

06 de Marzo de 2015

YPF S.A.

La principal empresa de hidrocarburos del país cerró el 2014 con muy buenos números, a pesar del tibio desempeño en el último trimestre. Gracias al bondadoso esquema de precios que viene implementado el Gobierno a partir de la estatización, los resultados de la empresa se mantuvieron inmunes al derrumbe en la cotización internacional del crudo. No obstante, el mercado no tuvo piedad y la acción acumula una baja del 25% en dólares desde agosto pasado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Sólidos Resultados y Alentadora Producción

YPF cerró el 2014 con muy buenos resultados. Las ventas crecieron un 58% hasta los \$141.942 millones de pesos, impulsadas tanto por el segmento upstream como por el downstream. Las ventas crecieron a un mayor ritmo que los costos y gastos durante el año, avalando un salto del 77% de los resultados operativos. Medidos en dólares, los resultados operativos crecieron un 19% y los netos un 18%, a pesar de la fuerte suba del 48% en el tipo de cambio oficial (promedio año contra año). En la misma dirección, los márgenes operativos rozaron el 14%, máximo desde 2010. El dato negativo viene por el lado del fuerte incremento en los gastos de administración (+68%), producto principalmente de los ajustes salariales producidos en el transcurso del año.

A pesar de cerrar un buen año, los resultados de la compañía mostraron un deterioro durante el último trimestre, que nada tiene que ver con la caída internacional del crudo. Considerando solamente los resultados recurrentes (limpiando los resultados extraordinarios del resarcimiento por el siniestro de la Refinería La Plata y la pérdida registrada por el reclamo a Maxus Energy Corporation, subsidiaria de YPF Holdings) la comparación interanual muestra un tibio incremento del 10% para el último cuarto del año, básicamente porque los mayores costos en exploración y producción.

Volviendo al análisis del año completo, en el balance la empresa destaca que los costos operativos unitarios en dólares cayeron un 5,7%, de 26,4 U\$/bpe en el año 2013 a 24,9 U\$/bpe en el 2014, gracias a la combinación de una mayor producción y el impacto de la devaluación del tipo de cambio. Hacia el futuro, la potencial corrección del atraso cambiario (tipo de cambio real muy apreciado) le permitiría a la empresa reducir los costos unitarios operativos por barril de crudo.

datos en millones de pesos	2014	2013	%	2012	2011
Ingresos netos por ventas	141.942	90.113	58%	67.174	56.211
Costos de ventas	104.492	68.571	52%	50.267	41.143
Ganancia bruta	37.450	21.542	74%	16.907	15.068
Gastos de comercialización, administración y exploración	17.708	10.382	71%	9.004	7.880
Resultado operativo	19.742	11.160	77%	7.903	7.188
Resultado neto antes de impuestos	22.072	14.394	53%	8.565	7.586
Ganancia del período	9.002	5.125	76%	3.902	4.445

datos en millones de dólares	2014	2013	%	2012	2011
Ingresos netos por ventas	17.502	16.474	6%	14.894	13.677
Costos de ventas	12.884	12.536	3%	11.146	10.010
Ganancia bruta	4.618	3.938	17%	3.749	3.666
Gastos de comercialización, administración y exploración	2.183	1.898	15%	1.996	1.917
Resultado operativo	2.434	2.040	19%	1.752	1.749
Resultado neto antes de impuestos	2.722	2.631	3%	1.899	1.846
Ganancia del período	1.110	937	18%	865	1.082

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Por el lado del segmento upstream, los resultados operativos crecieron un 72%, tanto por el incremento de la producción como por los mayores precios de venta. Los precios en dólares del crudo crecieron un 3% y los del gas un 13%, totalmente desacoplado de la dinámica

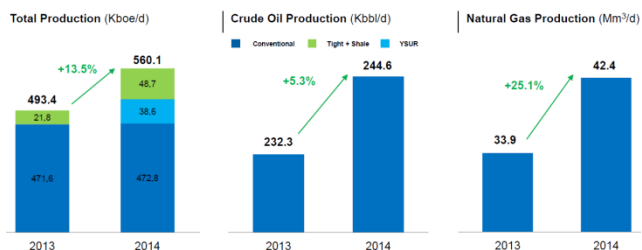
internacional gracias al cambio la política de precios por parte del Gobierno a partir de la estatización. La suba en el precio de venta del gas se explica por la incorporación de YSUR al programa Plan Gas II, con retroactividad al mes de julio (permite vender el nuevo gas a U\$7,5 el Mmbtu).

	2014	2013	%
Crudo mercado local (USD/bbl)	73,70	71,40	3%
Gas (USD/Mmbtu)	4,29	3,79	13%
Naftas mercado interno (USD/m3)	761,00	712,00	7%
Gasoil en el mercado interno (USD/m3)	799,00	783,00	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

La producción también mostró signos más que alentadores. La producción total de hidrocarburos saltó casi un 14% a 560,1 Kbped, explicado una producción de crudo de 244,6 Kbbld (+5,3% interanual) y en mayor medida por la producción de gas de 42,4 Mm3d (+25,1% interanual). El promedio de crudo procesado también creció un 4,3% a 290 Kbbld. Las reservas probadas también mostraron un estimulante crecimiento del 12% y alcanzaron los 1.212 millones de barriles equivalentes. Vale remarcar que de los 908 pozos perforados en 2014, 255 corresponden a formaciones no convencionales, con 74 equipos de perforación en actividad. La producción de hidrocarburos no convencional (tight y shale) ya alcanza el 8,6% de la producción total.

	2014	2013	%
Producción Total (Kbped)	560	493	14%
Producción Crudo (Kbped)	245	232	5%
Producción NGL (Kbped)	49	48	1%
Producción Gas (Mm3d)	42	34	25%
Reservas Probadas (Mbpe)	1.212	1.083	12%



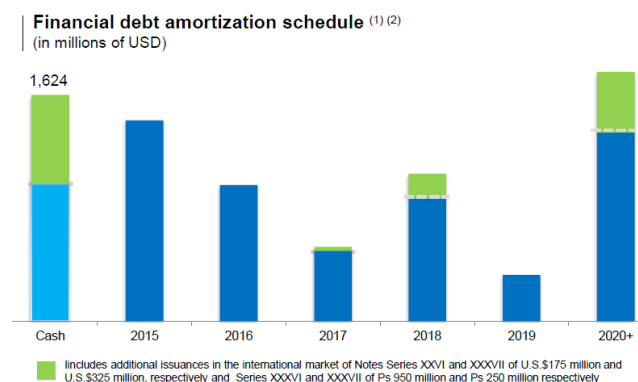
Fuente: Datos del balance y presentación a inversores.

Por el lado del downstream, la utilidad operativa creció un 63% en 2014 gracias al mayor volumen de ventas de productos refinados al mercado interno. Los precios, a contramano del mundo,

también jugaron a favor, con un incremento del precio promedio en dólares del 7% en el caso de la nafta y del 2% para el Gasoil.

Salud Financiera y Obligaciones Negociables.

Al igual que en el último tiempo, la compañía exhibió una sólida posición financiera. La deuda neta alcanzó los U\$4.677 millones, mostrando un sólido ratio de deuda neta/EBITDA del 0,9 veces y un ratio de cobertura de intereses (Intereses/EBITDA) mayor a 4. Con respecto a la naturaleza del fondeo, el 35% es en moneda local mientras el resto de la deuda esta emitida en dólares pero con un cómodo perfil de vencimientos. Entre las opciones más atractivas, destacamos YPF 2024, con un rendimiento en dólares del 8%, un cupón 8^{3/4} y una duration menor a 6.



Fuente: Presentación a inversores.

Resumiendo

La compañía cerró un muy buen año gracias al cambio rotundo en la política oficial. Los resultados, los niveles de producción y la salud financiera de la compañía son signos más que alentadores. Con lo cual, si la caída del precio internacional es transitoria y retornamos a un mundo de precios más altos (U\$70/U\$80), seguramente la acción recuperará el terreno perdido. En cambio, si los precios actuales llegaron para quedarse -improbable según la gran mayoría de las estimaciones- obviamente la política actual del gobierno es insostenible y las compañías locales se verán afectadas, con YPF a la cabeza.

Por último, debido en parte al riesgo país y en parte a la caída internacional del crudo, el precio de la acción parece no descontar el fenómeno Vaca Muerta. De revertirse estos factores, el potencial de la compañía es más que interesante. Dicho en términos de mercado, los precios actuales incluirían algo así como una opción (call) muy barata dentro de la acción ligada a los hidrocarburos no convencionales.