

YPF un paciente de riesgo en medio de la pandemia.

YPF ha nombrado nuevo CEO, en reemplazo de Daniel Gonzalez fue designado Sergio Affronti, que vuelve a la compañía luego de su paso durante la gestión de Miguel Galuccio – 2012-2016 - cuando el Estado Nacional tomo el control accionario y de gestión de la compañía.

El nuevo CEO integró, entre 2001-2012 las filas del grupo REPSOL, ocupando cargos importantes: country manager en Ecuador, Control de operaciones del upstream en Europa, Asia y África y director de compras a nivel mundial.

En 2012 regresa a YPF y se desempeña como vicepresidente de “servicios compartidos” área clave para el desarrollo de Vaca Muerta y coordino la creación de YPF Tecnología en asociación con el Conicet (Y-Tec). Se retiró de YPF en 2016 al finalizar la gestión de Galuccio.

El objetivo de este informe es analizar la evolución de las principales variables de la gestión de YPF, sus tendencias y el contexto que enfrenta la nueva gestión de la empresa.

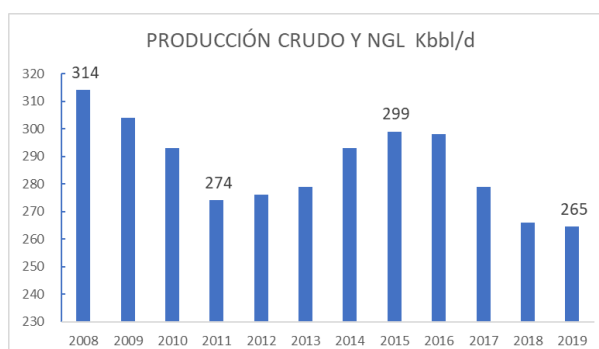
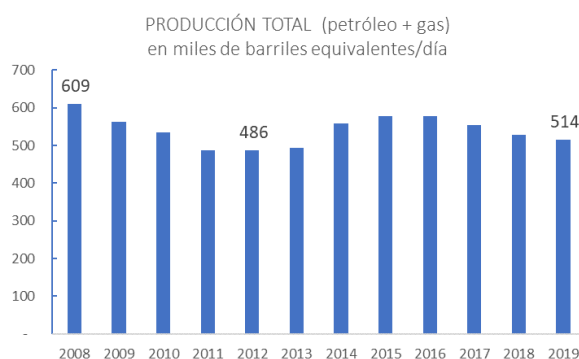
YPF en números.

Se presenta un análisis de las variables relevantes de los últimos 13 años de gestión de YPF (2008-2019), los datos surgen de información pública: los Estados Contables consolidados anuales que la empresa periódicamente en la Comisión Nacional de Valores, e informes técnicos que presenta YPF en su pagina web. A fin de evitar problemas de exposición y poder hacer una comparación homogénea, todos los datos de fueron convertidos a dólares al tipo de cambio promedio Banco Nación de cada periodo,

La producción.

La producción total de YPF (petróleo + gas) paso de 609 miles barriles/día en 2008 a 514 mil, lo que representa una caída del 16%. Su pico más bajo de producción llega en 2012 y en 2014 se observa una recuperación explicada en gran parte por la compra de la petrolera APACHE (hoy Y-Sur) que incorporaron 67 millones de barriles a las reservas y aumentaron en 14mil barriles/día la producción.

La mayor parte de la producción de YPF (más del 80% del petróleo y más del 50% del gas natural) tiene origen en yacimientos convencionales, formaciones con muchos años de producción, maduros y con alta tasa de declinación (14% anual).



Como consecuencia de la larga historia de los yacimientos convencionales, YPF enfrenta una producción con alta proporción de producción secundaria¹ (40%), y terciaria.

Durante 2019 y por primera vez en la historia la producción secundaria del Golfo del San Jorge superó por primera vez a la producción primaria, y alcanzó el récord de inyección de agua en la cuenca. Esta estrategia permite extender la vida útil de los pozos y aumentar el horizonte de reservas.

En relación con la producción terciaria, ha batido récord histórico en el primer trimestre del año 2020 en el marco de una estrategia de “masificación” de este proceso con la construcción de 10 plantas de polímeros (2 en Chubut, 5 en San Jorge y 2 en cuenca cuyana). Quizás este es un camino alternativo y complementario a Vaca Muerta en una estrategia nacional de abastecimiento energético.

Pero la actual coyuntura de cuarentena y falta de demanda pone a la producción secundaria y terciaria ante una enorme disyuntiva: no pueden parar.

El 80% del petróleo proviene de pozos viejos que necesitan un complejo balance entre agua y polímeros para su “estimulación”, si se paraliza la producción se rompe un delicado balance, que para poder reconstituirlo puede llevar hasta 3 meses de bombear miles de m³ de agua y de volver a producir es posible que no vuelva a los niveles de producción anteriores al paro. Es por esta razón que YPF, aun sin demanda y a precios bajos no puede parar la mayor parte de sus yacimientos.

La migración a no convencionales.

La madurez de los yacimientos ya descripta, precipito a la empresa a encarar el desarrollo de yacimientos no convencionales del tipo shale en Vaca Muerta. En 2012 la producción neta de shale representaba el 1% de la producción total de YPF, mientras al cierre de 2019 la producción shale represento el 19%.

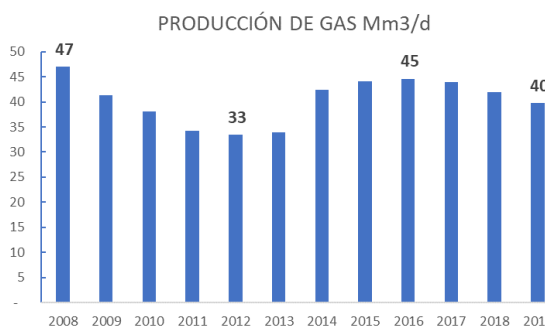
Produccion		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PRODUCCION NETA DE SHALE	Kboe/d	4,2	11,6	15,2	27,2	29,9	36,8	57,7	99,2
Producción SHALE / PRODUCCION TOTAL	%	1	2	3	5	5	7	11	19

El aumento de la producción vino acompañado de una importante reducción de costos. Los costos de desarrollo se reducen a la mitad entre 2016 y 2019, pasando de USD 18 a USD9 por barril equivalente y los costos de operación pasan de USD12 en 2016 a USD 5.5 en 2019.

Mercado del Gas.

Entre 2008 y 2019 la producción de gas de YPF cae 15%, pasando de 47 millones de m³/día en 2008 a 40 Mm³/día en 2019.

La producción toca un mínimo en 2012 con 33 Mm³/día, y luego a partir del desarrollo de yacimiento no convencionales aumenta la producción hasta 45 Mm³/día en 2016. A



¹ Recuperación secundaria consiste en la inyección de agua o gas en el yacimiento y recuperación terciaria, incluye la inyección de polímeros/químicos.

partir de 2016 YPF redujo producción por falta de demanda y por un exceso de oferta a partir de fallas en la regulación de los incentivos al gas (Resolución 46), que redondo en un aumento de la producción no convencional a precio subsidiado y la necesidad de YPF de reducir producción en yacimientos convencionales sin subsidios.

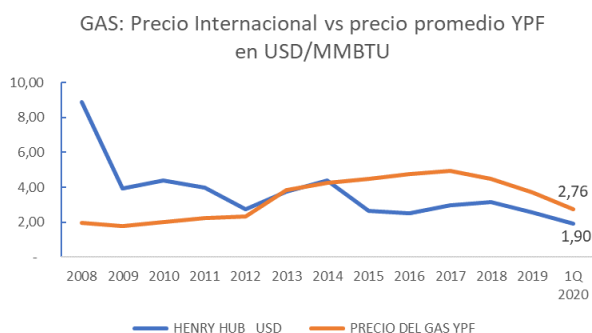
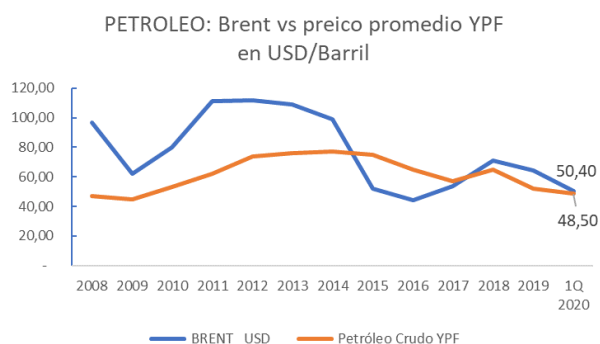
Resultados económicos.

La foto de contexto en la que tuvo que operar YPF ha cambiado mucho en los últimos años. Mientras en los 4 años que van del 2016-2019, la empresa operó en entornos de tipo de cambio libre, convergencia de precios domésticos a los internacionales, abolición del barril criollo y el aumento de la competencia con la llegada de grandes traders internacionales como Raizen y Trafigura.

En periodos anteriores y lo que lleva del nuevo gobierno se regresa a controles de cambio, desacople de los precios locales de los internacionales, regulación arbitraria, fijación de un barril criollo y restricciones a la competencia.

En relación con los precios en el mercado doméstico (haciendo abstracción del efecto pandemia), se observa en los últimos años una convergencia con precios internacionales a la baja y en relación con el precio de los combustibles un ajuste, también a la baja, tendiente a la paridad de importación

Los Ingresos promedio de los últimos 10 años se han mantenido en torno a los USD 15.000 millones y tienen su origen casi totalmente en ventas en el mercado interno. El EBITDA² en torno a los USD 4000 millones. Sin embargo, el 2019 muestra una reducción de ingresos del 12% respecto a 2018, reducción del margen bruto y una caída del EBITDA del 18% como resultado de la conjunción de caída de los precios domésticos y la producción. La pandemia encuentra a YPF en una inercia compleja de ingresos cayendo y costos crecientes.



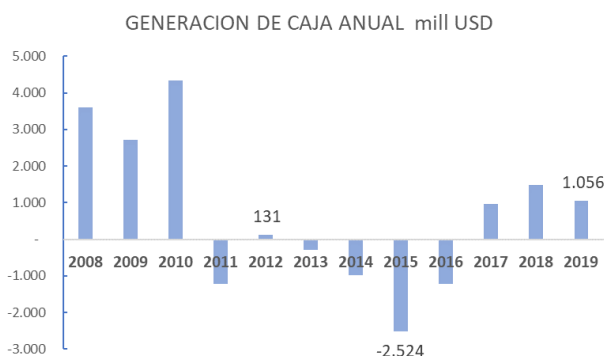
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
INGRESOS en MUSD	11.099	9.246	11.341	13.671	14.828	16.498	17.576	16.952	14.262	15.291	15.544	13.756
Margen Bruto (ventas - costos de ventas)	3.457	3.002	3.663	3.665	3.732	4.031	4.637	3.992	2.232	2.497	2.364	2.091
EBITDA	3.633	3.326	3.776	3.414	3.642	4.231	5.128	5.171	3.962	4.053	4.410	3.607

² Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, es una medida del beneficio bruto sin considerar gastos financieros.

Resultados Financieros.

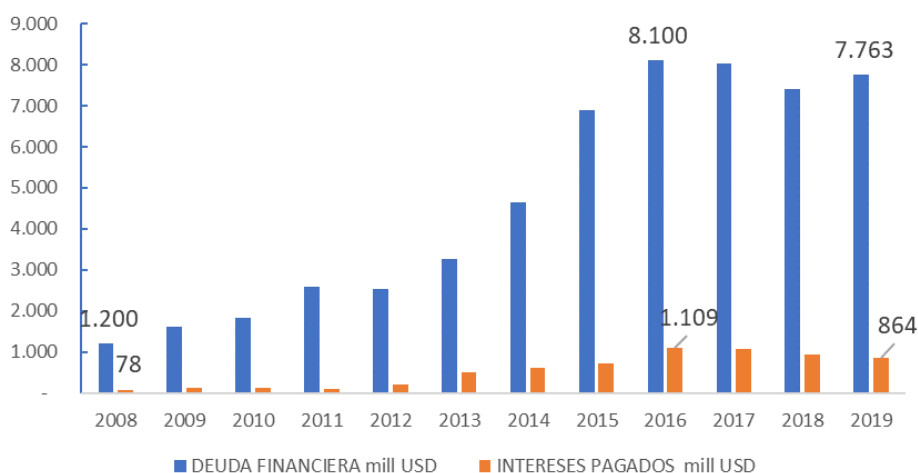
A partir de 2012 YPF observa un aumento de su deuda financiera del 220%, pasa de USD 2.500 millones en 2012 a USD 8.100 en 2016. La contracara de este endeudamiento fue un proceso de inversiones que no lograron en una primera instancia alcanzar los objetivos previstos en términos productivos y que agotaron los recursos propios de la empresa.

Al mismo tiempo y en el mismo periodo la generación de caja de la empresa presentó sucesivos saldos negativos, llegando en 2015 a USD -2.524 millones, y si bien esta situación explica parte del aumento del endeudamiento pone de manifiesto una situación insostenible para una empresa con la magnitud de inversiones y pagos de intereses como YPF. Solo en 2016 el pago de intereses supero los USD 1.100 millones.



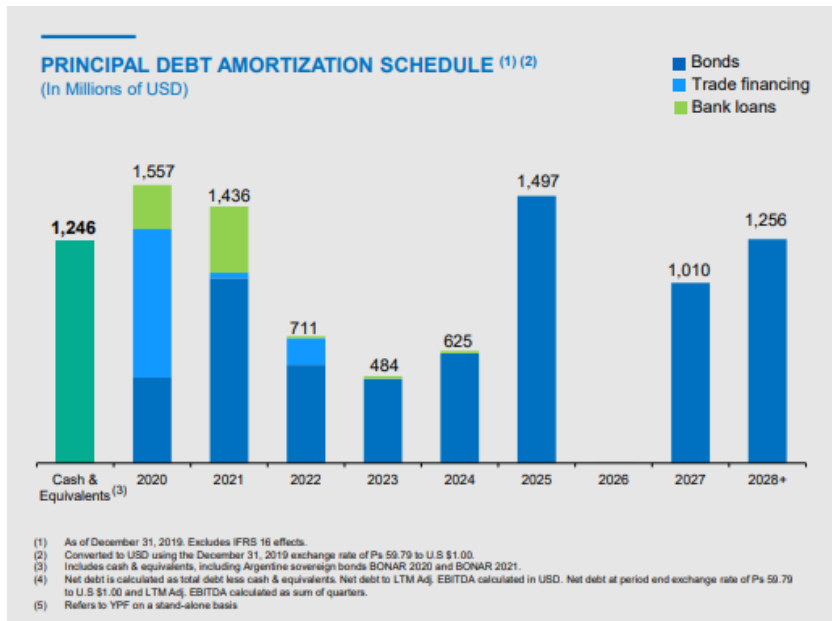
A partir de 2017 la generación de caja anual supera los USD 1000 millones y se aplica una autorregulación de disciplina financiera usualmente utilizada a nivel internacional por la cual el endeudamiento no debe superar dos veces el EBITDA.

Evolución de la deuda financiera de YPF en millones de USD.



Cronograma de amortización de la deuda de YPF.

- El promedio de vida de la deuda es de 6 años.
- La tasa de interés promedio es de 7,6% en dólares.
- Ratio Deuda / Ebitda: 2.1.
- El 90% de la deuda está nominada en dólares / el 80% de las disponibilidades de YPF están nominados en UDS.

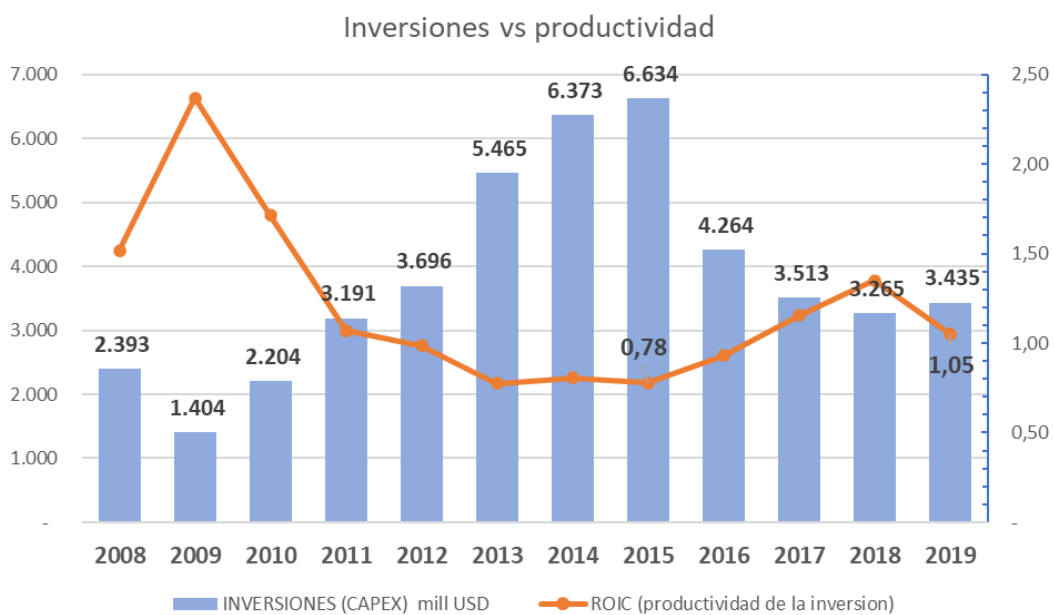


Inversiones.

En promedio más de la mitad de toda la inversión en hidrocarburos del último quinquenio la realiza YPF.

Si se analiza su evolución reciente, las inversiones tocan pico de USD 6634 millones en 2015, mientras en 2019 se ubicaron en 3435. Esta reducción del 50% a partir del 2017 en la inversión explica la mejora de las variables financieras a partir del 2017 y refleja la necesidad de caja para el pago de intereses de la deuda.

Sin embargo, la reducción de costos mencionada más arriba y mejoras operativas relacionadas a la producción no convencional (mayor cantidad de fracturas en pozos horizontales) se reflejan en un aumento de la eficiencia en la asignación de capital que permitieron obtener mayor rentabilidad por dólar invertido entre 2017-2019.



La decisión de estabilizar la deuda en los niveles actuales implicó que YPF desde 2017 financia todas sus inversiones con su propio flujo de caja, que con producción y demanda en baja (antes del efecto covid19) depende casi totalmente de la evolución de los precios domésticos de la energía.

En Resumen.

El contexto de YPF antes del efecto de la pandemia ya se mostraba desafiante.

El último ejercicio 2019 había cerrado con un resultado operativo negativo por más de 21.000 millones de pesos, que luego se revierte por ajustes contables relacionados a revaluación de activos y ganancias por el efecto de la variación del tipo de cambio en tenencias de activos en dólares.

	<u>31/12/2019</u>	<u>31/12/2018</u>	<u>31/12/2017</u>
Ingresos	678.595	435.820	252.813
Costos	(575.608)	(359.570)	(211.812)
Utilidad Bruta	102.987	76.250	41.001
Gastos de comercialización	(49.898)	(27.927)	(17.954)
Gastos de administración	(24.701)	(13.922)	(8.736)
Gastos de exploración	(6.841)	(5.466)	(2.456)
Deterioro de propiedades, planta y equipo	(41.429)	2.900	5.032
Otros resultados operativos, netos	(1.180)	11.945	(814)
Utilidad (Pérdida) Operativa	(21.012)	43.780	16.073
Resultado por participación en asociadas y negocios conjuntos	7.968	4.839	1.428
Resultados financieros, netos	6.034	41.525	(8.798)
Utilidad (pérdida) neta antes de imp. a las ganancias	(7.010)	90.144	8.703
Impuesto a las Ganancias	(26.369)	(51.538)	3.969
Utilidad (Pérdida) Neta del período	(33.379)	38.606	12.672
Otros resultados integrales del período	221.367	172.600	21.917
Resultado integral total del período	187.988	211.206	34.589

Ese resultado refleja un contexto de demanda, producción y precios a la baja, todas estas tendencias se ven potenciadas en 2020, cuando la cuarentena pulverizó la demanda, la producción acompaña en la medida que la técnica lo permite y precios congelados de combustibles y gas natural, terminan de configurar un preocupante panorama para el año en curso.

A esto se agregan necesidades financieras que superan los USD 4000 millones para 2020-2022. Esta situación implicará la necesidad de YPF de volver al mercado de capitales a emitir nueva deuda destinadas al "roll over" de la deuda vieja.

Durante 2019 YPF emitió obligaciones negociables por USD 500 millones con este objetivo, a una tasa del 8,5% y horizonte de 84 meses. En este sentido la declaración de un default de la deuda soberana tendrá efectos directos en la situación financiera de YPF y por ende en su capacidad de inversión, que como se comentó representa más de la mitad de toda la inversión del sector.

Evolución reciente de la acción de YPF.

YPF

BCBA: YPFD

518,00 ARS **+27,30 (5,56 %) ↑**

12 may. 17:00 ART · Renuncia de responsabilidad

1 día 5 días 1 mes **6 meses** UAHF 1 año 5 años Máx.



Abierto	515,00	Rend. div.	1,37 %
Alta	545,00	Cierre ant.	490,70
Baja	515,00	En 52-sem.	894,85
Cap. burs.	203,71 mil M	En 52-sem.	218,65
Índice PER	-		

Anexo

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
INGRESOS en MUSD												
Margen Bruto (ventas - costos de ventas)	11.099	9.246	11.341	13.671	14.828	16.498	17.576	16.952	14.262	15.291	15.544	13.756
EBITDA	3.457	3.002	3.663	3.665	3.732	4.031	4.637	3.992	2.232	2.497	2.364	2.091
	3.633	3.326	3.776	3.414	3.642	4.231	5.128	5.171	3.962	4.053	4.410	3.607
Producción												
PRODUCCIÓN CRUDO Y NGL	314	304	293	274	276	279	293	299	298	279	266	265
PRODUCCIÓN DE GAS	47	41	38	34	33	34	42	44	45	44	42	40
PRODUCCIÓN TOTAL	609	562	534	488	486	493	559	578	577	553	529	514
RESERVAS	1.132	1.014	982	1.005	987	1.083	1.212	1.226	1.113	929	1.080	1.073
IRR (INDICE DE REPOSICION DE RESERVAS)	0,32	0,42	0,84	1,13	0,85	1,54	1,63	1,07	0,46	0,09	1,78	0,99
PRODUCCION NETA DE SHALE			0,3	5,1	4,2	11,6	15,2	27,2	29,9	36,8	57,7	99,2
Producción SHALE /			-	1	1	2	3	5	5	7	11	19
PRODUCCION TOTAL												
INVERSIONES (CAPEX)												
CAPEX UPSTREAM	2.393	1.404	2.204	3.191	3.696	5.465	6.373	6.634	4.264	3.513	3.265	3.435
CAPEX EXPLORACION	1.860	998	1.514	2.207	2.673	4.484	5.158	5.410	3.337	2.684	2.618	2.831
ROIC (productividad de la inversion)	105	99	73	249	196	160	276	323	103	116	180	142
Ebitda/CAPEX	1,52	2,37	1,71	1,07	0,99	0,77	0,80	0,78	0,93	1,15	1,35	1,05
Precio Internacional de referencia												
HENRY HUB	8,86	3,95	4,39	4,00	2,75	3,73	4,39	2,63	2,52	2,99	3,17	2,57
BRENT	97,00	62,00	80,00	111,00	112,00	109,00	99,00	52,00	44,00	54,00	71,00	64,36
Precios en el Mercado Doméstico												
Petróleo Crudo YPF	47,00	45,00	53,00	62,00	74,00	76,00	77,00	75,00	65,00	57,00	65,00	52,10
PRECIO DEL GAS YPF	1,97	1,76	2,00	2,24	2,32	3,84	4,25	4,50	4,74	4,92	4,49	3,69
PAI NETO NAFTA	385	404	469	550	621	674	719	704	591	630	599	542
PAI NETO Gas Oil	400	411	493	597	703	744	762	715	578	593	586	591
AÑO	3,14	3,71	3,89	4,11	4,53	5,46	8,07	9,22	14,73	16,53	28,06	48,25
CAJA												
GENERACION DE CAJA ANUAL	115	177	144	260	969	1.648	1.148	1.185	679	1.545	1.224	1.246
	3.601	2.726	4.342	- 1.225	131	- 291	- 971	- 2.524	- 1.214	963	1.479	1.056
DEUDA FINANCIERA												
INTERESES PAGADOS	1.200	1.627	1.825	2.588	2.523	3.257	4.652	6.895	8.100	8.032	7.397	7.763
DIVIDENDOS	78	129	120	111	203	494	627	735	1.109	1.084	936	864
	2.956	1.319	1.141	1.354	67	60	58	55	60	43	43	48
Lifting Costo												
	7	6	8	11	14	15	14	15	12	13	12	12