

28 de Agosto de 2015

YPF S.A.

La mayor petrolera de nuestro país viene sintiendo el coletazo del crudo a nivel global. Por el momento, y gracias a la favorable regulación que goza el sector a partir de la estatización, las consecuencias de la caída del precio internacional se sintieron con mayor fuerza en las cotizaciones que en los resultados de la firma.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Antes de meternos de lleno en los números del balance correspondiente al segundo trimestre, permítanme una leve mención en relación al precio internacional del commodity. Los pronósticos de los analistas son heterogéneos. Si bien parece haber cierto consenso que el precio actual no es sustentable en el tiempo, los presagios sobre cuándo llegará la recuperación son bastantes disimiles. Lo único cierto hasta el momento, es que las petroleras a nivel global están ajustando a la baja los planes de inversión, con lo cual tarde o temprano la oferta debería ajustarse y los precios recuperarse.

Desde el lado de la demanda, si bien las perspectivas de crecimiento se corrigen a la baja, este fenómeno dista de explicar el desplome de las cotizaciones. El problema viene por el lado de la sobreoferta. En las últimas ruedas los precios volvieron a caer producto de la recuperación en la oferta de Irán dentro de la OPEC. Luego del levantamiento de las sanciones, este país comienza a ganar peso (en torno al 13% de total)

en la producción de la OPEC. Las malas noticias no dieron respiro en las últimas semanas.

Primera Lectura del Balance

En este contexto, YPF mostró resultados más que aceptables durante el segundo trimestre. Vale remarcar que los números del balance anterior (1T2015) no habían sido muy alentadores. Esto se debió principalmente a que la base de comparación interanual era muy elevada, producto de las acrecentadas ganancias por la devaluación en primer trimestre del 2014.

Adelantándonos a las conclusiones, creo que los balances brindan todavía una lectura optimista. Los resultados netos en dólares vienen soportando la pésima coyuntura del sector a nivel global, la solidez financiera de la compañía muestra niveles saludables y la producción, tanto convencional como no convencional, sostiene su recuperación, moderada pero recuperación al fin. Desde el lado negativo, la depreciación oficial se encuentra por debajo del incremento de los costos, lo que amenaza los márgenes. Dicho en otras palabras, si bien la protección oficial permite vender a un precio en dólares por encima del internacional y avala ajustes en los precios de la nafta y gasoil en el mercado interno, estos se ubican por debajo del aumento de determinados costos medidos en pesos.

El atraso cambiario y la perpetuación de los alicaídos precios internacionales son los dos principales riesgos de la empresa.

Los Números

En el trimestre, la ganancia neta creció un 51% en pesos y un 34% en dólares, ambos en términos interanuales, debido a los menores egresos financieros y la reducción en el pago del impuesto a las ganancias. Sin embargo, los márgenes operativos cayeron unos puntos, debido a que las ventas de la compañía crecieron por debajo de los costos, provocando una merma del 6% interanual (en pesos) de los resultados operativos. Medida en dólares, la ganancia operativa cayó un 16% en el trimestre,

dato no alentador pero tampoco alarmante visto desde una perspectiva internacional. Vale remarcar que los costos de ventas subieron un 18% y los gastos de administración (personal) un 15%, ambos por debajo de la inflación, resaltando el esfuerzo por evitar una mayor compresión de los márgenes.

datos en millones de pesos	2T 2015	2T 2014	%	2014
Ingresos netos por ventas	39.557	35.330	12%	141.942
Costos de ventas	30.010	25.427	18%	104.492
Ganancia bruta	9.547	9.903	-4%	37.450
Gastos de comercialización, administración y exploración	3.969	3.953	0%	17.708
Resultado operativo	5.578	5.950	-6%	19.742
Resultado neto antes de impuestos	4.709	4.894	-4%	22.072
Ganancia del período	2.297	1.526	51%	9.002
Margen Operativo	14%	17%		

datos en millones de dólares	2T 2015	2T 2014	%	2014
Ingresos netos por ventas	4.347	4.346	0%	17.502
Costos de ventas	3.298	3.128	5%	12.884
Ganancia bruta	1.049	1.218	-14%	4.618
Gastos de comercialización, administración y exploración	436	486	-10%	2.183
Resultado operativo	613	732	-16%	2.434
Resultado neto antes de impuestos	517	602	-14%	2.722
Ganancia del período	252	188	34%	1.110

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

En el segmento Upstream (exploración y producción) las ventas de crudo y gas natural crecieron un 17,2% en relación al mismo periodo de 2014. El incremento se explica gracias a los mayores volúmenes de petróleo producidos y transferidos al segmento de Downstream (Refinación, venta y distribución) y por incremento en el precio promedio de venta de ambos productos medidos en pesos.

Detengámonos en este punto. Si consideramos los precios en dólares (cuadro a continuación) y le sumamos la suba del dólar oficial, llegamos a un aumento de precio del 2% en el caso del crudo y del 23% en el caso del gas. Si bien los precios en dólares cuentan con la fuerte protección del Gobierno, al pasarlos a pesos la estabilidad del tipo de cambio ubica este aumento por debajo del incremento de los costos de producción (+31,5% interanual). Por esto, a pesar de que las ventas crecieron un 17% los resultados operativos cayeron un 23% en el segmento Upstream.

	2T 2015	2T 2014	%
Crudo mercado local (USD/bbl)	69,10	75,50	-8%
Gas (USD/Mmbtu)	4,58	4,18	10%
Naftas mercado interno (USD/m3)	756	774	-2%
Gasoil en el mercado interno (USD/m3)	760	811	-6%

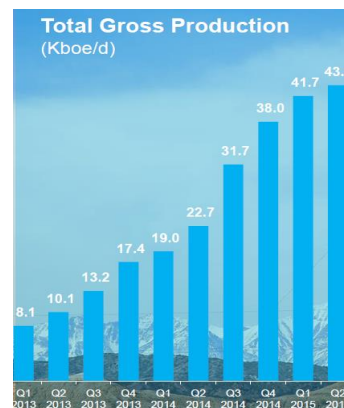
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Los mejores resultados vinieron desde el segmento Downstream, explicados principalmente por el aumento en los volúmenes de ventas, tanto de combustible como de gasoil. Este segmento también se vio beneficiado por el mejor mix de productos comercializados (las ventas de naftas Premium tuvieron un mejor desempeño) y sobre todo por la contención en los costos de refinación.

	2T 2015	2T 2014	%
Producción Total (Kbped)	569,3	555,0	3%
Producción Crudo (Kbped)	249,8	240,9	4%
Producción NGL (Kbped)	38,7	39,8	-3%
Producción Gas (Mm3d)	44,6	43,6	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Uno de los datos positivos viene por el lado de la producción que alcanzó un total de 569 mil barriles equivalentes por día (Kbped), mostrando un crecimiento interanual del 4%. Parte de este aumento viene por el lado de la producción de crudo no convencional, tanto de shale como de tight gas, que alcanza un total de 43 mil Kbped. En el trimestre se han puesto en producción 37 pozos de petróleo y 9 de gas no convencionales alcanzando un total a la fecha de 360 pozos.



Fuente: Presentación Institucional 2T2015.

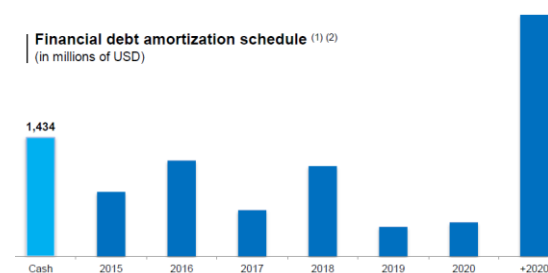
Endeudamiento y Obligaciones Negociables

Otro dato a remarcar es la solidez financiera de la compañía, el efectivo (y equivalentes) cerró el

trimestre en \$14.200 millones. La deuda financiera neta de la empresa se ubica levemente por encima de los U\$6.000 millones, lo que equivale a 1,2 veces el EBITDA. El monto de las obligaciones negociables en dólares roza los U\$4.800 millones, contra un EBITDA de \$44.644 millones en los últimos doce meses. Medido al tipo de cambio oficial, la deuda en dólares representa una vez el EBITDA. Medido al tipo de cambio contado con liquidación, la deuda en dólares alcanza 1,5 veces el EBITDA, poniendo en evidencia la solidez financiera de la empresa. Tomando un costo promedio de la deuda en dólares del 7,5%, el EBITDA alcanza para cubrir más de 10 veces los intereses tanto al tipo de cambio oficial como al contado con liquidación.

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.

ISIN	Vencimiento	Cupón	Amortización	TIR	Duration
USP989MJAY76	04/04/2024	8,75%	tres cuotas del 33% en 2022-2023-2024	8,40%	5,30
US984245AL47	28/07/2025	8,50%	A vencimiento	8,70%	0,07



Fuente: Presentación Institucional 2T2015.

Resumiendo, los desafíos se centran en dejar atrás el atraso cambiario y en que los precios internacionales se estabilicen en un escalón más alto. Por el momento, la compañía viene navegando bien las aguas turbulentas con la ayuda de una normativa favorable. A los precios actuales, los ratios de valuación son atractivos (P/E: 15 y Precio/Valor Libros: 170%). La gran oportunidad continúa siendo el potencial desarrollo del shale, algo así como un call gratis en las cotizaciones actuales.