

28 de Noviembre de 2014

YPF S.A.

El *Resumen Económico* de esta semana lo dedicaremos al balance presentado por YPF S.A. para el tercer trimestre del año. La empresa reportó buenos resultados en sus dos segmentos de negocios (Upstream y Downstream), sólidos ratios financieros y además continúa exhibiendo una tibia pero consistente mejora en los niveles de producción. A pesar de los buenos balances, la cotización (ADR) se ubica muy cerca de los niveles a los cuales arrancó el año. El precio se sitúa muy por encima del piso del 2012 pero bastante lejos de los niveles pre-estatización.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Balances contables y desempeño

La empresa reportó buenos resultados en el tercer trimestre alcanzando los \$3.212 millones, un 127% por encima del mismo periodo del año anterior. En el acumulado del año hasta septiembre, la utilidad neta superó los \$7.619 millones, con un salto interanual del 137%. La utilidad operativa se ubicó en \$18.378 millones (+150% interanual) gracias al crecimiento de las ventas por encima de los costos. Esto se tradujo en un sólido margen operativo del 17,6%, casi 6 puntos por encima del 2013.

La utilidad operativa del segmento Upstream superó los \$10.781 millones en los primeros

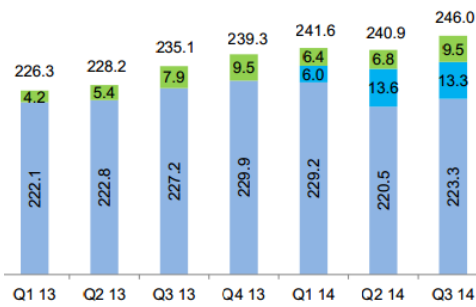
3 trimestres del año (+97,8% interanual). Este segmento concentra la exploración y producción de hidrocarburos y es la fuente de abastecimiento para resto de la cadena de valor de la compañía. Las ventas treparon casi un 70% gracias al incremento de precios del crudo y el gas. En el primer caso, el precio promedio mostró un incremento en dólares del 3,5% anual, mientras que el aumento en el gas alcanzó el 12% anual, también en dólares. Las perspectivas para el precio del gas son alentadoras ya que la producción de YSUR (Apache) todavía debe ingresar en el Programa de Estímulo a la Inyección Excedente, que establece en U\$7,5 el precio del millón de BTU de gas natural nuevo en boca de pozo.

	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014	%
Ingresos Ordinarios	64.819	104.203	61%
Costos de Ventas	-48.386	-74.808	55%
Utilidad Bruta	16.433	29.395	79%
Gastos Operativos	-9.093	-11.017	21%
Utilidad Operativa	7.340	18.378	150%
Resultados Financieros	1.043	3.509	236%
Utilidad Neta antes de Impuestos	8.383	21.887	161%
Utilidad Neta	3.207	7.619	138%
Otros Resultados Integrales	6.370	15.159	138%
Resultado Integral del Periodo	9.571	22.708	137%

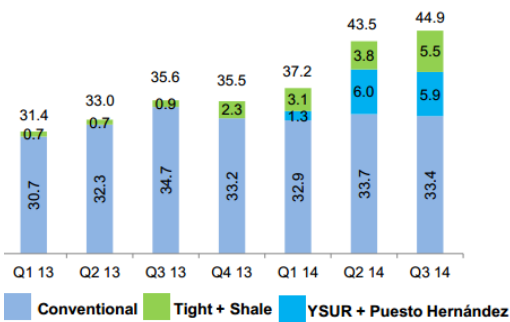
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

La producción de crudo alcanzó los 242,8 mil barriles por día (kbbld), mientras que la de gas fue de 41,9 miles de metros cúbicos diarios (Mm3d). La producción total superó los 553 mil barriles equivalentes por día, un 13,9% por encima del acumulado de los primeros tres trimestres del 2013. Con respecto a Vaca Muerta, se han puesto en producción 40 pozos en el último trimestre, alcanzando un total de casi 270. La producción de gas no convencional ya supera el 12% de la producción total, mientras que la de crudo alcanza el 3,8% de la producción total.

Crude oil production (kbb/d)



Natural gas production (Mm³/d)



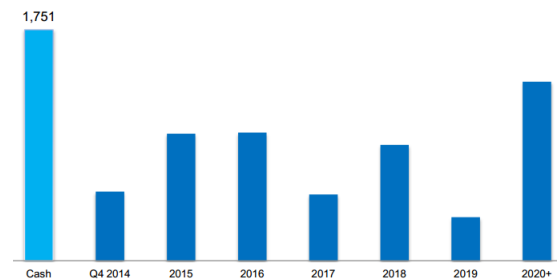
Fuente: Presentación institucional 3Q2014.

Por el lado del segmento Downstream (producción, distribución y comercialización de combustibles, petroquímicos y lubricantes), la utilidad operativa superó los \$9.238 millones en los primeros tres cuartos del año, nada menos que un 133,6% por encima del año anterior. De dicho monto, unos \$505 millones son ingresos extraordinarios del resarcimiento por el incidente de la refinería de La Plata. Las ventas netas del segmento lograron un salto del 58,3% hasta los \$98.396 millones. En lo que va del año, el precio promedio de la nafta fue de U\$755 el metro cubico (+5,7% interanual) y para el gasoil promedio los U\$794 el metro cubico (+1,1% interanual), a lo que hay que agregarle la suba del tipo de cambio (+51%). Los mayores volúmenes de productos refinados (+4% interanual) también empujaron la facturación, alcanzando la utilización de la capacidad de las refinерías el 94% al tercer trimestre.

Por otro lado, vale remarcar la buena liquidez con la que dispone la compañía. La

caja alcanzó los \$15.873 millones, más del doble en relación al año anterior. La deuda neta superó los \$33.000 millones, menos de una vez el EBITDA. El ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) se ubicó en 6, poniendo en evidencia la consistente liquidez de la empresa. Acá dos lecturas. La primera es que la gran liquidez permite cubrir los vencimientos de los próximos 18 meses y navegar la transición con menores sobresaltos hasta que se resuelva el conflicto con los holdouts. Al mismo tiempo, esto le brinda bastante atractivo a la deuda en dólares emitida por la empresa (rendimientos en torno al 8%). Por otro lado, la empresa afronta un plan de inversión muy ambicioso ("Plan Estratégico") de U\$32.600 millones entre el 2013-2017, con el objetivo de incrementar un 32% su producción de petróleo y gas, y un 37% la de naftas y gasoil. Con lo cual, más allá del buen flujo de caja propio, la financiación en el mercado internacional con el objetivo Vaca Muerta no puede retrasarse en demasía.

Financial debt amortization schedule (1) (2) (MUSD)



Fuente: Presentación institucional 3Q2014.

Precio internacional, retenciones y cambio de política

La caída en el precio internacional del crudo obviamente no es una buena noticia y podría generar retrasos en los desarrollos de Vaca Muerta. Sin embargo, las estimaciones privadas sobre el precio breakeven -precio al cual la exploración de shale comienza a ser rentable- son absolutamente dispares.

Además, dado que estas inversiones tienen un horizonte de muy largo plazo, más importante que el precio actual son las perspectivas a futuro. En el corto plazo, la caída en el precio internacional no afectó los resultados de la compañía debido al diseño del esquema de retenciones.

Este esquema, modificado el mes pasado, establecía una alícuota del 45% cuando el precio internacional era inferior al precio de referencia (U\$80) y una alícuota móvil cuando era superior. La alícuota móvil provocaba que cualquiera fuera la cotización internacional, el productor recibía siempre U\$S 42 por cada barril exportado. Con lo cual, la fuerte baja del precio internacional en los últimos meses no modificó la ecuación de rentabilidad.

Hacia delante, como mencionamos, el Gobierno tomó nota del nuevo contexto internacional (precio rondando los U\$70) y el mes pasado modificó el viejo esquema mediante la Resolución 803/2014. A partir de ahora, cuando el precio internacional se ubique por debajo de los U\$80 la alícuota será del 13%, cuando sea inferior a los U\$75 el derecho será del 11,5% y cuando perfore los U\$70 la alícuota desciende al 10%. En resumen, el esquema reduce la retención efectiva mejorando las perspectivas de rentabilidad en el segmento Upstream.

Por último, será importante que la empresa pueda incrementar los precios de las naftas y el gasoil en el mercado local en línea con sus costos. En los últimos meses, el gobierno

avaló incrementos en el mercado interno muy por encima de la inflación. Esto es un cambio claro en relación a la política pre-estatización que favorece la rentabilidad del segmento Downstream.

Resumiendo

En resumen, los resultados vienen mostrando una dinámica más que alentadora. Esto se explica mayormente por un aumento en los precios de venta, tanto en el segmento Downstream como en el Upstream. A futuro, será clave mantener la política de precios del último tiempo. El reciente cambio en el esquema de retenciones es un paso importante que favorece la rentabilidad del sector. Por otro lado, la producción también muestra síntomas de recuperación. Otra cuestión a monitorear es el necesario acceso al mercado de deuda internacional, a pesar de la buena posición de caja de la compañía. Por último, el precio parece no descontar el potencial de Vaca Muerta, por lo que el desarrollo del shale podría considerarse un call barato dentro del precio de la acción dando una atractiva oportunidad para aquellos inversores muy pacientes.

Juan Battaglia
Economista Jefe