólido aval implícito. Debido a su régimen fiscal, el flujo interno de Pemex, después de impuestos e inversiones, es limitado. Sin embargo, el aval implícito por parte del Gobierno Federal equipara su riesgo de refinanciamiento al de éste último y sustenta la calificación. El Gobierno Federal no ha otorgado, ni formalmente ni explícitamente, ninguna garantía de pago a la deuda de Pemex.

### Conclusiones

Pemex tiene una gran importancia estratégica para el Gobierno Federal Mexicano, y aunque este no ha otorgado una garantía explícita sobre la Deuda de Pemex, consideramos que por la relevancia que guarda para la economía del País y las finanzas del Gobierno Federal su Deuda cuenta con el respaldo crediticio de parte del mismo.

Así mismo, ha mostrado capacidad para mantener los niveles de producción, restituir reservas en más del 100.0% iniciando 2013 con reservas probadas (1P) de hidrocarburos equivalentes a la producción de 10.2 años, superior al periodo 2007-2009, donde las reservas 1P fluctuaron entre 9.2 y 9.9 años. Así mismo, el promedio de producción de crudo alcanzó niveles de 2,522.1Mbd en diciembre de 2013, nivel cercano al promedio considerado en nuestras proyecciones para dicho año. Por otro lado, Pemex ha incrementado en el último año su capacidad de refinación, a través de nuevos proyectos como el de la reconfiguración de la refinería de Minatitlán, incrementando la producción de Petrolíferos 3.7% (a 1,457Mbd en 2013 de 1,405Mbd en 2012) permitieron reducir el porcentaje de importaciones respecto a Ventas Domésticas a 33.8% en 2013 vs 36.4% de 2012.

La Razón de Flujo Antes de Impuestos (FAI) a Deuda Neta se mantiene en niveles adecuados de 1.0 veces a pesar de la disminución observada del -23.1% de la utilidad antes de impuestos, y una caída en el margen de EBITDA operativo ajustado por pensiones e IEPS a niveles de 61.7% en 2013 vs. 69.7% en 2012 (una variación de -792 puntos base) como reflejo de menores ingresos de exportación, caída del IEPS y mayores gastos de distribución y administración.

**De acuerdo al análisis de riesgos realizado por HR Ratings se ratificó la calificación corporativa de largo de “HR AAA” para la Emisión con clave de pizarra PEMEX 12 de Petróleos Mexicanos.**

## Anexos – Escenario Base

<b>PEMEX (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>1,332,037</b>	<b>1,395,197</b>	<b>1,981,374</b>	<b>2,024,183</b>	<b>2,041,052</b>	<b>2,147,900</b>	<b>2,240,580</b>	<b>2,344,998</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>349,697</b>	<b>315,911</b>	<b>330,520</b>	<b>318,142</b>	<b>263,230</b>	<b>312,534</b>	<b>321,796</b>	<b>329,417</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	159,760	133,587	114,977	119,235	80,746	114,183	114,294	115,217
Cuentas por cobrar a Clientes	75,870	73,254	108,534	94,073	80,559	110,024	116,345	121,626
Otras Cuentas por Cobrar (Neto)	50,885	47,634	47,073	38,936	38,269	25,470	24,961	24,462
Inventarios	36,903	40,519	45,018	56,848	56,915	49,806	52,400	54,676
Otros Activos Circulantes	26,278	20,917	14,918	9,050	6,742	13,050	13,796	13,436
<b>Activos no-Circulantes</b>	<b>982,341</b>	<b>1,079,286</b>	<b>1,650,854</b>	<b>1,706,041</b>	<b>1,777,822</b>	<b>1,835,366</b>	<b>1,918,784</b>	<b>2,015,581</b>
Inversiones en Subsid. N.C.	9,762	11,116	12,937	14,546	16,279	14,769	15,291	15,814
Otras Inversiones	0	0	27,389	18,477	25,430	16,092	15,771	15,613
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	967,592	1,061,388	1,592,425	1,658,734	1,721,926	1,789,386	1,872,625	1,969,996
Impuestos Diferidos	0	0	1,420	1,936	704	1,807	1,743	1,775
Otros Activos	4,987	6,782	16,684	13,483	13,483	13,311	13,354	12,384
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,398,877</b>	<b>1,506,499</b>	<b>1,878,197</b>	<b>2,295,249</b>	<b>2,226,370</b>	<b>2,594,325</b>	<b>2,723,026</b>	<b>2,913,210</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>242,960</b>	<b>207,254</b>	<b>253,445</b>	<b>235,804</b>	<b>254,637</b>	<b>204,808</b>	<b>203,494</b>	<b>184,795</b>
Pasivo con Costo	102,600	89,555	110,497	114,241	90,504	82,712	89,432	71,561
Proveedores	63,278	43,474	53,313	61,513	102,324	66,047	61,513	64,185
Impuestos por Pagar	48,453	52,566	65,770	43,981	41,325	35,481	31,481	27,481
Otros sin Costo	28,629	21,659	23,864	16,068	20,484	20,568	21,068	21,568
<b>Pasivos no-Circulantes</b>	<b>1,155,916</b>	<b>1,299,245</b>	<b>1,624,752</b>	<b>2,059,445</b>	<b>1,971,733</b>	<b>2,389,517</b>	<b>2,519,532</b>	<b>2,728,414</b>
Pasivo con Costo	529,258	575,171	672,657	672,618	750,734	842,604	887,604	1,008,957
Impuestos Diferidos	6,933	7,216	28,482	28,138	25,175	27,885	28,755	29,630
Reserva para Créditos diversos y otros	43,524	55,493	61,534	70,149	76,615	70,833	71,542	72,257
Reserva Beneficio a Empleados y Provisiones	576,201	661,365	862,079	1,288,541	1,119,208	1,448,194	1,531,631	1,617,570
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>-66,840</b>	<b>-111,302</b>	<b>103,177</b>	<b>-271,066</b>	<b>-185,319</b>	<b>-446,425</b>	<b>-482,446</b>	<b>-568,212</b>
<b>Minoritario</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>999</b>	<b>698</b>	<b>504</b>	<b>-389</b>	<b>-626</b>	<b>-835</b>
<b>Mayoritario</b>	<b>-66,840</b>	<b>-111,302</b>	<b>102,178</b>	<b>-271,764</b>	<b>-185,823</b>	<b>-446,036</b>	<b>-481,820</b>	<b>-567,377</b>
Capital Contribuido	277,340	286,171	228,335	228,335	229,919	228,335	228,335	228,335
Utilidades Acum., Reservas y Resultados Integ	-249,809	-350,946	-19,215	-502,700	-246,650	-556,880	-617,065	-688,067
Utilidad del Ejercicio	-94,370	-46,527	-106,942	2,601	-169,092	-117,491	-93,090	-107,646
<b>Deuda</b>	<b>631,859</b>	<b>664,725</b>	<b>783,155</b>	<b>786,859</b>	<b>841,238</b>	<b>925,316</b>	<b>977,036</b>	<b>1,080,518</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>472,099</b>	<b>531,138</b>	<b>668,178</b>	<b>667,624</b>	<b>760,492</b>	<b>811,133</b>	<b>862,742</b>	<b>965,301</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	16	27	25	22	23	22	22	22
Días Inventario	27	27	24	29	26	24	23	23
Días por Pagar Proveedores	46	29	29	31	33	31	28	28
<b>Tipo de Cambio Estimado Cierre de Año</b>	<b>13.06</b>	<b>12.36</b>	<b>13.98</b>	<b>13.01</b>	<b>13.08</b>	<b>12.67</b>	<b>12.73</b>	<b>12.76</b>

Fuente: HR Ratings en base a información reportada por Pemex.

\* Estados Financieros Auditados por un tercero conforme a NIIF.

PEMEX (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)								
	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,089,921</b>	<b>1,282,064</b>	<b>1,558,454</b>	<b>1,646,912</b>	<b>1,608,202</b>	<b>1,747,256</b>	<b>1,866,848</b>	<b>1,950,675</b>
En el país	596,370	683,853	779,198	867,037	910,188	1,015,244	1,098,666	1,180,941
De exportación	488,260	592,908	772,965	772,699	687,675	722,414	758,200	759,352
Ingresos por servicios	5,292	5,303	6,291	7,176	10,339	9,598	9,982	10,381
Costo de lo vendido (efectivo)	491,641	544,521	664,134	706,007	680,672	756,562	804,238	838,790
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	598,280	737,543	894,320	940,905	927,531	990,694	1,062,610	1,111,884
Gastos Generales	92,820	94,605	94,748	104,047	115,943	112,208	118,215	124,519
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>505,460</b>	<b>642,938</b>	<b>799,572</b>	<b>836,858</b>	<b>811,587</b>	<b>878,487</b>	<b>944,395</b>	<b>987,365</b>
Depreciación y Amortización	76,891	96,482	127,380	140,538	148,147	153,869	160,273	167,866
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos</b>	<b>428,569</b>	<b>546,457</b>	<b>672,191</b>	<b>696,320</b>	<b>663,440</b>	<b>724,617</b>	<b>784,123</b>	<b>819,499</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	39,769	71,586	189,120	209,019	64,536	214,912	223,836	209,834
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>468,338</b>	<b>618,042</b>	<b>861,311</b>	<b>905,339</b>	<b>727,976</b>	<b>939,530</b>	<b>1,007,959</b>	<b>1,029,332</b>
Ingresos por Intereses	48,307	42,245	30,352	23,215	24,528	20,171	24,983	16,155
Intereses Pagados	78,300	74,382	63,004	72,951	54,067	80,218	90,595	96,340
Ingreso Financiero Neto	-29,992	-32,137	-32,652	-49,736	-29,539	-60,047	-65,612	-80,186
Resultado Cambiario	14,685	20,167	-60,143	44,846	-3,948	-1,016	-194	-1,218
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>-15,308</b>	<b>-11,969</b>	<b>-92,795</b>	<b>-4,891</b>	<b>-33,487</b>	<b>-61,063</b>	<b>-65,806</b>	<b>-81,403</b>
Participación en Subsid. no Consolidadas	-767	1,541	-811	4,798	1,451	522	522	522
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>452,263</b>	<b>607,613</b>	<b>767,705</b>	<b>905,246</b>	<b>695,939</b>	<b>878,989</b>	<b>942,675</b>	<b>948,451</b>
Impuestos y Derechos	546,633	654,141	874,647	902,646	865,032	996,481	1,035,765	1,056,097
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>-94,370</b>	<b>-46,527</b>	<b>-106,942</b>	<b>2,601</b>	<b>-169,092</b>	<b>-117,491</b>	<b>-93,090</b>	<b>-107,646</b>
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	-210	-233	-193	-269	-237	-208
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>-94,370</b>	<b>-46,527</b>	<b>-106,732</b>	<b>2,833</b>	<b>-168,900</b>	<b>-117,222</b>	<b>-92,853</b>	<b>-107,437</b>
Cambio en Ventas (%)	-17.93	17.63	21.56	5.68	-2.35	8.65	6.84	4.49
Margen Bruto	54.89	57.53	57.39	57.13	57.67	56.70	56.92	57.00
Margen EBITDA	46.38	50.15	51.31	50.81	50.47	50.28	50.59	50.62
Impuestos Causadas a Util. Antes de	120.87	107.66	113.93	99.71	120.00	113.27	109.78	111.26
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.21	1.27	1.33	1.02	0.98	1.00	1.02	1.02
Retorno sobre Capital Empleado (%)	53.91	63.38	66.04	48.54	58.05	61.39	63.08	63.05
Tasa Pasiva	13.0%	12.0%	9.7%	9.8%	9.6%	9.4%	9.5%	9.8%
Tasa Activa	32.1%	31.9%	25.1%	19.9%	15.8%	16.1%	16.1%	16.1%
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>82,113</b>	<b>76,677</b>	<b>67,296</b>	<b>75,061</b>	<b>74,712</b>	<b>82,328</b>	<b>92,705</b>	<b>98,540</b>

  

Análisis de EBITDA								
IEPS	37,247	73,582	178,862	214,102	94,466	208,540	220,085	207,710
Costo neto de beneficios a empleados (Pensiones)	105,652	114,276	84,108	96,615	115,340	126,714	136,917	143,080
Participación en Subsid. y otros Ingresos / Gastos	1,754	-456	9,447	-286	-28,479	6,894	4,273	2,646
<b>Venta ajustada con IEPS</b>	<b>1,127,168</b>	<b>1,355,647</b>	<b>1,737,316</b>	<b>1,861,015</b>	<b>1,702,668</b>	<b>1,955,796</b>	<b>2,086,933</b>	<b>2,158,385</b>
EBITDA ajustado con IEPS	542,707	716,521	978,434	1,050,961	906,053	1,087,027	1,164,481	1,195,075
EBITDA ajustado por IEPS, Pensiones, Participación en Subsid. y otros Ingresos / Gastos	650,113	830,340	1,071,989	1,147,290	992,914	1,220,635	1,305,670	1,340,801
Margen EBITDA ajustado con IEPS (%)	49.79	55.89	62.78	63.81	56.34	62.21	62.38	61.26
Margen EBITDA ajustado por IEPS, Participación en Subsid., Pensiones y otros Ingresos / Gastos (%)	59.65	64.77	68.79	69.66	61.74	69.86	69.94	68.74

Fuente: HR Ratings con base en información reportada por Pemex. Proyecciones a partir del 3T13.

\* Estados Financieros preparados por la Empresa conforme a NIF.

Nota: Los costos de venta y gastos operativos mostrados difieren de los reportados por la Empresa porque HR Ratings deduce la depreciación de cada línea en base a sus propios estimados de distribución.



<b>PEMEX (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	452,263	607,613	767,705	905,246	695,939	878,989	942,675	948,451
Depreciación y Amortización	76,891	96,482	127,380	140,538	148,147	153,869	160,273	167,866
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	949	3,074	4,685	734	14,699	864	873	882
Pérdida(Reversión) por Deterioro	1,731	9,959	-6,856	0	24,841	1,088	1,132	1,177
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	767	-1,541	811	-4,798	-1,451	-522	-522	-522
Dividendos Cobrados	0	0	-600	-686	-914	-742	-771	-802
Intereses a Favor	-48,307	-42,245	-30,352	-23,215	-24,528	-20,171	-24,983	-16,155
Otras Partidas	15,124	11,619	21,564	21,337	6,979	21,319	21,237	21,203
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>47,156</b>	<b>77,348</b>	<b>116,633</b>	<b>133,910</b>	<b>167,773</b>	<b>155,705</b>	<b>157,238</b>	<b>173,649</b>
Intereses Devengados	49,418	39,704	34,831	45,739	39,304	80,218	90,595	96,340
Fluctuación Cambiaria	-29,078	-27,879	69,417	-40,562	3,313	1,016	194	1,218
Otras Partidas	0	0	762	1,560	-1,891	1,258	1,106	1,182
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>20,340</b>	<b>11,825</b>	<b>105,010</b>	<b>6,737</b>	<b>40,726</b>	<b>82,491</b>	<b>91,895</b>	<b>98,740</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>519,758</b>	<b>696,787</b>	<b>989,349</b>	<b>1,045,894</b>	<b>904,438</b>	<b>1,117,186</b>	<b>1,191,808</b>	<b>1,220,840</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	-9,102	5,868	-34,720	22,598	14,182	-2,020	-6,321	-5,281
Decremento (Incremento) en Inventarios	28,276	-2,070	-5,750	-11,829	-67	1,811	-2,594	-2,277
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	12,147	-3,703	-6,289	-5,759	-10,354	928	85	1,017
Incremento (Decremento) en Proveedores	27,896	-19,803	9,839	8,200	40,811	1,526	-4,534	2,673
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	92,443	96,742	48,840	56,307	91,115	77,506	79,937	82,440
<b>Capital de trabajo</b>	<b>151,659</b>	<b>77,034</b>	<b>11,920</b>	<b>69,517</b>	<b>135,687</b>	<b>79,751</b>	<b>66,573</b>	<b>78,572</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-514,852	-650,028	-862,349	-925,295	-869,419	-995,671	-1,034,895	-1,055,222
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-363,193</b>	<b>-572,994</b>	<b>-850,429</b>	<b>-855,778</b>	<b>-733,732</b>	<b>-915,920</b>	<b>-968,322</b>	<b>-976,651</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>156,566</b>	<b>123,793</b>	<b>138,920</b>	<b>190,116</b>	<b>170,706</b>	<b>201,266</b>	<b>223,485</b>	<b>244,190</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	-20,784	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-213,232	-184,584	-167,014	-197,509	-242,375	-223,985	-243,510	-265,236
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	0	0	2,870	0	0	0
Intereses Cobrados	48,307	42,246	30,352	23,215	24,528	20,171	24,983	16,155
Gastos de exploración	-1,190	-6,343	-4,135	-1,828	-6,717	-2,084	-2,188	-2,298
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-166,115</b>	<b>-148,682</b>	<b>-161,581</b>	<b>-176,122</b>	<b>-221,694</b>	<b>-205,898</b>	<b>-220,715</b>	<b>-251,378</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-9,549</b>	<b>-24,889</b>	<b>-22,661</b>	<b>13,993</b>	<b>-50,988</b>	<b>-4,631</b>	<b>2,770</b>	<b>-7,188</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	133,396	78,251	174,723	357,750	119,338	152,996	155,058	177,346
Financiamientos Bursátiles	26,782	157,631	14,971	20,146	117,609	11,516	11,671	13,349
Amortización de Financiamientos Bancarios	-65,607	-116,810	-131,461	-318,700	-160,204	-80,674	-76,922	-83,172
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-34,000	-80,288	-20,658	-23,163	-30,940	-6,072	-5,790	-6,260
Intereses Pagados y otras partidas	-49,073	-38,723	-33,381	-46,589	-37,132	-80,218	-90,595	-96,340
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>11,497</b>	<b>61</b>	<b>4,193</b>	<b>-10,557</b>	<b>8,670</b>	<b>-2,453</b>	<b>-6,578</b>	<b>4,922</b>
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	467	0	0	0	1,583	0	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>467</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,583</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>11,964</b>	<b>61</b>	<b>4,193</b>	<b>-10,557</b>	<b>10,253</b>	<b>-2,453</b>	<b>-6,578</b>	<b>4,922</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>2,415</b>	<b>-24,828</b>	<b>-18,468</b>	<b>3,436</b>	<b>-40,735</b>	<b>-7,084</b>	<b>-3,807</b>	<b>-2,267</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-1,536	-1,345	2,248	822	2,246	7,487	3,918	3,189
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	158,881	159,760	131,196	114,977	119,235	113,780	114,183	114,294
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>159,760</b>	<b>133,587</b>	<b>114,977</b>	<b>119,235</b>	<b>80,746</b>	<b>114,183</b>	<b>114,294</b>	<b>115,217</b>
Capex de Mantenimiento	213,232	184,584	167,014	197,509	208,124	223,985	243,510	265,236
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>-58,202</b>	<b>-62,137</b>	<b>-25,846</b>	<b>-6,571</b>	<b>-6,481</b>	<b>-15,231</b>	<b>-16,106</b>	<b>-17,856</b>
Amortización de Deuda	99,607	197,098	152,119	341,864	191,144	86,747	82,712	89,433
Amortización de Deuda Final	99,607	197,098	152,119	341,864	191,144	86,747	82,712	89,433
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)**	33,806	34,432	36,944	51,846	39,304	62,157	67,722	82,296
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>133,414</b>	<b>231,530</b>	<b>189,063</b>	<b>393,710</b>	<b>230,448</b>	<b>148,903</b>	<b>150,435</b>	<b>171,728</b>
<b>DSCR</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.10</b>
Caja Inicial Disponible	114,224	159,760	133,587	114,977	119,235	113,780	114,183	114,294
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>0.42</b>	<b>0.42</b>	<b>0.57</b>	<b>0.28</b>	<b>0.49</b>	<b>0.66</b>	<b>0.65</b>	<b>0.56</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>-8.11</b>	<b>-8.55</b>	<b>-25.85</b>	<b>-101.59</b>	<b>-117.34</b>	<b>-53.26</b>	<b>-53.57</b>	<b>-54.06</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>0.93</b>	<b>0.83</b>	<b>0.84</b>	<b>0.80</b>	<b>0.94</b>	<b>0.92</b>	<b>0.91</b>	<b>0.98</b>

Fuente: HR Ratings basado en reportes de la empresa

\* Estados Financieros Auditados por un tercero conforme a NIF. \*\*Acumulado al Tercer Trimestre (3T).

## Anexos - Escenario Estrés

<b>PEMEX (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>1,332,037</b>	<b>1,395,197</b>	<b>1,981,374</b>	<b>2,024,183</b>	<b>2,041,052</b>	<b>2,144,383</b>	<b>2,207,803</b>	<b>2,284,938</b>
<b>Activo Circulante</b>	349,697	315,911	330,520	318,142	263,230	309,320	290,710	276,767
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	159,760	133,587	114,977	119,235	80,746	104,493	83,117	64,483
Cuentas por cobrar a Clientes	75,870	73,254	108,534	94,073	80,559	112,623	114,115	117,422
Otras Cuentas por Cobrar (Neto)	50,885	47,634	47,073	38,936	38,269	25,470	24,961	24,462
Inventarios	36,903	40,519	45,018	56,848	56,915	53,669	54,688	56,904
Otros Activos Circulantes	26,278	20,917	14,918	9,050	6,742	13,064	13,829	13,496
<b>Activos no-Circulantes</b>	982,341	1,079,286	1,650,854	1,706,041	1,777,822	1,835,063	1,917,093	2,008,172
Inversiones en Subsid. N.C.	9,762	11,116	12,937	14,546	16,279	14,769	15,291	15,814
Otras Inversiones	0	0	27,389	18,477	25,430	16,092	15,771	15,613
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	967,592	1,061,388	1,592,425	1,658,734	1,721,926	1,789,386	1,872,628	1,970,005
Impuestos Diferidos	0	0	1,420	1,936	704	1,807	1,743	1,775
Otros Activos	4,987	6,782	16,684	12,348	13,483	13,008	11,660	4,966
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,398,877</b>	<b>1,506,499</b>	<b>1,878,197</b>	<b>2,295,249</b>	<b>2,226,370</b>	<b>2,577,589</b>	<b>2,705,684</b>	<b>2,895,479</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	242,960	207,254	253,445	235,804	254,637	193,189	195,191	165,618
Pasivo con Costo	102,600	89,555	110,497	114,241	90,504	88,387	94,860	68,761
Proveedores	63,278	43,474	53,313	61,513	102,324	51,753	50,781	50,807
Impuestos por Pagar	48,453	52,566	65,770	43,981	41,325	32,481	28,481	24,481
Otros sin Costo	28,629	21,659	23,864	16,068	20,484	20,568	21,068	21,568
<b>Pasivos no-Circulantes</b>	<b>1,155,916</b>	<b>1,299,245</b>	<b>1,624,752</b>	<b>2,059,445</b>	<b>1,971,733</b>	<b>2,384,399</b>	<b>2,510,493</b>	<b>2,729,861</b>
Pasivo con Costo	529,258	575,171	672,657	672,618	750,734	837,806	879,127	1,011,220
Impuestos Diferidos	6,933	7,216	28,482	28,138	25,175	27,565	28,194	28,813
Reserva para Créditos diversos y otros	43,524	55,493	61,534	70,149	76,615	70,833	71,542	72,257
Reserva Beneficio a Empleados y Provisiones	576,201	661,365	862,079	1,288,541	1,119,208	1,448,194	1,531,631	1,617,570
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>-66,840</b>	<b>-111,302</b>	<b>103,177</b>	<b>-271,066</b>	<b>-185,319</b>	<b>-433,206</b>	<b>-497,881</b>	<b>-610,540</b>
<b>Minoritario</b>	0	0	999	698	504	-282	-533	-813
<b>Mayoritario</b>	<b>-66,840</b>	<b>-111,302</b>	<b>102,178</b>	<b>-271,764</b>	<b>-185,823</b>	<b>-432,924</b>	<b>-497,348</b>	<b>-609,727</b>
Capital Contribuido	277,340	286,171	228,335	228,335	229,919	228,335	228,335	228,335
Utilidades Acumuladas	-249,809	-350,946	-19,215	-502,700	-246,650	-557,365	-596,697	-696,646
Utilidad del Ejercicio	-94,370	-46,527	-106,942	2,601	-169,092	-103,895	-128,986	-141,417
<b>Deuda</b>	631,859	664,725	783,155	786,859	841,238	926,194	973,987	1,079,982
<b>Deuda Neta</b>	472,099	531,138	668,178	667,624	760,492	821,701	890,870	1,015,499
Días Cuenta por Cobrar Clientes	16	27	25	22	23	26	26	26
Días Inventario	27	27	24	29	26	28	28	28
Días por Pagar Proveedores	46	29	29	31	33	27	26	25
Tipo de Cambio Estimado Cierre de Año	13.06	12.36	13.98	13.01	13.08	12.73	12.89	13.06

Fuente: HR Ratings en base a información reportada por Pemex.

\* Estados Financieros Auditados por un tercero conforme a NIIF.

**PEMEX (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)**

	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>Ventas Netas</b>	<b>1,089,921</b>	<b>1,282,064</b>	<b>1,558,454</b>	<b>1,646,912</b>	<b>1,608,202</b>	<b>1,537,188</b>	<b>1,562,561</b>	<b>1,610,782</b>
En el país	596,370	683,853	779,198	867,037	910,188	925,662	946,736	971,455
De exportación	488,260	592,908	772,965	772,699	687,675	603,268	607,403	630,737
Ingresos por servicios	5,292	5,303	6,291	7,176	10,339	8,257	8,422	8,591
Costo de lo vendido (efectivo)	491,641	544,521	664,134	706,007	680,672	680,206	695,340	724,852
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	598,280	737,543	894,320	940,905	927,531	856,982	867,221	885,930
Gastos Generales	92,820	94,605	94,748	104,047	115,943	116,880	124,376	130,552
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>505,460</b>	<b>642,938</b>	<b>799,572</b>	<b>836,858</b>	<b>811,587</b>	<b>740,102</b>	<b>742,845</b>	<b>755,378</b>
Depreciación y Amortización	76,891	96,482	127,380	140,538	148,147	153,869	160,273	167,867
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos</b>	<b>428,569</b>	<b>546,457</b>	<b>672,191</b>	<b>696,320</b>	<b>663,440</b>	<b>586,233</b>	<b>582,572</b>	<b>587,511</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	39,769	71,586	189,120	209,019	64,536	145,705	186,752	190,865
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>468,338</b>	<b>618,042</b>	<b>861,311</b>	<b>905,339</b>	<b>727,976</b>	<b>731,938</b>	<b>769,324</b>	<b>778,376</b>
Ingresos por Intereses	48,307	42,245	30,352	23,215	24,528	14,007	12,771	10,192
Intereses Pagados	78,300	74,382	63,004	72,951	54,067	83,484	95,683	102,558
Ingreso Financiero Neto	-29,992	-32,137	-32,652	-49,736	-29,539	-69,477	-82,912	-92,366
Resultado Cambiario	14,685	20,167	-60,143	44,846	-3,948	-1,452	-1,564	-8,089
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>-15,308</b>	<b>-11,969</b>	<b>-92,795</b>	<b>-4,891</b>	<b>-33,487</b>	<b>-70,928</b>	<b>-84,477</b>	<b>-100,456</b>
Participación en Subsid. no Consolidadas	-767	1,541	-811	4,798	1,451	522	522	522
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>452,263</b>	<b>607,613</b>	<b>767,705</b>	<b>905,246</b>	<b>695,939</b>	<b>661,532</b>	<b>685,370</b>	<b>678,443</b>
Impuestos y Derechos	546,633	654,141	874,647	902,646	865,032	765,427	814,356	819,859
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>-94,370</b>	<b>-46,527</b>	<b>-106,942</b>	<b>2,601</b>	<b>-169,092</b>	<b>-103,895</b>	<b>-128,986</b>	<b>-141,417</b>
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	-210	-233	-193	-200	-251	-280
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>-94,370</b>	<b>-46,527</b>	<b>-106,732</b>	<b>2,833</b>	<b>-168,900</b>	<b>-103,695</b>	<b>-128,735</b>	<b>-141,136</b>
Cambio en Ventas (%)	-17.93	17.63	21.56	5.68	-2.35	-4.42	1.65	3.09
Margen Bruto	54.89	57.53	57.39	57.13	57.67	55.75	55.50	55.00
Margen EBITDA	46.38	50.15	51.31	50.81	50.47	48.15	47.54	46.90
Impuestos Causadas a Util. Antes de	120.87	107.66	113.93	99.71	120.00	115.61	118.73	120.75
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.21	1.27	1.33	1.02	0.98	0.88	0.86	0.84
Retorno sobre Capital Empleado (%)	53.91	63.38	66.04	48.54	58.05	48.00	46.11	44.69
Tasa Pasiva	13.0%	12.0%	9.7%	9.8%	9.6%	9.8%	10.4%	10.3%
Tasa Activa	32.1%	31.9%	25.1%	19.9%	15.8%	13.6%	13.8%	14.5%
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>82,113</b>	<b>76,677</b>	<b>67,296</b>	<b>75,061</b>	<b>74,712</b>	<b>85,594</b>	<b>97,793</b>	<b>104,668</b>

**Análisis de EBITDA**

IEPS	37,247	73,582	178,862	214,102	94,466	139,333	183,001	188,741
Costo neto de beneficios a empleados (Pensiones)	105,652	114,276	84,108	96,615	115,340	102,848	102,034	102,888
Participación en Subsid. y otros Ingresos / Gastos	1,754	-456	9,447	-286	-28,479	6,894	4,273	2,646
Venta ajustada con IEPS	1,127,168	1,355,647	1,737,316	1,861,015	1,702,668	1,676,521	1,745,562	1,799,523
<b>EBITDA ajustado con IEPS</b>	<b>542,707</b>	<b>716,521</b>	<b>978,434</b>	<b>1,050,961</b>	<b>906,053</b>	<b>879,436</b>	<b>925,846</b>	<b>944,119</b>
EBITDA ajustado por IEPS, Pensiones, Participación en Subsid. y otros Ingresos / Gastos	650,113	830,340	1,071,989	1,147,290	992,914	989,178	1,032,153	1,049,653
Margen EBITDA ajustado con IEPS (%)	49.79	55.89	62.78	63.81	56.34	57.21	59.25	58.61
Margen EBITDA ajustado por IEPS, Participación en Subsid., Pensiones y otros Ingresos / Gastos (%)	59.65	64.77	68.79	69.66	61.74	64.35	66.06	65.16

Fuente: HR Ratings con base en información reportada por Pemex. Proyecciones a partir del 3T13.

\* Estados Financieros Auditados por un tercero conforme a NIF.

Nota: Los costos de venta y gastos operativos mostrados difieren de los reportados por la Empresa porque HR Ratings deduce la depreciación de cada línea en base a sus propios estimados de distribución.



PEMEX (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	2009	2010	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	452,263	607,613	767,705	905,246	695,939	661,532	685,370	678,443
Depreciación y Amortización	76,891	96,482	127,380	140,538	148,147	153,869	160,273	167,867
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	949	3,074	4,685	734	14,699	864	873	882
Pérdida(Reversión) por Deterioro	1,731	9,959	-6,856	0	24,841	1,088	1,132	1,177
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	767	-1,541	811	-4,798	-1,451	-522	-522	-522
Dividendos Cobrados	0	0	-600	-686	-914	-742	-771	-802
Intereses a Favor	-48,307	-42,245	-30,352	-23,215	-24,528	-14,007	-12,771	-10,192
Otras Partidas	15,124	11,619	21,564	21,337	6,979	21,319	21,237	21,203
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	<b>47,156</b>	<b>77,348</b>	<b>116,633</b>	<b>133,910</b>	<b>167,773</b>	<b>161,869</b>	<b>169,450</b>	<b>179,613</b>
Intereses Devengados	49,418	39,704	34,831	45,739	39,304	83,484	95,683	102,558
Fluctuación Cambiaria	-29,078	-27,879	69,417	-40,562	3,313	1,452	1,564	8,089
Otras Partidas	0	0	762	1,560	-1,891	1,258	1,106	1,182
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>20,340</b>	<b>11,825</b>	<b>105,010</b>	<b>6,737</b>	<b>40,726</b>	<b>86,193</b>	<b>98,354</b>	<b>111,829</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>519,758</b>	<b>696,787</b>	<b>989,349</b>	<b>1,045,894</b>	<b>904,438</b>	<b>909,595</b>	<b>953,173</b>	<b>969,885</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	-9,102	5,868	-34,720	22,598	14,182	-10,622	-1,492	-3,306
Decremento (Incremento) en Inventarios	28,276	-2,070	-5,750	-11,829	-67	-3,281	-1,018	-2,217
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	12,147	-3,703	-6,289	-5,759	-10,354	916	66	990
Incremento (Decremento) en Proveedores	27,896	-19,803	9,839	8,200	40,811	-6,388	-971	26
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	92,443	96,742	48,840	56,307	91,115	74,506	79,937	82,440
<b>Capital de trabajo</b>	<b>151,659</b>	<b>77,034</b>	<b>11,920</b>	<b>69,517</b>	<b>135,687</b>	<b>55,131</b>	<b>76,521</b>	<b>77,933</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-514,852	-650,028	-862,349	-925,295	-869,419	-764,821	-813,727	-819,241
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-363,193</b>	<b>-572,994</b>	<b>-850,429</b>	<b>-855,778</b>	<b>-733,732</b>	<b>-709,690</b>	<b>-737,206</b>	<b>-741,308</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>156,566</b>	<b>123,793</b>	<b>138,920</b>	<b>190,116</b>	<b>170,706</b>	<b>199,905</b>	<b>215,967</b>	<b>228,577</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	-20,784	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-213,232	-184,584	-167,014	-197,509	-242,375	-223,985	-243,510	-265,236
Intereses Cobrados	48,307	42,246	30,352	23,215	24,528	14,007	12,771	10,192
Gastos de exploración	-1,190	-6,343	-4,135	-1,828	-6,717	-2,084	-2,188	-2,298
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-166,115</b>	<b>-148,682</b>	<b>-161,581</b>	<b>-176,122</b>	<b>-221,694</b>	<b>-212,062</b>	<b>-232,927</b>	<b>-257,342</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-9,549</b>	<b>-24,889</b>	<b>-22,661</b>	<b>13,993</b>	<b>-50,988</b>	<b>-12,157</b>	<b>-16,960</b>	<b>-28,765</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	133,396	78,251	174,723	357,750	119,338	156,761	156,977	176,291
Financiamientos Bursátiles	26,782	157,631	14,971	20,146	117,609	11,799	11,816	13,269
Amortización de Financiamientos Bancarios	-65,607	-116,810	-131,461	-318,700	-160,204	-85,038	-82,201	-88,221
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-34,000	-80,288	-20,658	-23,163	-30,940	-6,401	-6,187	-6,640
Intereses Pagados y otras partidas	-49,073	-38,723	-33,381	-46,589	-37,132	-83,484	-95,683	-102,558
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>11,964</b>	<b>61</b>	<b>4,193</b>	<b>-10,557</b>	<b>10,253</b>	<b>-6,363</b>	<b>-15,278</b>	<b>-7,859</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>2,415</b>	<b>-24,828</b>	<b>-18,468</b>	<b>3,436</b>	<b>-40,735</b>	<b>-18,519</b>	<b>-32,238</b>	<b>-36,624</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-1,536	-1,345	2,248	822	2,246	10,272	10,863	17,990
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	158,881	159,760	131,196	114,977	119,235	112,740	104,493	83,117
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>159,760</b>	<b>133,587</b>	<b>114,977</b>	<b>119,235</b>	<b>80,746</b>	<b>104,493</b>	<b>83,117</b>	<b>64,483</b>
Capex de Mantenimiento	213,232	184,584	167,014	197,509	208,124	223,985	243,510	265,236
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>-58,202</b>	<b>-62,137</b>	<b>-25,846</b>	<b>-6,571</b>	<b>-6,481</b>	<b>-13,808</b>	<b>-16,680</b>	<b>-18,669</b>
Amortización de Deuda	99,607	197,098	152,119	341,864	191,144	91,439	88,388	94,861
Amortización de Deuda Final	99,607	197,098	152,119	341,864	191,144	91,439	88,388	94,861
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	33,806	34,432	36,944	51,846	39,304	71,587	85,022	94,476
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>133,414</b>	<b>231,530</b>	<b>189,063</b>	<b>393,710</b>	<b>230,448</b>	<b>163,025</b>	<b>173,410</b>	<b>189,337</b>
<b>DSCR</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
Caja Inicial Disponible	114,224	159,760	133,587	114,977	119,235	112,740	104,493	83,117
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>0.42</b>	<b>0.42</b>	<b>0.57</b>	<b>0.28</b>	<b>0.49</b>	<b>0.61</b>	<b>0.51</b>	<b>0.34</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>-8.11</b>	<b>-8.55</b>	<b>-25.85</b>	<b>-101.59</b>	<b>-117.34</b>	<b>-59.51</b>	<b>-53.41</b>	<b>-54.39</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>0.93</b>	<b>0.83</b>	<b>0.84</b>	<b>0.80</b>	<b>0.94</b>	<b>1.11</b>	<b>1.20</b>	<b>1.34</b>

Fuente: HR Ratings basado en reportes de la empresa

\* Estados Financieros Auditados por un tercero conforme a NIF.



# Certificados Bursátiles de Largo Plazo

PEMEX 12

Comunicado de Prensa

## HR AAA

---

### Contactos

José Luis Cano  
Director Corporativos / ABS  
E-mail: [joseluis.cano@hrratings.com](mailto:joseluis.cano@hrratings.com)

Mariela Moreno  
Analista  
E-mail: [mariela.moreno@hrratings.com](mailto:mariela.moreno@hrratings.com)

Felix Boni  
Director General de Análisis  
E-mail: [felix.boni@hrratings.com](mailto:felix.boni@hrratings.com)

C+ (52-55) 1500 3130



## HR Ratings Alta Dirección

### Dirección General

#### Presidente y Director General

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General Adjunto

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Director General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

#### Director General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Finanzas Públicas/ABS

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

#### Instituciones Financieras/ABS

Pedro Latapí +52 55 1253 6532  
pedro.latapi@hrratings.com

Roberto Ballinez

+52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@hrratings.com

#### Deuda Corporativa

Luis Quintero +52 55 1500 3146  
luis.quintero@hrratings.com

#### Deuda Corporativa/ABS

José Luis Cano +52 55 1500 0763  
jose Luis.cano@hrratings.com

#### Infraestructura/ABS

Paulina Ducoing +52 55 1500 0768  
paulina.ducoing@hrratings.com

### Regulación

#### Director General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309  
rogelio.arguelles@hrratings.com

#### Directora General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761  
claudia.ramirez@hrratings.com

### Negocios

Salvador Salazar +52 55 1253 6530  
salvador.salazar@hrratings.com

Jorge B. González +52 55 1253 6547  
jorge.gonzalez@hrratings.com

Carlos Frías +52 55 1500 3134  
carlos.frias@hrratings.com

### Administración

Ximena Lara +52 55 1500 3138  
ximena.lara@hrratings.com

Paseo de los Tamarindos 400-A, Piso 26, Col. Bosque de Las Lomas, CP 05120, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130



# Certificados Bursátiles de Largo Plazo

PEMEX 12

Comunicado de Prensa

## HR AAA

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

**Metodología de Calificación para Empresas Industriales, de Comercio y Servicio, Abril 2008.  
Criterios Generales Metodológicos, Septiembre 2011.**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)

### Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	HR AAA / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	27 de septiembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T09 al 4T13
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera reportada por Pemex, Instituto Nacional de Geografía Estadística (INEGI), Sistema de Información Energética (SIE), Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.*

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora.

Las calificaciones y/u opiniones otorgadas o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).