

Fecha de Publicación: 1 de febrero de 2005

México—Fundamento de la Calificación

Pemex Project Funding Master Trust

Contactos: José Coballasi, Nueva York (1) 212-438-3047, jose_coballasi@standardandpoors.com; Santiago Carniado, México (52) 55-5081-4413, santiago_carniado@standardandpoors.com

Calificaciones
Escala Global
Moneda Extranjera
BBB/Estable

Deuda senior no garantizada
BBB

Fundamento

El 1 de febrero de 2005, Standard & Poor's subió la calificación de riesgo crediticio en moneda extranjera de largo plazo asignada a Petróleos Mexicanos (PEMEX) y al Pemex Project Funding Master Trust a 'BBB' de 'BBB-'. Standard & Poor's también confirmó la calificación crediticia en moneda local de 'A-' asignada a PEMEX. Además, se subieron las calificaciones en moneda extranjera a 'BBB' de 'BBB-' de la deuda senior no garantizada de PEMEX, Pemex Project Funding Master Trust y RepConLux S.A.

Asimismo, se confirmaron las calificaciones de riesgo crediticio en escala nacional de PEMEX de 'mxAAA' y de la deuda senior no garantizada de 'mxAAA' del Fideicomiso F/163. La perspectiva de todas las calificaciones es estable. Las calificaciones de corto plazo de 'mxA-1+' asignadas a los programas de PEMEX y del Fideicomiso F/163 también fueron confirmadas.

Las acciones de calificación se dan tras el alza de las calificaciones soberanas de México en moneda extranjera a 'BBB' de 'BBB-' y en moneda local a 'A' de 'A-', y son consistentes con la opinión de Standard & Poor's de que la importancia de PEMEX para el país constituye un fuerte incentivo económico para que el soberano respalde al emisor durante un periodo de estrés financiero.

No obstante, la separación de las calificaciones en moneda local en la escala global de PEMEX de las de México refleja la preocupación de Standard & Poor's respecto al incremento en el apalancamiento de PEMEX, el débil flujo de efectivo después de impuestos, y un bajo índice de sustitución de reservas, que sin embargo ha mejorado. El mayor apalancamiento del emisor también ha conducido a un aumento en el riesgo derivado de la volatilidad en los precios del petróleo. A pesar de que las preocupaciones antes mencionadas han contribuido a un deterioro en la calidad crediticia de PEMEX, Standard & Poor's considera que el apoyo implícito del soberano es suficiente para confirmar la calificación en moneda local de PEMEX.

La calificación de riesgo crediticio en moneda extranjera asignada al Pemex Project Funding Master Trust refleja la calificación de riesgo crediticio en moneda extranjera de PEMEX.

PEMEX estableció Pemex Project Funding Master Trust como un fideicomiso en Delaware con PEMEX como el único beneficiario. Toda la deuda emitida por Pemex Project Funding Master Trust se beneficia de la garantía irrevocable e incondicional de PEMEX y sus subsidiarias, incluyendo Pemex Exploración y Producción, Pemex-Refinación, y Pemex-Gas y Petroquímica Básica. RepConLux, sociedad anónima incorporada bajo las leyes de Luxemburgo, es un vehículo de financiamiento establecido por PEMEX y sus

notas también se benefician de la garantía irrevocable e incondicional de PEMEX y sus subsidiarias.

Las calificaciones de PEMEX, la compañía mexicana paraestatal de petróleo y gas, y de los Estados Unidos Mexicanos están igualadas debido a la propiedad del gobierno sobre la empresa, la importancia de PEMEX para la economía mexicana, la fuerte dependencia del gobierno respecto de los ingresos derivados del petróleo y la considerable vigilancia gubernamental sobre la empresa, particularmente respecto a todos los aspectos fiscales de su administración. En 2004, PEMEX contribuyó con aproximadamente 40% de los ingresos del sector público de México a través de impuestos y dividendos, y el crudo y sus derivados representan alrededor del 15% de las exportaciones totales ajustadas (netas de las importaciones de maquiladoras). Standard & Poor's considera que la voluntad de PEMEX para cumplir con sus obligaciones financieras es determinada por los Estados Unidos Mexicanos. Standard & Poor's también cree que la importancia de PEMEX como una fuente de ingresos fiscales, recursos de exportaciones, y como un vehículo de financiamiento constituye un fuerte incentivo económico para que México respalde al emisor durante un periodo de estrés financiero. A pesar de que la deuda de PEMEX no está garantizada por el Gobierno Mexicano, Standard & Poor's reconoce que los tenedores de la deuda de PEMEX han recibido un tratamiento *pari passu* en reestructuras anteriores de la deuda externa de México. Además, ciertas notas emitidas por PEMEX contienen cláusulas de acción colectiva que también se incluyen en algunas notas emitidas por el país, lo que indica nuevamente la fuerte relación entre la administración de deuda de los Estados Unidos Mexicanos y PEMEX.

PEMEX disfruta de una posición de negocios superior al promedio, en donde la volatilidad en los precios del petróleo y la interferencia por parte del gobierno (incluyendo la transferencia de recursos que ha limitado las inversiones del emisor) representan los riesgos principales. Esta posición se ve apoyada por las extensas reservas probadas desarrolladas y no desarrolladas de petróleo crudo y gas de México que totalizan aproximadamente 18,900 millones de barriles de petróleo crudo equivalente (boe, si se determinan de conformidad con la Regla 4 -10[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), y por el estatus 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 propiedad paraestatal también ha dado como resultado una fuerte carga tributaria que ha limitado la capacidad del emisor de aumentar su programa de inversión, a pesar de las significativas inversiones hechas durante la presente administración. Como consecuencia, se ha obtenido un débil índice de sustitución de reservas (alrededor de 25% en 2003) y otras ineficiencias operativas que se comparan desfavorablemente con otros emisores dentro del sector de petróleo y gas calificados en la categoría de grado de inversión.

Standard & Poor's considera 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 el caso de precios de crudo más bajos. Sin embargo, los indicadores financieros clave de PEMEX (antes de impuestos) continúan siendo adecuados para su categoría de calificación actual. En los primeros nueve meses de 2004, la empresa registró índices de cobertura de intereses por EBITDA y de deuda

total/EBITDA de 17.9x y 1.0x, respectivamente. Tomando en cuenta las obligaciones contractuales de PEMEX y algunos otros compromisos comerciales, incluyendo US\$25,000 millones en pasivos por pensiones, se estima que el índice de deuda total a EBITDA presentado en 2003 fue de alrededor de 3.0x. La fuerte generación de EBITDA de la compañía (alrededor de US\$30,000 millones para los primeros nueve meses de 2004) refleja sus amplias reservas probadas, sus costos competitivos, y su proximidad al mercado de Estados Unidos. Como resultado, las operaciones de exploración y producción de la empresa son rentables bajo la mayoría de los escenarios de precios, a pesar de que un alto porcentaje de crudo pesado en su mezcla de producción puede agravar la compresión de los márgenes durante periodos de precios deprimidos.

Sin embargo, en vista de que los impuestos de extracción de hidrocarburos y otros impuestos especiales sobre PEMEX generalmente representan alrededor del 60% de sus ingresos (incluyendo el Impuesto Especial Sobre Producción y Servicios --IEPS), el desempeño financiero después de impuestos es débil para la categoría de calificación, como lo evidencia una razón de flujo de operación a deuda total que ha promediado menos de 25% en los últimos tres años. La razón anterior también refleja el aumento en la deuda total de PEMEX entre 1996 y 2004. Durante dicho periodo la deuda total de PEMEX (incluyendo notas a contratistas y la venta de cuentas por cobrar) aumentó de US\$16,000 millones a aproximadamente US\$43,000 millones para financiar sus planes de inversión. Asimismo la empresa enfrentó un pasivo por pensiones, que continúa creciendo, y compromisos PIDIREGAS que sumaban US\$25,000 millones y US\$15,000 millones, respectivamente, al 31 de diciembre de 2003.

Liquidez

La liquidez de PEMEX es adecuada y está apoyada en su amplio acceso al financiamiento bancario y a los mercados nacionales e internacionales de capital y por su generación de flujo de efectivo operativo (alrededor de US\$5,000 millones en 2003). Además, de ser necesario, la vida de la reserva desarrollada de PEMEX de alrededor de 11.75 años provee flexibilidad para diferir brevemente la inversión en exploración durante periodos de depresión de precios sin un impacto inmediato en las tasas de producción. Al 30 de septiembre de 2004, la empresa reportó una posición de efectivo y equivalentes por US\$11,000 millones que se compara favorablemente contra una deuda de corto plazo de US\$5,300 millones. La compañía cuenta con una línea comprometida por US\$1,250 millones y ha establecido dos programas de certificados bursátiles no comprometidos en los mercados de capital mexicanos.

El programa de inversiones de 2005 totaliza unos US\$11,200 millones (incluyendo PIDIREGAS). De este monto, la compañía espera obtener alrededor de US\$8,500 millones mediante créditos; el balance deberá ser fondeado con flujo de efectivo operativo, otras actividades de financiamiento y el reembolso del aprovechamiento para obras de infraestructura en materia de exploración, gas, refinación y petroquímica (alrededor de US\$2,600 millones en 2004.)

Perspectiva

Estable. La perspectiva de las calificaciones en moneda extranjera de PEMEX refleja la correspondiente a la de los Estados Unidos Mexicanos. Standard & Poor's no anticipa un cambio significativo en la relación entre PEMEX y el gobierno federal, ni una reducción en la activa participación del gobierno

dentro del sector y de la propia empresa. La calificación en moneda local de PEMEX podría subir si el gobierno contribuye con capital suficiente para permitir una disminución significativa en el apalancamiento de la empresa, o si el gobierno fuera capaz de reducir fuertemente la carga tributaria de PEMEX, para que el volumen de sus inversiones (de mantenimiento y de expansión) pudiera financiarse con recursos propios. La mejora en las operaciones de PEMEX, particularmente la sustitución de reservas, también sería necesaria para aumentar la calificación en moneda local. Es poco probable que la calificación en moneda local de PEMEX caiga en más de una posición en relación con la del soberano, a menos que el perfil de negocios y financiero de PEMEX se deteriore considerablemente. La perspectiva de la calificación en escala nacional refleja la perspectiva estable de la calificación en la escala global PEMEX en moneda local.

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 2005, 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 integridad de cualquier información, y no se hace responsable por cualesquiera errores, omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información. Las calificaciones son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services se realizan de manera independiente con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Las calificaciones son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno. Las calificaciones están basadas en información recibida por Standard & Poor's Ratings Services. Otras divisiones de Standard & Poor's podrían 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. Standard & Poor's Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación. Tal compensación es pagada normalmente por los emisores de los títulos o por los suscriptores que participan en la consiguiente distribución de los mismos. Los honorarios varían generalmente entre US\$2,000 y más de US\$1,500,000. Aunque Standard & Poor's se reserve el derecho de difundir la calificación, no recibe ningún honorario o comisión por hacerlo, excepto los casos de suscripciones a sus publicaciones.

The McGraw-Hill Companies