

Pemex se fortalece

18 de abril 2016

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@ analisis_fundam

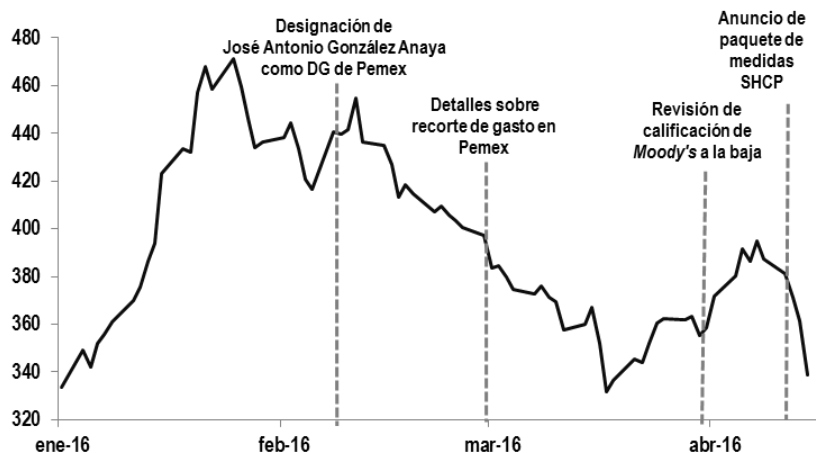
Gabriel Casillas
Director General Adjunto
Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

- La semana pasada, SHCP anunció paquete de medidas para mejorar significativamente el perfil de liquidez de Pemex
- El paquete consistió en tres medidas: (1) Una inyección de capital; (2) el intercambio de un pagaré no negociable que SHCP otorgó a Pemex, a cambio de bonos gubernamentales que podría vender; y (3) una flexibilización del régimen de deducciones fiscales para este año
- En nuestra opinión, este paquete de apoyo permitirá a Pemex a resolver su problema de liquidez de corto plazo
- Hacia delante, consideramos que la administración actual de Pemex tiene el conocimiento, la capacidad y la visión de largo plazo que se requiere para enfrentar los retos estructurales futuros

Problema de liquidez resuelto. La semana pasada, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) anunció un paquete de tres medidas encaminadas a mejorar el perfil de liquidez de Pemex: (1) Una inyección de capital de 26.5 miles de millones de pesos (mmdp); (2) el intercambio de 47 mmdp del pagaré no negociable que SHCP otorgó a Pemex en diciembre del año pasado por concepto de absorción del pasivo laboral, a cambio de bonos gubernamentales que podría vender; y (3) una flexibilización del régimen de deducciones fiscales que podría resultar en ahorros para Pemex de hasta por 50 mmdp. Cabe destacar que tanto la medida (1) como la (2), estarán sustentadas con el remanente de operación que la Junta de Gobierno del Banco de México decidió otorgar al gobierno federal, por lo que no representarán ningún tipo de carga adicional al gasto público. Estas medidas se unen a otras que ya se habían anunciado anteriormente. Cabe destacar que, juzgando por la dinámica de los *Credit-Default Swaps* (CDS) de Pemex, los participantes de los mercados financieros globales han recibido con beneplácito las medidas que se han adoptado, así como las que se anunciaron la semana pasada (véase gráfica a continuación).

CDS de 5 años de Pemex

Puntos base



Fuente: Banorte-ixe con datos de Bloomberg

Documento destinado al público en general

Cambios drásticos en Pemex. El paquete de medidas anunciadas la semana pasada se complementan con las que se anunciaron anteriormente, como el cambio del cuerpo administrativo, así como el programa de reducción de costos y la aprobación de líneas de crédito con la banca de desarrollo mexicana. El 8 de febrero pasado, el Presidente Peña Nieto designó a José Antonio González Anaya como Director General de Pemex. González Anaya –a quien sus amigos se refieren como “Pepe Toño”–, cuenta con una vasta experiencia tanto en el sector público, como en la academia y en el Banco Mundial. Ocupó altos niveles jerárquicos en SHCP (Subsecretario de Ingresos) y el IMSS (Director General), entre muchos otros. Pepe Toño es ingeniero y economista graduado del *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) y obtuvo el grado de Doctor en Economía por parte de la Universidad de *Harvard*. El primer paso que dio González Anaya como Director General de Pemex, en coordinación con SHCP, fue un recorte de gasto equivalente a 100 mmdp. Esta reducción está concentrada en la racionalización de proyectos de inversión, eliminando los que tienen retornos muy bajos o hasta negativos. Asimismo, dándole la importancia que tienen los proveedores y contratistas de Pemex, obtuvo la aprobación de líneas de crédito por 15 mmdp en *Nafin* y *Bancomext*, para hacer frente a pagos atrasados. Todas estas medidas podrían llegar a proveer hasta 238.5 mmdp, como se detalla en el cuadro a continuación.

Paquete de apoyo a perfil de liquidez de Pemex

	Fecha del anuncio:	Monto, miles de mill.	
		Pesos	Dólares
Total*		238.5	13.6
(1) Recorte de gasto	17-feb-16	100.0	5.7
(2) Líneas de crédito con la banca de desarrollo	08-mar-16	15.0	0.9
(3) Intercambio de pagaré relacionado con absorción de pasivo laboral	13-abr-16	47.0	2.7
(4) Inyección de capital	13-abr-16	26.5	1.5
(5) Ahorros por flexibilización de esquema de deducciones fiscales	13-abr-16	50.0	2.8

Fuente: Banorte-Ixe con información de Pemex y SHCP

*Asume que: (a) El recorte de gasto libera recursos; (b) Pemex dispone del 100% de las líneas de crédito de la banca de desarrollo; (c) Pemex vende los bonos gubernamentales que intercambió por el pagaré no negociable; y (d) puede llevar a cabo el 100% de los ahorros que se pueden tener en el marco flexibilizado de deducciones fiscales.

Pemex: Una empresa viable. No hay duda de que Pemex es una empresa solvente. El EBITDA (utilidad antes de impuestos, depreciaciones y amortizaciones) de Pemex ha sido más que suficiente para cubrir todos los costos en los que incurre la empresa por más de 75 años. Esto refleja dos aspectos importantes: (1) Altos márgenes. El año pasado, por ejemplo, el margen como porcentaje del EBITDA fue de poco más de 22%. Un cociente similar al de la mediana de empresas petroleras con calificación crediticia de “A”; y (2) Muy alta carga fiscal, que ha propiciado que la compañía observe un alto cociente de endeudamiento, debido a que para sostener su producción, necesitaba fondear sus proyectos vía deuda al no contar con recursos propios. En este contexto, nosotros anticipamos que los retos hacia delante estarán concentrados en incrementar el valor de la compañía via reducción de costos, decisiones de inversión muy bien pensadas y una carga fiscal menor. Todo esto estaría alineado a obtener un balance general con activos de mayor valor, un menor nivel de deuda y mayor capital.

El fortalecimiento de Pemex. En nuestra opinión, el paquete de apoyo anunciado la semana pasada permitirá a Pemex a resolver su problema de liquidez de corto plazo. Asimismo, el Secretario Videgaray ha sido muy enfático en el apoyo que el gobierno le va a brindar a Pemex, sin vulnerar las finanzas públicas del país. Hacia delante, consideramos que la administración actual de Pemex tiene el conocimiento, la capacidad y la visión de largo plazo que se requiere para enfrentar los retos estructurales futuros y poder beneficiarse en mayor medida de la reforma energética.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiples, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454