



Plano “politicamente” (in)falível

Recorrer ao mercado de capitais requer planos credíveis e eficiência na sua gestão, independentemente do acionista.

23 de julho de 2019 | Nº29

A petrolífera estatal mexicana Pemex é uma peça fundamental para a economia do país. Em 2018, a atividade da empresa representou cerca de 7.2% do seu PIB. A relação da empresa com o estado é, por isso, refletida no seu *rating* – BBB+ – que acompanha o rating da dívida soberana mexicana, embora a própria *Moody's* reconheça que o rating da petrolífera estaria 7 níveis (*notches*) abaixo do atual, caso não se tratasse de uma empresa controlada pelo estado.

Teremos que recuar a 2006 para observar um registo de *free cash flow* positivo e a 2012 para resultado líquido positivo. No final de 2018, a petrolífera contava com US\$105b de dívida líquida (figuras 1 e 2), correspondente a um múltiplo de 4x *EBITDA*.

Dada a volatilidade do preço do crude e aos seus custos de operação, as margens de *EBITDA* têm sido substancialmente afetadas durante os últimos 4 anos, flutuando com as variações no preço da matéria prima (margem de *EBITDA* de 31.5%, em 2018 *vs.* 63.4% em 2012).

Como resultado da diminuição do preço do petróleo entre 2012 e 2018, a Pemex diminui significativamente o investimento, tentando controlar as suas perdas e minimizar o impacto fiscal



Plano “politicamente” (in)falível

para a economia mexicana. Em consequência das contenções no investimento, a produção e a produtividade têm decrescido acentuadamente (figuras 3 e 4).

No passado dia 16 de junho, em linha com o plano nacional de desenvolvimento apresentado pelo Presidente AMLO (Andrés Manuel López Obrador), a empresa apresentou o seu plano de negócio para os próximos anos (2019-2024), centrado em medidas estruturais de natureza financeira e operacional, com o intuito de quebrar as limitações na capacidade de gerar *free cash flow*, os níveis decrescentes de investimento no negócio, e a consequente diminuição de produção e resultados da empresa. Com este plano a empresa procura melhorar o seu perfil e imagem junto dos seus investidores, ao mesmo tempo que trabalha as áreas financeiras, operacionais e comerciais (figura 5).

Em data anterior à apresentação do plano, a agência de *ratings* *Fitch* colocou a empresa no nível BB+, entrando na categoria de *junk*, sendo que a *Moody's* e *S&P* mantêm o rating de *investment grade*, Baa3 e BBB-, respetivamente.

Entretanto, também o Citigroup advertiu que, mediante o plano apresentado, a revisão em baixa do *rating*, tanto da empresa petrolífera, como soberano, é uma questão de tempo. Esta opinião foi sustentada no facto de a redução progressiva do imposto de *Derecho a la Utilidad Compartida* (de 65% em 2019, para 58% em 2020 e 54% em 2021), aliada à injeção de capital de US\$2.4b em 2020, US\$2b em 2021 e US\$1.9b em 2022, serem



Plano “politicamente” (in)falível

insuficientes para fazer face às necessidades anuais de US\$10b a US\$15b.

De facto, a Pemex é a empresa petrolífera com a maior carga creditícia do mundo (dívida atual de cerca de US\$106.5), ao que não ajuda a decisão do governo em congelar os leilões de petróleo. A decisão de construir uma sétima refinaria (investimento de US\$3b) tem também levantado dúvidas quanto à divergência da principal atividade da empresa (extração de petróleo) e analistas recomendam a prioridade para o desinvestimento em ativos *non-core*.

As obrigações da Pemex reagiram com cepticismo quanto à eficácia do plano anunciado, apesar das declarações do Presidente no sentido de dar suporte aos primeiros três anos do plano, de modo a que, no futuro, capacitem a empresa a libertar recursos na atividade da petrolífera de modo a recuperar a sua “habilidade de investimento e contribuir de forma significativa para o desenvolvimento do país” (figura 6).

A próxima divulgação de resultados terá lugar no próximo dia 26 de julho.

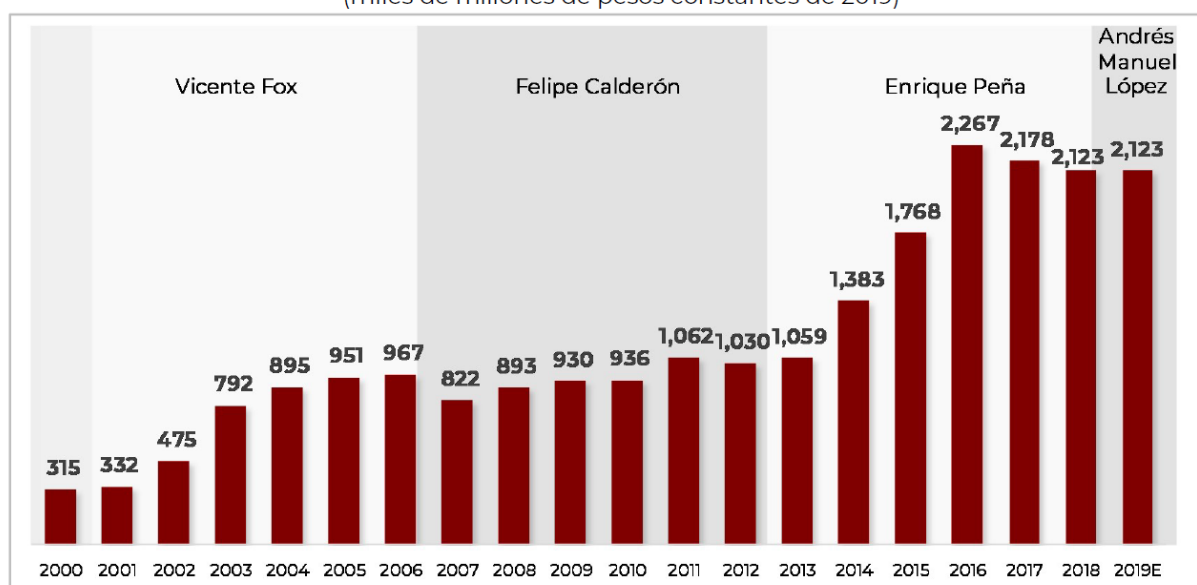
Plano “politicamente” (in)falível

Figuras 1, 2 – Evolução da dívida (1) e endividamento anual líquido (2)

Fonte: Plano de negócios 2019-2023

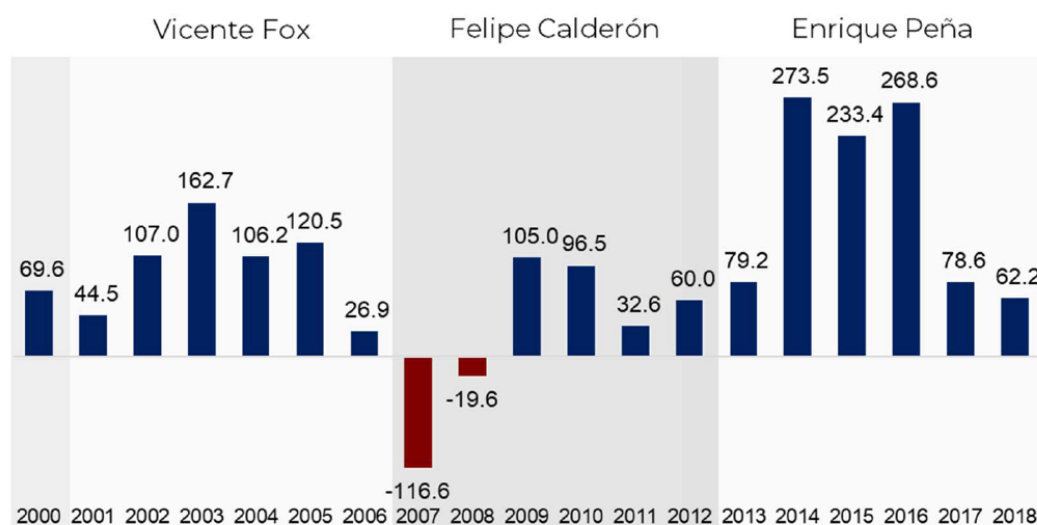
Saldos de la deuda 2000-2019 al 31 de diciembre de cada año

(miles de millones de pesos constantes de 2019)



Endeudamiento neto 2000-2018

(miles de millones de pesos constantes de 2019)



Contratación	189	163	186	262	212	220	80	110	73	250	279	148	167	203	398	418	705	439	532
Amortización	119	119	79	99	106	100	53	226	92	145	183	115	107	124	124	185	437	360	469
End. Neto	70	44	107	163	106	120	27	-117	-20	105	97	33	60	79	274	233	269	79	62

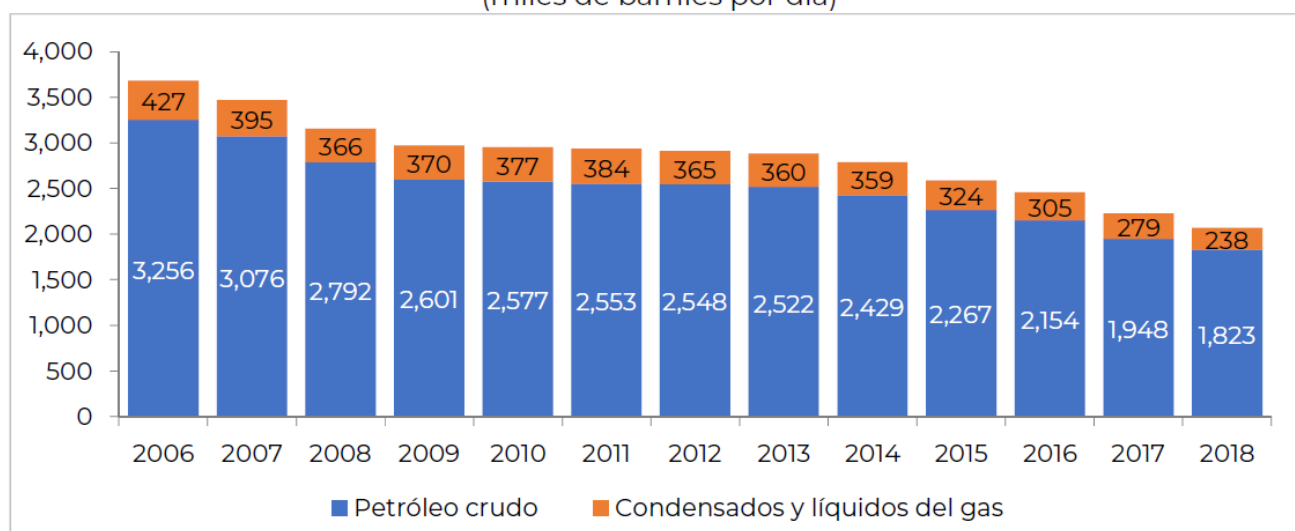
Plano “politicamente” (in)falível

Figuras 3, 4 – Evolução da produção (3), gastos e investimento (4)

Fonte: Plano de negócios 2019-2023

Producción de líquidos

(miles de barriles por día)



Evolución del gasto

(miles de millones de pesos constantes de 2019)



Plano “politicamente” (in)falível

Figura 5 – Aspectos financeiros, operacionais e comerciais identificados

Fonte: Plano de negócios 2019-2023

Aspectos Financieros		
Internos: <ul style="list-style-type: none"> • Alto costo de la deuda • Elevada carga fiscal • Limitada capacidad para generar flujos de efectivo • Caída en la inversión • Altas pérdidas por mercado ilícito de combustibles 	Externos: <ul style="list-style-type: none"> • Alta volatilidad en los precios del crudo por incertidumbre económica mundial y factores geopolíticos • Percepción externa con confianza a la baja • Apoyos del gobierno para aliviar la alta carga tributaria 	Acciones requeridas: <ul style="list-style-type: none"> • Disciplina financiera • Diversificación en la estructura del capital • Renegociación de deuda que reduzca la presión del pago de intereses en el corto plazo • Mayores eficiencias en la asignación del gasto • Fortalecer controles internos • Mayor inversión en exploración • Desarrollo de mecanismos de ejecución de inversiones con privados • Negociar menor carga fiscal

Figura 6 – Evolução do *yield* das obrigações da Pemex com maturidade em 2027 (*benchmark*)

