



**Paulina Villanueva**

[paulina.villanueva@hrratings.com](mailto:paulina.villanueva@hrratings.com)

Asociada Sr. de Análisis Económico  
y Deuda Soberana



**Edgar González**

[edgar.gonzalez@hrratings.com](mailto:edgar.gonzalez@hrratings.com)

Asociado Sr. de Análisis Económico  
y Deuda Soberana



**Ricardo Gallegos**

[ricardo.gallegos@hrratings.com](mailto:ricardo.gallegos@hrratings.com)

Director General Adjunto de Análisis  
Económico



**Felix Boni**

[felix.boni@hrratings.com](mailto:felix.boni@hrratings.com)

Director General de Análisis

## Resultados dictaminados del 2025 reflejan un flujo operativo menos favorable. Datos del 1T26 muestran una mejora parcial, pero persiste debilidad estructural

El desempeño financiero y operativo de Pemex y su relación con el Gobierno Federal es un tema que genera gran interés y discusión pública, aunque muchas veces es complejo de analizar debido a su estructura financiera y operativa. El propósito de este reporte es presentar datos que consideramos relevantes para evaluar tanto su desempeño, como su relación con el Gobierno Federal. La gran mayoría de los datos presentados en este reporte proviene de los Estados Financieros de Pemex, principalmente de su Estado de Flujo de Efectivo y estos datos pueden variar en comparación con los datos presentados por Hacienda en sus reportes sobre el desempeño de las finanzas públicas.

Aunque no es el tema principal de este reporte, quizás un factor importante en el debate es como han caído los ingresos brutos que aporta Pemex al Sector Público Federal. Con base en nuestro análisis del Estado de Flujo de Efectivo de Pemex, los impuestos pagados por Pemex han pasado de representar el 0.97% del PIB en 2021 a únicamente 0.53% en 2025<sup>1</sup> (ver la Figura 1). Pero aún más preocupante, con base de los datos de Hacienda, son los ingresos petroleros del Gobierno Federal que representaban un 5.3% en 2013 y bajaron a 0.7% en 2025. La disminución en esta fuente de ingreso es uno de los factores que ha contribuido a las fuertes presiones fiscales que ahora tiene que afrontar el Gobierno Federal.

Por otro lado, también es relevante señalar que los intereses que paga Pemex han sufrido una reducción importante en los últimos años. En 2021 estos representaban el 0.59% de PIB, mientras que en 2025 se redujeron a 0.42%. En contraste, en el mismo periodo, los intereses pagados por el Gobierno Federal subieron de 1.97% al 3.21% del PIB.

Como se presenta en la Figura 1, de 2021 a 2024 el flujo de efectivo de Pemex -inclusive después de pagar sus actividades de inversión y pagar los intereses sobre su deuda- siempre fue positivo. Sin embargo, es importante señalar que una parte relevante de este flujo positivo estuvo explicada por el incremento en cuentas por pagar y otros pasivos de largo plazo con proveedores. En términos prácticos, Pemex logró preservar liquidez aplazando pagos, lo que elevó este pasivo de 24.8% del costo de ventas en 2021 a 35.3% en 2024. En 2025, esta métrica se volvió negativa por P\$52.0mm.

<sup>1</sup>Incluye DUC, Derecho petrolero del bienestar y otros impuestos.



El resultado negativo de 2025 es preocupante y un análisis de las cifras de 2024 sugiere que esto fue producto de movimientos positivos que difícilmente se mantengan. En 2024 hubo entradas muy fuertes en varias cuentas del capital de trabajo, especialmente en proveedores. Para 2025, el déficit en el flujo después de inversiones e intereses y antes de impuestos se dio a pesar de que el gasto en inversión se redujo considerablemente en comparación con 2024. Eso, en un momento en el cual la producción de crudo siguió bajando y se ve difícil que Pemex vaya a poder aumentar su gasto en inversión para revertir esta tendencia. Parte del Plan México del Gobierno Federal consiste en busca recursos del sector privado para hacer las inversiones que Pemex no puede. Está por verse hasta qué punto el Plan México va a poder encontrar estos recursos.

A pesar de lo relevante que es el tema del fuerte pasivo de los proveedores, Pemex en el 4T25 reporta un pago mínimo para reducir su saldo (P\$2.8mm vs. el pasivo por P\$506mm al cierre de 2024). Sin embargo, hay que reconocer que el saldo sí experimentó una fuerte reducción por P\$437mm al cierre de 2025. Suponemos que parte de esta reducción se puede atribuir a la fuerte depreciación del USD durante 2025 considerando que es significativo el monto del pasivo que está denominado en dólares americanos. Por otro lado, entendemos que hubo, y habrá, montos importantes en el saldo que han sido reestructurados cambiando su naturaleza de pasivos de corto plazo a pasivos de largo plazo, inclusive pasivos que generan intereses. Es posible que estos pasivos reestructurados van a tener que ser incorporados en el cálculo de la deuda de Pemex más adelante.

Un elemento muy importante relacionado con el intento de reducir el saldo de la deuda con proveedores fue el nuevo pasivo por P\$193mm (originalmente reporto por P\$182.4mm) en el 4T25. Originalmente este nuevo pasivo fue contabilizado como parte de las operaciones de Pemex como una “Reserva para créditos diversos”. Como consecuencia, Pemex originalmente reportó que la métrica de Flujo de Efectivo fue por P\$520.4mm, mayor que el monto reportado para 2024 de P\$505.4mm. Sin embargo, con el reporte dictaminado, este pasivo fue contabilizado como parte de la actividad de financiamiento bajo el rubro de “incremento en pasivos contractuales de largo plazo” lo que redujo el Flujo de Efectivo a P\$333.2mm (Ver Figura 1). El resultado fue que en lugar de reportar un Flujo Neto de Efectivo por Operaciones mayor que lo observado en 2024, con los resultados dictaminados terminó siendo casi la mitad.

En lo que refiere a su deuda, y con base en los resultados financieros dictaminados del 4T25, la deuda financiera total registró una importante reducción de P\$447.5 mil millones (mm) en 2025, pasando de un saldo de P\$1,978.8mm (US\$97.6mm) en 2024 a P\$1,531.3mm (US\$85.2mm) en 2025. Sobresale que, en nuestra estimación, el 43.6% (P\$195.2mm) de la reducción de esta deuda se explica por la apreciación del tipo de cambio en la deuda denominada en dólares, y otros ajustes, mientras que el restante 56.4% (P\$252.3mm) se relaciona con el pago (amortizaciones neto de disposiciones) realizado por Pemex por P\$277.8mm.

Adicionalmente, dentro de la partida de actividades de financiamiento se puede observar un nuevo rubro denominado *pasivos contractuales de largo plazo*, en el cual se hace referencia en la nota 17 de los estados financieros consolidados. En 2025, la empresa realizó convenios modificatorios con proveedores y contratistas, en donde las obligaciones de corto plazo fueron sustituidas por nuevas obligaciones con vencimientos de ocho años de pago de principal más intereses. La obligación cambió de una cuenta comercial a una financiera, con implicaciones para el cálculo de la deuda de Pemex.

Es probable que dentro de la contabilidad de Pemex se consideren los *pasivos contractuales de largo plazo* dentro de la deuda financiera total en el momento de que se inicie la amortización de los pasivos a partir de 2027 y con vencimiento a 2033. Por su parte, dentro de la contabilidad de Hacienda y a través de Banobras, se implementó un vehículo financiero para los pasivos de



Pemex con proveedores por un monto de P\$192mm, no obstante, se excluye dentro del balance de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) al cierre de 2025.

En este análisis destacamos que el flujo de efectivo generado no alcanza a cubrir los gastos de inversión (P\$235.5mm) e intereses sobre la deuda (P\$149.9mm) y también demuestra que para poder pagar los impuestos al Gobierno por derecho de utilidad y bienestar (P\$187.3mm), la empresa recurre a las aportaciones del Gobierno Federal (P\$411.5mm), por lo que las transferencias netas finalizaron en un monto de P\$224.4mm en 2025.

**Figura 1. Balance financiero de Pemex – acumulado**

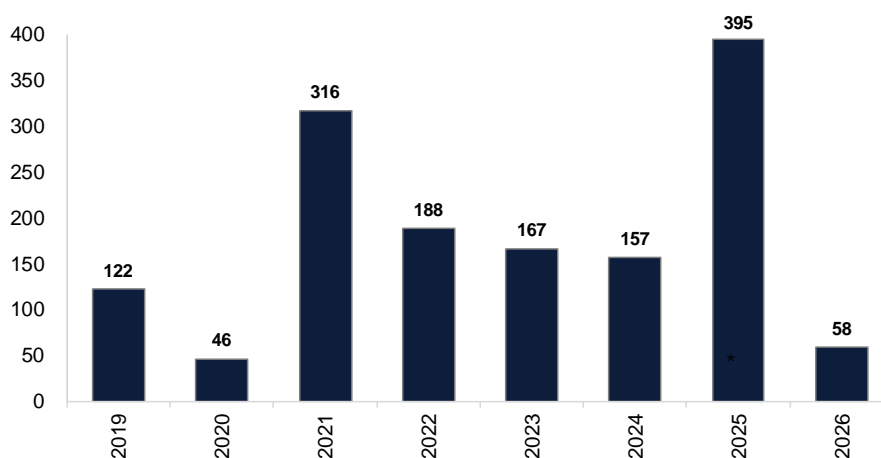
Concepto	2021	Resultados dictaminados			No dictaminado	
		2022	2023	2024	2025	2025
<b>Flujo generado antes de inversiones, intereses e impuestos</b>	<b>437,415</b>	<b>712,674</b>	<b>436,742</b>	<b>505,396</b>	<b>333,179</b>	<b>520,437</b>
Actividades de inversión	-262,236	-372,935	-266,972	-272,319	-235,277	-250,075
Intereses pagados*	-157,257	-153,957	-144,050	-148,381	-149,915	-130,955
<b>Flujo después de inversiones e intereses y antes de impuestos</b>	<b>17,922</b>	<b>185,783</b>	<b>25,720</b>	<b>84,696</b>	<b>-52,013</b>	<b>139,407</b>
Impuestos pagados	-259,448	-366,673	-132,572	-190,918	-187,289	-189,413
Aportaciones del Gobierno federal	339,269	218,762	220,517	189,461	411,492	411,492
<b>Transferencias netas del Gobierno federal a Pemex</b>	<b>79,822</b>	<b>-147,911</b>	<b>87,946</b>	<b>-1,457</b>	<b>224,202</b>	<b>222,079</b>
<b>Subtotal: Flujo generad después de impuestos y aportaciones netas</b>	<b>97,744</b>	<b>37,872</b>	<b>113,665</b>	<b>83,238</b>	<b>172,189</b>	<b>361,486</b>
Disposiciones de Deuda Netas	-71,365	-42,980	-97,454	-92,348	-277,843	-271,292
<b>Flujo después de amortizaciones</b>	<b>26,379</b>	<b>-5,108</b>	<b>16,211</b>	<b>-9,110</b>	<b>-105,654</b>	<b>90,194</b>
Efectos por cambios en el valor del efectivo	10,137	-6,984	-11,879	29,204	-13,570	-16,473
<b>Cambio neto en efectivo</b>	<b>36,517</b>	<b>-12,092</b>	<b>4,333</b>	<b>20,094</b>	<b>-119,224</b>	<b>73,720</b>

Fuente: HR Ratings en base del Estado de Flujo Efectivo de Pemex (cifras en miles de millones de pesos).

\*Actividades de inversión incluyen intereses cobrados

Finalmente, las aportaciones netas del Gobierno Federal en 2025 mostraron el mayor incremento desde que se tiene registro, lo que posiblemente incluye los ingresos por el vehículo financiero denominado notas Pre-Capitalizadas, el cual consideramos que fue utilizado para reducir el saldo de la deuda financiera en 2025. En comparación con 2024, las aportaciones del Gobierno Federal a Pemex aumentaron en P\$238.8mm.

**Figura 2. Aportaciones del Gobierno Federal (acumulado)**



Fuente: HR Ratings con información de Pemex (cifras en miles de millones de pesos).

\*Para 2026 solo se cuentan con las cifras al primer trimestre (1T).



## Resultados al 1T26

Los resultados de Petróleos Mexicanos al 1T26 reflejan una estabilización parcial en los indicadores de liquidez y en el perfil de vencimientos de Pemex, incluyendo el pago a proveedores. Sin embargo, la empresa continúa enfrentando retos estructurales relacionados con la insuficiente generación de flujos operativos, la elevada dependencia de las aportaciones del Gobierno Federal y las presiones asociadas a sus pasivos financieros y contractuales.

Como se puede observar en la Figura 3, si bien la deuda financiera bruta mostró una reducción importante de P\$1,531mm (US\$85.2mm) al cierre del 4T25 a P\$1,428mm (US\$79.0mm) al cierre del 1T26. Entendemos que parte de esta mejora se relaciona con la sustitución de pasivos de corto plazo con proveedores por obligaciones de largo plazo, las cuales actualmente no se reconocen dentro de la deuda financiera reportada por Pemex, sino que se incorporan como pasivos contractuales de largo plazo. Lo anterior, representaría una extensión de obligaciones más que una eliminación definitiva de pasivos. En el 1T26 la deuda con proveedores de corto plazo se redujo en P\$61.6mm.

**Figura 3. Evolución de la Deuda Bruta de Pemex**

	Miles de millones de pesos								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*
Deuda Bruta en Pesos	2,082	1,983	2,259	2,250	2,091	1,794	1,979	1,531	1,428
Deuda Bruta en USD	105.8	105.2	113.2	109.3	107.7	106.0	97.6	85.2	79.0
Cambio en Deuda Bruta en Pesos	44	-99	276	-9	-158	-297	184	-447	-103
Por Financiamiento Neto	59	-17	136	-71	-43	-97	-92	-278	-96
Otros Cambios en Deuda Bruta	-14	-82	139	62	-115	-200	277	-170	-8
Pasivos contractuales de largo plazo**	0	0	0	0	0	0	0	193	250

Fuente: HR Ratings con base del Balance y del Estado de Flujo Efectivo de Pemex.

\*Estimaciones de HR Ratings con base en datos al primer trimestre de 2026 (1T26).

\*\* Estos pasivos de largo plazo no se incluyen en la deuda financiera (deuda bruta).

A su vez, una parte relevante del fortalecimiento financiero continúa dependiendo de las aportaciones del Gobierno Federal. Tan solo en el 1T26, el Gobierno Federal realizó transferencias totales por P\$79.8mm de los cuales P\$58.3mm son aportaciones directas y P\$21.4mm son otras transferencias. Si consideramos las aportaciones netas del Gobierno Federal, es decir impuestos que paga la petrolera menos lo que recibe, el flujo generado después de inversiones y otros pasivos es de apenas P\$20.1mm, el cual resulta insuficiente para hacer frente a la deuda financiera de corto plazo equivalente a P\$234.5mm y a otros pasivos de corto plazo equivalentes a P\$657.9mm.

**Figura 4. Balance Financiero trimestral**

Acumulado al mes de:	Miles de millones de pesos		Variación
	1T25	1T26	a/a
<b>Flujo generado antes de inversiones, intereses e impuestos</b>	<b>53.1</b>	<b>72.6</b>	37%
Actividades de inversión	-83.8	-45.6	-46%
Intereses pagados	-53.7	-41.7	-22%
<b>Flujo después de inversiones e intereses y antes de impuestos</b>	<b>-84.4</b>	<b>-14.7</b>	-83%
Impuestos pagados	-11.5	-45.0	292%
Aportaciones del Gobierno Federal	84.6	79.8	-6%
<b>Transferencias netas del Gobierno Federal a Pemex</b>	<b>73.1</b>	<b>34.8</b>	-52%
<b>Subtotal: Flujo generado después de impuestos y aportaciones neta</b>	<b>-11.3</b>	<b>20.1</b>	-278%
Disposiciones de Deuda Netas	78.8	-95.5	-221%
Incremento en pasivos contractuales de largo plazo	0.0	57.5	n.a.
<b>Flujo después de amortizaciones</b>	<b>67.5</b>	<b>-18.0</b>	-127%
Efectos por cambios en el valor del efectivo	0.2	0.2	24%
<b>Cambio neto en efectivo</b>	<b>67.6</b>	<b>-17.8</b>	-126%

Fuente: HR Ratings con información del Estado de Flujo de Pemex.



Hacia adelante, consideramos que la principal variable para evaluar la sostenibilidad financiera de Pemex será su capacidad para generar flujo de efectivo de manera consistente, lo cual dependerá en gran medida de su desempeño operativo. La continúa caída en la producción limita la capacidad de la empresa para abastecer al Sistema Nacional de Refinación y cubrir la demanda interna de petrolíferos, lo que mantiene elevada la dependencia de importaciones, actualmente en alrededor del 42% del consumo nacional.

Esta situación no solo reduce la capacidad de Pemex para fortalecer su posición financiera, sino que también limita la posibilidad de disminuir su dependencia del apoyo del Gobierno Federal en 2027, como se ha anunciado. No obstante, una continua reducción en los niveles de deuda podría contribuir a disminuir el gasto financiero y liberar recursos para actividades de inversión.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 ("HR Ratings")

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

## Contacto con Medios

[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)

