

Fecha de Publicación: 13 de mayo de 2008

## Fundamento de la Calificación

# Petróleos Mexicanos (PEMEX)

Contactos: José Coballasi, México (52) 55-5081-4414, [jose\\_coballasi@standardandpoors.com](mailto:jose_coballasi@standardandpoors.com)  
Enrique Gómez Tagle, CFA, México (52) 55-5081-4407, [enrique\\_gomeztagle@standardandpoors.com](mailto:enrique_gomeztagle@standardandpoors.com)

### Calificaciones:

Escales Global	Moneda Extranjera BBB+/Estable
	Moneda Local A-/Estable
Escales Nacional (CaVal)	mxAAA/Estable/mxA-1+

### Fundamento

Las calificaciones de Petróleos Mexicanos (PEMEX) reflejan el respaldo significativo de México (Moneda Extranjera: BBB+/Estable/A-2; Moneda Local: A+/Estable/A-1; Escales Nacional –CaVal: mxAAA/Estable/--), la extensa base de reservas de petróleo y gas del país, su condición de monopolio en el amplio mercado de petróleo y gas de México, y su rol central en el sector de energía de México.

Sin embargo, la calificación global en moneda local de PEMEX está dos posiciones abajo de la calificación soberana de México. Lo anterior refleja el perfil financiero altamente apalancado de PEMEX y la comparación desfavorable de su tasa de sustitución de reservas en relación con la de otros emisores con grado de inversión. Los indicadores financieros después de impuestos de la compañía son muy débiles para su categoría de calificación debido al monto elevado de obligaciones por pensiones sin reservas y a la alta captación por parte del gobierno, lo que ha provocado que PEMEX financie con deuda la mayoría de su programa de inversión durante varios años.

Las calificaciones de PEMEX y México están vinculadas debido a la propiedad del gobierno sobre la petrolera, la importancia de PEMEX para la economía mexicana; la fuerte dependencia del gobierno de los ingresos petroleros; y la considerable vigilancia gubernamental sobre la empresa, particularmente respecto a todos los aspectos fiscales de su administración.

PEMEX contribuye con alrededor de 40% de los ingresos del sector público de México a través de impuestos y dividendos; el crudo y sus derivados representan aproximadamente 15% de las exportaciones totales ajustadas (netas de las importaciones de maquiladoras) del país. Standard & Poor's considera que la importancia de PEMEX como una fuente de ingresos fiscales, de ingresos por exportaciones, y como un vehículo de financiamiento, constituye un fuerte incentivo económico para que México respalde al emisor durante periodos de estrés financiero.

PEMEX disfruta de una posición de negocios satisfactoria. Esta posición está apoyada por las extensas reservas probadas desarrolladas y no desarrolladas de petróleo crudo y gas de México que totalizan aproximadamente 14,717 millones de barriles de petróleo crudo equivalente (determinadas de conformidad con la Regla 40[a] de la Regulación S-X de la Ley de Valores de 1933 que es el estándar de la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) al 31 de diciembre de 2007), así como por la condición de PEMEX de monopolio protegido por la Constitución en la mayoría de los aspectos del gran mercado mexicano de petróleo y gas, incluyendo exploración, producción, refinación, comercialización y algunos productos petroquímicos. Sin embargo, la volatilidad en los precios del petróleo y la interferencia por parte del gobierno (incluyendo las elevadas transferencias de recursos que han limitado un nivel adecuado de inversiones de la compañía) representan los riesgos principales del negocio.

A pesar de que la compañía ha hecho inversiones significativas durante los últimos seis años, la propiedad paraestatal ha dado como resultado una fuerte carga tributaria que ha limitado la capacidad del emisor de aumentar su programa de inversión. Lo anterior ha conducido a un débil índice de sustitución de reservas, otras ineficiencias operativas e indicadores financieros después de impuestos que se comparan desfavorablemente con los de otros emisores dentro del sector de petróleo y gas calificados en la categoría de grado de inversión. Consideramos que el aumento en las obligaciones financieras de PEMEX ha incrementado su exposición a la volatilidad de los precios del petróleo, lo que podría aumentar el debilitamiento de sus indicadores financieros después de impuestos, así como reducir la liquidez en una situación de menores precios de crudo.

La fuerte generación de EBITDA de PEMEX (alrededor de US\$60,500 millones en 2007) refleja su extensa base de reservas probadas, sus costos competitivos de extracción y su proximidad con el mercado de Estados Unidos. Por lo tanto, las operaciones de la compañía son rentables bajo la mayoría de los escenarios de precios, aunque un alto porcentaje de crudo pesado en la mezcla de producción puede exacerbar la contracción de los márgenes durante periodos de precios deprimidos. Al cierre de 2007, la empresa registró índices de fondos de operaciones (FFO) a deuda total, cobertura de intereses por EBITDA y de deuda total/EBITDA de 11.7%, 11.9x y 1.7x, respectivamente. Los índices anteriores consideran las obligaciones por pensiones del emisor (alrededor de US\$48,000 millones) como obligaciones tipo deuda.

Durante los últimos dos años, PEMEX ha registrado flujos de efectivo después de impuestos más razonables. Esto ha sido resultado del uso de un subrogado de los ingresos operativos de sus operaciones de exploración y producción (E&P) para determinar sus impuestos, aunado a la capacidad del emisor de acreditar los impuestos negativos indirectos (que surgen cuando los precios de referencia de la gasolina exceden los precios al público en México) contra otros impuestos. No obstante, prevemos que los impuestos gravados a PEMEX seguirán siendo una carga importante sobre sus finanzas. Como resultado, esperamos que el desempeño financiero después de impuestos se mantenga débil para el nivel de las calificaciones, como lo evidencia el índice de fondos de operaciones a deuda total mencionado arriba. La ausencia de los cambios necesarios para moderar la tasa de crecimiento de los pasivos por pensiones sin reservas del emisor hace improbable mejoras significativas en los indicadores financieros de PEMEX.

Los resultados de la reforma energética propuesta por el gobierno a principios de abril de 2008 y sus efectos sobre PEMEX aún son inciertos. Cinco propuestas se presentaron en el Congreso. Las reformas incluyen cambios importantes al marco legal bajo el cual opera PEMEX, que buscan incrementar la transparencia, la autonomía administrativa de la empresa y mejorar la rendición de cuentas. El paquete también incluye propuestas para celebrar contratos con el sector privado para la construcción y operación de refinerías, instalaciones de almacenamiento y ductos. Sin embargo, el gobierno aún no ha enviado una sexta iniciativa de ley con su propuesta de reforma para el régimen fiscal de PEMEX. Además, la oposición en el Congreso ha sido intensa, y el periodo de discusiones se extendió para permitir un "debate nacional" sobre la reforma energética. En nuestra opinión, la discusión continuará hasta el siguiente periodo legislativo de septiembre a diciembre de 2008.

### **Liquidez**

La liquidez de PEMEX es adecuada y está apoyada por sus altos balances de efectivo y su amplio acceso al financiamiento bancario y a los mercados de capitales nacionales e internacionales. A diciembre de 2007, la empresa reportó una posición de efectivo y equivalentes por alrededor de US\$15,918 millones, que se compara favorablemente con una deuda de corto plazo de US\$6,550 millones. La compañía también cuenta con una línea de crédito revolviente comprometida por US\$2,500 millones (actualmente PEMEX ha dispuesto del 100% de los recursos de esta línea). Aunque en 2007 y 2006 fue positivo, la empresa regularmente registra flujo de efectivo operativo libre negativo debido a los altos gastos de inversión en proporción con los fondos de operaciones, una cifra que se agota por los altos impuestos que toma el gobierno, lo que nos lleva a la conclusión de que PEMEX continuará requiriendo financiamiento externo para sustentar su programa de inversión. De ser necesario, la vida de la reserva de petróleo y gas probada de PEMEX de alrededor de 9.2 años provee flexibilidad para diferir brevemente la inversión en exploración durante periodos de precios deprimidos sin causar un impacto inmediato en las tasas de producción. El presupuesto de inversión de PEMEX sumará alrededor de US\$19,400 millones durante 2008.

La compañía ya ha recibido aprobaciones para financiar parte de sus gastos de inversión con sus propios recursos. Lo anterior podría implicar el uso de una parte importante de su caja, que deberá ser contrarrestado mediante los esfuerzos del emisor para extender la duración de su deuda.

### **Perspectiva**

Estable. La perspectiva estable de las calificaciones en moneda extranjera de PEMEX refleja la correspondiente a la calificación soberana de México. Aún si algunas de las propuestas sobre la reforma energética mencionadas anteriormente son aprobadas, no anticipamos un cambio significativo en los siguientes dos o tres años en la relación de PEMEX con el gobierno federal, o que la participación del gobierno en el sector o en la compañía disminuya significativamente.

La perspectiva estable de la calificación en moneda local refleja nuestras expectativas de que el actual régimen fiscal de PEMEX le dará margen para una mayor retención de efectivo y una reducción en el crecimiento del apalancamiento de deuda en el futuro. Es poco probable que haya un alza en la calificación en moneda local en el mediano plazo. Cualquier mejora en dicha calificación requeriría una combinación de una contribución suficiente de capital por parte del gobierno para permitir un desapalancamiento significativo, una reducción importante del gobierno de la carga tributaria de PEMEX para que el grueso de los gastos de inversión (mantenimiento y expansión) puedan fondearse internamente, una mejora en las operaciones de PEMEX, en particular en la sustitución de reservas, y una reducción de sus crecientes pasivos por pensiones sin reservas. La calificación en moneda local podría bajar si el apalancamiento de la deuda de PEMEX continúa incrementándose significativamente, si los pasivos por pensiones crecen desproporcionadamente, y si no hubiera una mejora en la tendencia de la sustitución de reservas.

Publicado por Standard & Poor's, una División de The McGraw-Hill Companies, Inc. Oficinas Corporativas: 1221 Avenue of the Americas, Nueva York, NY 10020. Oficinas Editoriales: 55 Water Street, Nueva York, NY 10041. Suscripciones: (1) 212-438-7280. Copyright 2008, por The McGraw-Hill Companies, Inc.

Prohibida su reproducción total o parcial, excepto con autorización. Todos los derechos reservados. La información ha sido obtenida por Standard & Poor's de fuentes consideradas confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano y/o mecánico de nuestras fuentes, Standard & Poor's no garantiza la exactitud, adecuación o integralidad de cualquier información, y no se hace responsable por cualesquiera errores, omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información.

*Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services ("Ratings Services") se realizan de manera independiente con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Las calificaciones crediticias de Rating Services solamente son opiniones, y no constituyen declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualesquiera otras decisiones de inversión. Las calificaciones están basadas en información recibida por Ratings Services. Otras divisiones de Standard & Poor's pueden tener información que no está disponible para Ratings Services. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.*

*Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación. Tal compensación es pagada normalmente por los emisores de los títulos o por terceras partes que participan en la consiguiente colocación de los mismos. Sin perjuicio de que Standard & Poor's se reserva el derecho de difundir la calificación, no recibe ningún honorario o comisión por hacerlo, excepto los casos de suscripciones a sus publicaciones. Información adicional sobre nuestros honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*

**The McGraw-Hill Companies**