

25 de Noviembre de 2016

YPF S.A.

Decepciones por todos lados. Una de las acciones con peor desempeño del mercado local. Balances que trimestre a trimestre traen peores números, por lo menos en una primera lectura. Al igual que el resto del sector petrolero, la empresa sufrió el coletazo del crudo a nivel global. Como si esto fuera poco, esta semana trascendió en los diarios que el Gobierno pretende que el precio local del petróleo converja al internacional en el corto plazo, con lo cual el sector perdería una protección importante. Repasemos los datos del último balance, el desempeño de la acción y su valuación relativa para contar con más información a la hora de posicionarse (o no) en el papel.

El precio internacional del petróleo cotiza en torno a los U\$48, niveles cercanos al promedio de los últimos dos años. En cambio, YPF negocia en Nueva York cerca de U\$17, un 20% por debajo del promedio para dicho periodo (U\$21,3). Además de la difícil coyuntura global que atraviesa el sector, todo indica que el castigo del mercado a la compañía tiene un componente propio. Veamos el balance recientemente presentado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Balance al tercer trimestre

En su balance, la compañía estima el valor de sus propiedades, plantas y equipos a partir de los flujos de fondos esperados futuros derivados de la explotación de tales activos, descontados con una tasa que refleja el costo medio ponderado del capital. Ante el nuevo escenario de precios, donde en el segundo semestre del año se ha producido una reducción gradual del 6% en los precios de venta del Medanita y el Escalante en el

mercado local y todavía se espera que estos terminen de converger con los internacionales en el futuro cercano, la empresa contabilizó una fuerte provisión. Esta provisión por deterioro de sus bienes de uso se computó como un resultado operativo negativo y alcanzó nada menos que los \$36.188 millones (cerca de U\$2.300 millones).

datos en millones de pesos			
	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2015	%
Ingresos netos por ventas	155.542	115.190	35%
Costos de ventas	(130.978)	(86.756)	51%
Ganancia bruta	24.564	28.434	-14%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(16.018)	(12.756)	26%
Deterioro de Bienes de Uso	(36.188)	0	
Resultado operativo	(27.642)	15.678	-276%
Resultado neto antes de impuestos	(31.202)	13.721	
Ganancia del período	(30.154)	6.291	-579%

Para poder analizar los resultados operativos en relación al año anterior, en el cuadro que sigue dejamos de lado la provisión:

datos en millones de pesos			
	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2015	%
Ingresos netos por ventas	155.542	115.190	35%
Costos de ventas	(130.978)	(86.756)	51%
Ganancia bruta	24.564	28.434	-14%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(16.018)	(12.756)	26%
Resultado operativo	8.546	15.678	-45%
EBITDA	44.283	35.967	23%
Margen Operativo	5%	14%	8%

Mismo cuadro que el anterior pero en dólares:

datos en millones de dólares			
	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2015	%
Ingresos netos por ventas	10.690	12.842	-17%
Costos de ventas	(9.002)	(9.672)	-7%
Ganancia bruta	1.688	3.170	-47%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(1.101)	(1.422)	-23%
Resultado operativo	587	1.748	-66%
EBITDA	3.044	4.010	-24%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Aun dejando a un lado la provisión por casi U\$2.300 millones, los resultados son bastantes decepcionantes. En lo que va del año (3 trimestres acumulados) las ventas crecieron un 35%, muy por debajo de los costos de producción que lo hicieron al 51%, dando como resultado una ganancia bruta de \$24.564 millones, un 14% por debajo del año anterior. Por otra parte, la empresa logró que los gastos de comercialización, administración y exploración presenten un incremento -26% interanual- muy

por debajo de la inflación. De esta manera, los resultados operativos acumulan un saldo positivo de \$8.546 millones, frente \$15.678 millones del mismo periodo del año anterior (caída del 45%). Medidos en dólares, acumulan en el año un pequeño saldo positivo de U\$587 millones, frente a los U\$1.748 millones del mismo periodo del año anterior (caída del 66%). Sólo para contextualizar los números, entre 2008 y 2014 los resultados operativos de la firma promediaron los U\$2.000 millones. Distingamos los resultados por segmento para entender la caída en los resultados.

Upstream

En el segmento upstream -exploración y producción- la utilidad operativa antes de deterioro de activos, ascendió a \$1.051 millones en el trimestre, mostrando una caída del 51,6% en términos interanuales. En el acumulado del año, los resultados operativos superan los \$7.208 millones, apenas un 3,5% por encima del mismo nivel del año anterior.

El precio promedio del crudo expresado en dólares en el mercado local en el tercer trimestre disminuyó un 13% hasta los 60,8 USD/bbl, como resultado de la caída escalonada acordada del 6% en el precio. En cuanto al gas natural, el precio de realización promedio fue de 4,8 USD/Mmbtu, un 4% superior al mismo trimestre de 2015. Sin embargo, gracias a la devaluación, medido en pesos el crudo aumentó un 43% hasta los 884 \$/bbl y el gas natural saltó un 69% hasta los 69 \$/Mmbtu.

El incremento de los precios upstream medidos en pesos se esfuma por dos motivos. En primer lugar, por el fuerte incremento de los costos totales de producción del 56,8%, fundamentalmente asociado al crecimiento en las depreciaciones de bienes de uso (+82,1%), el crecimiento de los costos de extracción (lifting cost +32,6%) y en menor medida por las regalías. En segundo lugar, el incremento del gas y el crudo si bien beneficia al segmento upstream, esto se compensa con lo que se utiliza en el segmento downstream -refinación, venta y distribución- como insumo.

	dólares			pesos		
	3T 2016	3T 2015	%	3T 2016	3T 2015	%
Crudo mercado local (USD/bbl)	60,8	68,9	-12%	884,6	618,0	43%
Gas (USD/Mmbtu)	4,7	4,6	4%	69,0	40,9	69%
Naftas mercado interno (USD/m3)	625,0	756,0	-17%	9.093,8	6.781,3	34%
Gasoil en el mercado interno (USD/m3)	618,0	763,0	-19%	8.991,9	6.844,1	31%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Downstream

En el segmento downstream la utilidad operativa fue de \$1.118 millones en el trimestre, mostrando una caída del 68% en términos interanuales. En el acumulado del año, los resultados operativos ascienden a \$3.756 millones, un 57,7% por debajo del mismo nivel del año anterior.

En el trimestre, las ventas del segmento (gas oil, naftas y fuel oil) crecieron un 41%, fundamentalmente por el incremento de los precios. Sin embargo, el crecimiento de los costos se ubicó un escalón por encima, superando el 53%. El principal motivo fue el aumento en el precio del crudo comprado al segmento upstream y a terceros. Las compras de bioetanol también crecieron tanto en precio como en volúmenes, debido al incremento en la cuota de corte en las naftas. La empresa también sufrió un fuerte incremento en costos de producción y refinación. El costo de refinación unitario aumentó un 49,5% en comparación con el mismo trimestre del año 2015. En el mismo sentido, los costos de transporte vinculados a la producción (naval, oleoductos y poliductos) saltaron un 47,6%.

En resumen, el segmento downstream fue el más castigado, los costos se movieron por encima de los ingresos y de la inflación, arrastrando hacia abajo los resultados integrales de la compañía. Para adelante, el efecto de los menores precios del crudo en boca de pozo debería verse compensado por los menores costos de refinación, dado que la empresa procesa más crudo del que produce y compra una parte a terceros.

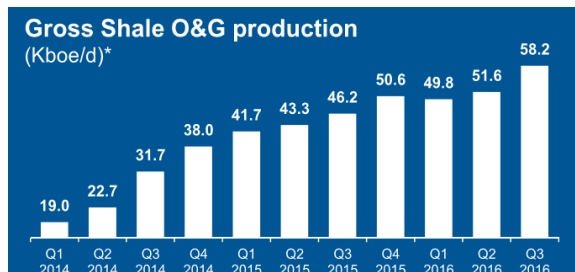
En relación a la producción, en total alcanzó los 579,3 Kbped, un 1,3% superior al mismo periodo de 2015. La producción de crudo disminuyó un 0,9% a 247,1 Kbbld, mientras que la producción de gas natural alcanzó los 44,9 Mm3d (+1,1%

interanual). Lo más destacable vino por el lado de la producción de NGL que creció un 14,8% alcanzando los 50,1 Kbbld.

	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2015	%
Producción Total (Kbped)	578,5	574,9	1%
Producción Crudo (Kbped)	246,3	248,8	-1%
Producción NGL (Kbped)	52,0	47,6	9%
Producción Gas (Mm3d)	44,6	44,3	1%
Reservas Probadas (Mbpe)	1.226	1.212	1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

El dato para destacar es que la producción en hidrocarburos no convencionales (Vaca Muerta) presenta un constante crecimiento y ya supera el 10% de la producción total.



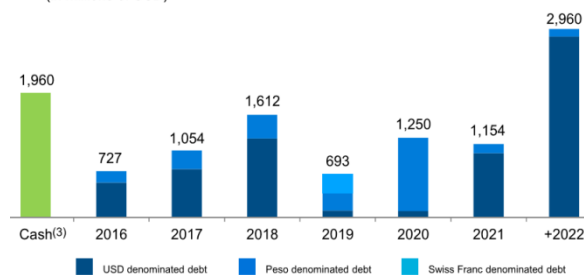
Fuente: Presentación institucional.

Endeudamiento y Obligaciones Negociables

Otro dato a remarcar es la solidez financiera de la compañía, el efectivo (y equivalentes) cerró el trimestre en U\$1.900 millones. La deuda financiera neta de la empresa se ubica levemente por encima de los U\$7.490 millones, lo que equivale a 1,87 veces el EBITDA estimado para este año. Tomando un costo promedio de la deuda en dólares del 7,8%, el EBITDA alcanza para cubrir más de 6 veces los intereses. Estos ratios le dan bastante atractivo a las obligaciones negociables en dólares emitidas por la compañía, sobre todo las más liquidas al 2024 y 2025. Luego del triunfo de Trump los rendimientos de estos títulos crecieron casi 100 puntos básicos.

ISIN	Vencimiento	Cupón	Amortización	TIR	Duration
USP989MJAY76	04/04/2024	8,75%	tres cuotas del 33% en 2022-2023-2024	7,80%	5,1
US984245AL47	28/07/2025	8,50%	A vencimiento	7,90%	6,2

Financial debt amortization schedule ^{(1) (2)}
(in millions of USD)



Fuente: Presentación institucional.

Resumiendo

El castigo de la acción viene por partida doble, tanto por la coyuntura global como por cuestiones domésticas, básicamente porque la inercia de los costos de producción no se detiene y supera los ingresos por ventas. A esto hay que sumarle que difícilmente el Gobierno avale mover los precios de las naftas por encima de la inflación. Desde el lado positivo, la empresa continúa con niveles saludables de apalancamiento (deuda) y manteniendo los niveles de producción, dos características para nada despreciables al compararlas con otras empresas de hidrocarburos en el mundo actual, que en muchos casos muestran drásticas caídas en la producción y serios problemas financieros.

Hoy la compañía cotiza a un 92% su valor de libros, prácticamente igual que Petrobras, una de las compañías más endeudadas del mundo. Si bien el castigo parece muy excesivo, el mercado no hace mucha distinción y seguramente habrá que esperar otros precios del crudo para ver la acción unos escalones más arriba.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe