

## PEMEX

Por: INVEX Análisis  
[analisis@invex.com](mailto:analisis@invex.com)

### Puntos Relevantes:

### ÍNDICE:

- Los resultados trimestrales de PEMEX se ven apoyados una vez más en forma importante por el alza en el precio de los hidrocarburos.
- Adicionalmente destaca la recuperación en volúmenes de venta en el mercado local partiendo de una base sencilla y con la reactivación económica. En contraste las ventas de exportación fueron menores a las de hace un año.
- Esta podría seguir siendo la tendencia en el segundo semestre del 2021, con elevadas tasas de variación en ingresos y buenos márgenes operativos. Sin embargo, hacia 2022 se haría más evidente la realidad de la empresa sin el apoyo ya de bases sencillas, en especial en lo referente a los precios del petróleo.
- Existen nuevamente partidas que no representan flujo y que impulsan a la utilidad neta, como lo es una importante ganancia en cambios.
- Si bien los resultados a nivel operativo son favorables, los fuertes niveles de inversión derivaron en una generación de flujo (FCFF) negativa que revela que no será suficiente un mayor precio del petróleo para mejorar la situación financiera de la empresa

1. Puntos relevantes
2. Reporte trimestral
3. Mercado de bonos
4. Conclusión

### El reporte trimestral y los resultados operativos.

Tabla 1. Resultados trimestrales (millones de pesos).

	2T-20	2T-21	Var.
Ventas	\$181,693	\$347,436	91%
Costo de ventas	\$153,140	\$245,386	60%
Deterioro (reversa)	\$18,392	\$14,437	-22%
<b>Rendimiento bruto</b>	<b>\$10,161</b>	<b>\$87,613</b>	<b>762%</b>
Gastos admon. Distribución	\$43,147	\$37,516	-13%
<b>Rendimiento operación</b>	<b>-\$29,585</b>	<b>\$52,298</b>	<b>N.A.</b>
Costo financiero, derivados y otros	\$39,753	\$34,640	-13%
Utilidad (pérdida) cambiaria	\$49,545	\$80,200	61.9%
Impuestos, derechos y otros	\$23,625	\$82,128	248%
<b>Rendimiento neto</b>	<b>-\$44,337</b>	<b>\$14,364</b>	<b>-132%</b>

Fuente: INVEX, reportes de la compañía

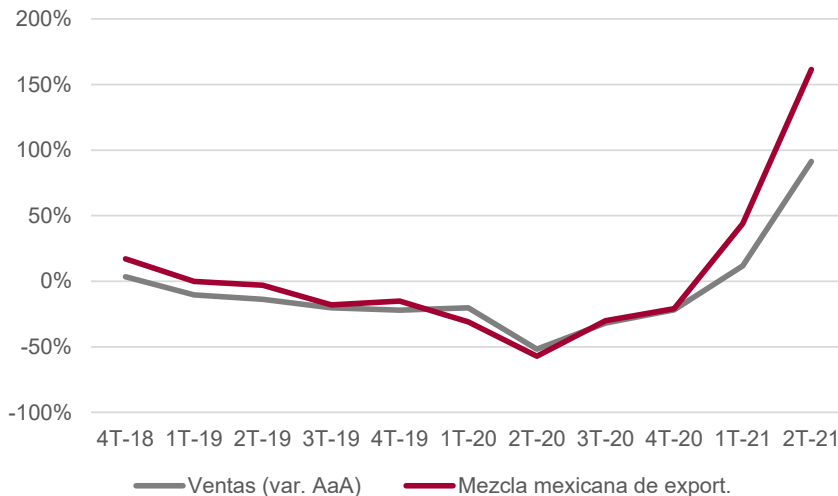
Los ingresos de PEMEX en el 2T-21 crecieron 91.2% (AaA), apoyados por un aumento de 78.1% en las ventas nacionales y de 108.7% en las de exportación. El catalizador de las cifras en la primera mitad del año ha sido el alza en el precio del petróleo, en dicho periodo la mezcla mexicana de exportación registra un alza de 87.8%, mientras que el de la gasolina se incrementó en 57.4 por ciento. Tan sólo en el 2T-21 el movimiento en el precio de la mezcla mexicana fue de 161.5 por ciento.

La dinámica en volúmenes en el mercado local también es favorable, partiendo de una base sencilla que considera las restricciones a la movilidad en el 2020 al inicio de la pandemia. La empresa comparte que el volumen de petrolíferos en el país fue 21.7% mayor a la del mismo periodo del año anterior; (en el 2T-20 había caído (-) 34.7%). En contraste, las ventas de exportación de crudo no logran ganar tracción y se redujeron (-) 8.7% en el trimestre.

## PEMEX

La expectativa está en que hacia delante los precios del petróleo sigan apoyando a los resultados, más allá de los volúmenes de venta. Lo cual seguirá fortaleciendo los resultados, al menos en el corto plazo. De cara a 2022 las variaciones podrían dejar de ser tan elevadas y poner en mayor evidencia las dinámicas en los volúmenes, los niveles de producción y la eficiencia de las operaciones.

**Gráfica 1.** Resultados trimestrales (Var. AaA).



Fuente: INVEX, reportes de la compañía

La producción de hidrocarburos aumentó 3.7% vs. el 2T-20. La producción de crudo y condensados (sin incluir socios) promedió 1,736 miles de barriles diarios, 3.8% más que en el mismo periodo del año anterior, ello debido a la incorporación de producción de los pozos de campos nuevos; además de una base sencilla que considera los acuerdos en la reducción de producción de crudo con la OPEP.

La rentabilidad operativa de la empresa mejoró significativamente en este trimestre, apoyado de la dinámica ya mencionada en precios de hidrocarburos. Se revierten por otro lado algunos factores que eran soporte en trimestres previos y que era evidente dejarían de serlo al reactivarse la movilidad y los mayores volúmenes de venta, tal es el caso de las compras de productos para reventa (+139.1%); así como los impuestos asociados a mayores precios de los hidrocarburos.

El margen bruto pasó a 25.2% en el 2T-21 desde 5.6% del 2T-20; asilando la disminución en el costo por deterioro de activos (la cual no representa un flujo de efectivo) el margen pasó a 29.4% desde 15.7% del mismo periodo del año anterior.

La dinámica en los siguientes trimestres podría mantenerse alineada a lo visto en este periodo, partiendo de la ya mencionada recuperación en los precios del petróleo y un volumen que responda, al menos en la parte local, a una movilidad menos afectada que al inicio de la pandemia a pesar de los nuevos casos de COVID-19 asociados a la variante delta que conllevan nuevamente a restringir en cierta forma la actividad.

Los gastos de administración se redujeron (-) 13.1% apoyados por los movimientos relacionados al plan de beneficios de empleados.

A pesar de la reducción en la tasa del DUC de 58% a 54% a partir de 2021, el total de impuestos y derechos aumentó 247.6% en el 2T-21 vs. el 2T-20, derivado de los mayores precios del petróleo.

## PEMEX

Los buenos resultados a nivel operativo, sumado a una importante ganancia en cambios, permitieron una utilidad neta por Ps\$14 mil millones en comparación con la pérdida de Ps\$44 mil millones del mismo periodo del año anterior.

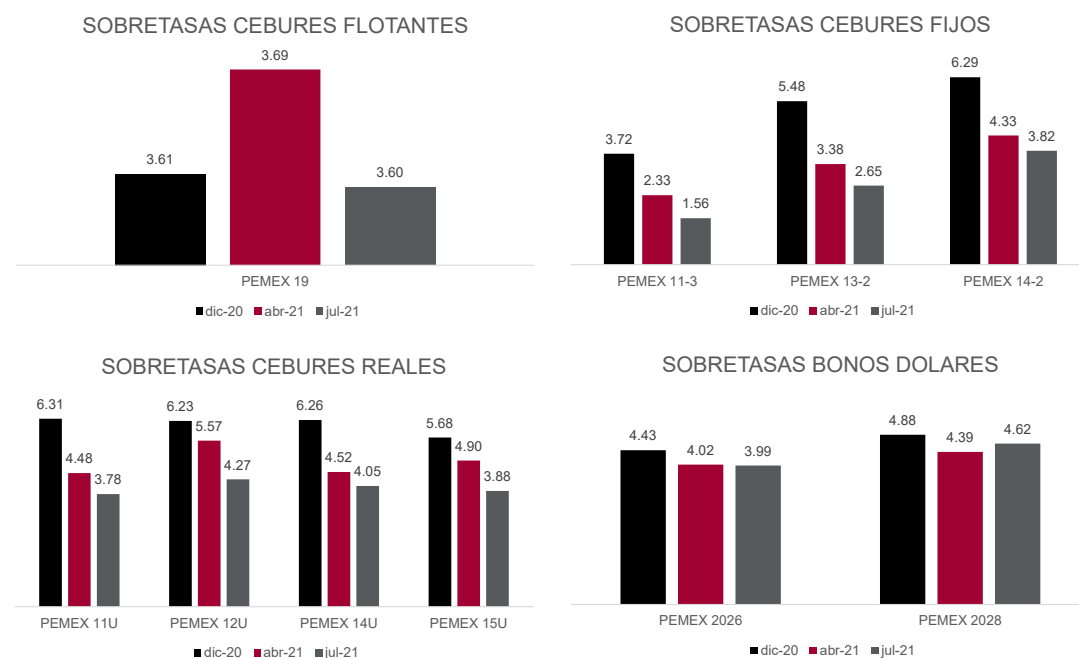
A pesar de ello, se reveló una pérdida neta integral afectada por una pérdida actuarial por el plan de beneficio a empleados por Ps\$8 mil millones, reiteramos el mensaje de tratarse de partidas no monetarias que no inciden en la generación de flujos; pero, sí revelan los retos en el manejo de pasivos laborales. Con el alza en tasas de interés, esta variable podría seguir siendo negativa y presionando el resultado neto integral.

Destaca la generación negativa de flujo de efectivo (FCFF) por Ps\$84 mil millones en el primer semestre del año, lo cual responde a las presiones en las inversiones de capital a pesar de una generación positiva de flujo operativo; lo cual parece una señal de alerta al considerar que los mayores precios del petróleo no son suficientes para mejorar la situación financiera de la empresa ante los requerimientos de inversión que enfrenta. Las aportaciones del gobierno en el periodo se incrementaron 145.7% a Ps\$113 mil millones.

La empresa es enfática al inicio de su reporte respecto a no ser una carga para el Gobierno Federal, sino un contribuidor a las finanzas públicas y que los proyectos que lleva a cabo los genera con recursos propios; con excepción de la construcción de la nueva refinería de Dos Bocas. Sin embargo, las cifras anteriores hacen evidente que no hay una solidez suficiente para soportar las inversiones contempladas actualmente

### Mercado de bonos.

Gráfica 2. Sobretasas CEBURES y bonos



Fuente: PIP (datos en pesos mexicanos) y Bloomberg (datos en dólares norteamericanos).

## PEMEX

Durante los últimos tres meses se observaron disminuciones en las sobretasas de los papeles de PEMEX, aunque se detuvieron con la reducción de calificación por parte de Moody's quien bajó la calificación desde Ba2 a Ba3, y la local desde A2.mx a A3.mx. Los resultados financieros correspondientes al 2T-21, al parecer, no les afectaron tanto.

Todos los Certificados Bursátiles de Petróleos Mexicanos presentaron bajas en sobretasas durante los últimos tres meses. Sin embargo, esta semana, se vieron alzas de 20 puntos base debido a la baja de calificación de un "notch" de Moody's. PEMEX 19 volvió a los mismos niveles de inicio de año, pero se encuentra 9 puntos base por debajo abril del presente año. Los Cebures de PEMEX de tasa fija mostraron bajas de 50 y 77 puntos base en "spread", mientras que los Cebures de tasa real disminuyeron un poco más, entre 50 y 130 puntos base; quizá por el alza de la inflación de los últimos meses. Por su parte, los bonos en dólares tuvieron alzas en "spread" de 20 puntos base.

Continúa la demanda por papeles de PEMEX. Sin embargo, puede detenerse por el movimiento de Moody's y la expectativa de que Standard & Poor's vaya a hacer algún movimiento posteriormente. Los vencimientos de deuda dependen demasiado de aportaciones del Gobierno Federal y de la generación de flujo de efectivo de la empresa.

Adicionalmente, PEMEX publicó un comunicado en donde exige más explicaciones a la entidad calificadora Moody's, dando a entender que no está de acuerdo con la disminución de la calificación.

### Conclusiones.

Los resultados de PEMEX se ven favorecidos por el alza en el precio del petróleo, así como una base sencilla en la demanda de combustibles en el país. Sin embargo, la generación de flujos continúa presionada por los altos niveles de inversión de la empresa, que no pueden ser financiados por completo por la generación interna de recursos. Lo que deja en evidencia que los mayores precios de los hidrocarburos no es suficiente para fortalecer la situación financiera de la empresa.

Si bien los resultados podrían seguir siendo positivos en el resto del año de la mano de la reactivación económica y la dinámica de precios de la industria, parece que de cara a 2022 será más evidente la situación de la empresa en lo relacionado a la producción, venta y eficiencias operativas; una vez que se normalicen los efectos extraordinarios que hoy ayudan en las bases comparativas.

Los bonos en dólares muestran cierto nivel de volatilidad ante el anuncio de Moody's y la publicación de los resultados financieros del 2T21. Sin embargo, no muestran un movimiento tan brusco como en otras ocasiones. Por su parte, los Certificados Bursátiles por baja en calificación tuvieron un incremento de 20 puntos base en sus sobretasas. No se vieron más movimientos por ahora.

*El establecimiento de un precio objetivo no implica una garantía de realización ya que éste pudiera verse influido por factores intrínsecos y extrínsecos que afecten tanto el desempeño de la emisora como el comportamiento del mercado accionario en que cotiza. El desempeño pasado de un instrumento no constituye un indicador de sus resultados en el futuro. Cualquier opinión ó estimación contenida en este reporte constituye el punto de vista de los analistas de INVEX Grupo Financiero S.A. de C.V. a la fecha de publicación y puede estar sujeta a cambios sin necesidad de previo aviso. INVEX, Grupo Financiero no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Este reporte es propiedad de INVEX Grupo Financiero y no puede ser reproducido ó utilizado parcial ó totalmente por ningún medio, ni ser distribuido, citado ó divulgado sin previo consentimiento de la Dirección de Análisis de INVEX Grupo Financiero. INVEX Grupo Financiero, sus subsidiarias, empresas afiliadas, empleados ó las personas relacionadas con ellas, no serán responsables de daños y perjuicios de cualquier tipo que pretendan imputarse por el uso de esta publicación. INVEX Grupo Financiero, busca tener negocios con compañías mencionadas en este reporte. Como resultado, los inversionistas deben tomar en cuenta que la compañía, pudiera tener conflictos de interés que afectan la objetividad de este reporte. El cliente, inversionista o cualquier persona que tenga acceso al presente debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, por lo que el cliente o inversionista deberá procurarse del asesoramiento específico y especializado que considere necesario, por lo tanto, desde este momento liberan de cualquier responsabilidad a INVEX, Casa de Bolsa, S.A. de C.V., INVEX Grupo Financiero, Banco INVEX, S.A. Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero, INVEX, Grupo Financiero S.A. de C.V., sus subsidiarias, empresas afiliadas, directivos, apoderados o personas relacionadas con ellas ya que el presente sólo tiene el carácter de informativo. La información contenida en este reporte proviene de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, es información general, no se considera completa y su precisión no es garantía, ni representa una sugerencia para las decisiones, de los inversionistas, clientes o cualquier persona que tenga acceso al mismo, en materia de inversión, por lo que no puede ser considerado como una recomendación, consejo o sugerencia para los efectos de las Disposiciones de Prácticas de Venta. Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una recomendación, consejo, sugerencia, oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Corresponde al cliente, inversionista o cualquier persona que tenga acceso al presente, verificar si la información contenida en el presente material es razonable para él de acuerdo a su perfil o su cuenta, o bien puede consultar a su asesor, en caso de contar con uno. Reporte para fines meramente informativos, por lo anterior, antes de actuar basados en este reporte, los inversionistas, clientes y/o cualquier persona que tenga acceso al mismo deben considerar si éste se adecua a sus objetivos, situación financiera y necesidades. Información adicional disponible bajo solicitud.*