

VALORACIÓN ACCIÓN COMENTARIO

Fitch califica las notas de cambio propuestas de YPF 'CCC' / 'RR4'

Jue 02 Jul, 2020-13: 18 ET

Fitch Ratings - Nueva York - 02 de julio de 2020: Fitch Ratings asignó una calificación de 'CCC' / 'RR4' al canje de notas propuesto con vencimiento en 2025 por las notas sin garantía de YPF de \$ 1.000 millones con vencimiento en 2021. La calificación refleja la opinión de Fitch de que la transacción sí no constituye una reducción material en los términos originales de la transacción. El intercambio comprende un pago en efectivo del 10% y el 95% del principal original que se refinanciará durante el período de la fecha de participación temprana que expira el 16 de julio de 2020. A partir de entonces, el pago en efectivo será del 5%, con el 95% restante a se refinanciará, expirando el 30 de julio de 2020. Además, YPF está ofreciendo el mismo cupón del 8,5%, y los nuevos bonos clasificarán pari-passu en prioridad de pago con todas sus obligaciones actuales y futuras no subordinadas y no garantizadas con los convenios siendo sin alterar.

Las calificaciones de YPF continúan siendo calificadas de acuerdo con los criterios de las entidades relacionadas con el gobierno (GRE) de Fitch. No obstante, la calificación soberana argentina es 'RD' luego de que las autoridades no hayan pagado los intereses de tres bonos soberanos dentro del período de gracia estipulado de 30 días que expiró el 22 de mayo de 2020. El soberano continúa negociando con los acreedores por un acuerdo integral. reestructuración de sus bonos externos. Fitch cree que las calificaciones de YPF están en línea con el techo país de Argentina, que en 'CCC' representa que el incumplimiento es una posibilidad real.

YPF es propiedad mayoritaria del gobierno, y la compañía es estratégicamente importante para el país. La participación de mercado dominante de YPF en el suministro de combustibles líquidos en Argentina, junto con su gran huella de producción de hidrocarburos en el país, podría exponer a la empresa a la intervención del gobierno a través de políticas de precios o estrategias de inversión. Argentina ejerce un fuerte control sobre YPF a través de regulaciones de energía y / o su 51% de interés económico en la compañía. Además, Fitch cree que Argentina tendría fuertes incentivos para apoyar a la compañía en una situación de dificultad como resultado de las fuertes implicaciones sociopolíticas y financieras de un incumplimiento.

CONDUCTORES CLAVE

Vinculos con Sovereign: YPF tiene un vínculo estrecho con la República Argentina desde la estructura de propiedad de la empresa, así como las recientes intervenciones gubernamentales. Argentina controla la compañía a través de su participación del 51%, la presencia de funcionarios del gobierno provincial en la junta directiva y diversas regulaciones. Además, la república a veces rige la estrategia de la empresa y las decisiones comerciales. El gobierno argentino tiene una historia de interferencia significativa en el sector de **petróleo** y gas. Por ejemplo, a través del Decreto No. 1277, el gobierno estableció regulaciones relacionadas con los niveles de inversión en el sector de **petróleo** y gas y los puntos de referencia de precios internos; En 2019, emitió el Decreto 566/19, que afectó negativamente los flujos de efectivo de YPF. Aunque YPF es una compañía energética líder en Argentina, las políticas gubernamentales continúan presentando desafíos.

Riesgo de refinanciamiento: YPF enfrenta un mayor riesgo de refinanciamiento, que se ve exacerbado por la negociación en curso del gobierno federal con los tenedores de bonos internacionales. YPF ha demostrado la capacidad de transferir con éxito las emisiones de bonos locales y bancarios a corto plazo, lo que Fitch supone tendrá un costo incremental. Sin embargo, YPF y otras empresas argentinas tienen opciones limitadas para refinanciar bonos internacionales. Fitch estima que YPF tiene una relación EBITDA a gastos por intereses de 2.5x en 2020 y un promedio de 3.0x de 2021-2023; Fitch espera que YPF pueda intercambiar la mayoría de su nota pendiente de \$ 1.000 millones y refinanciar los próximos vencimientos durante el horizonte calificado.

Perfil de apalancamiento: YPF mantiene un perfil de apalancamiento conservador al considerar la deuda total al EBITDA en 2019 de 2.4x, en línea con un Perfil de crédito independiente (SCP) 'bb', pero la compañía tiene un alto apalancamiento con una deuda total de USD8.8 mil millones en comparación con 1.100 millones de reservas 1P (probadas), lo que equivale a USD8,00 barriles de **petróleo** equivalente (boe) por 1P, lo que es consistente con la categoría 'b'. Fitch estima que la deuda total a EBITDA aumentará a 3.3x en 2020, mientras que la vida útil de la reserva se mantendrá relativamente estable.

Disminución de la producción: Fitch cree que la disminución de la producción de YPF y la débil vida de reserva desde 2016 es un problema continuo. En 2019, YPF anunció una producción total de 514,000 boe por día, un 3% menos que el promedio de 2018 de 530,000 boe por día. La disminución se atribuye principalmente a una disminución del 5,5% en la producción de gas en 2019 en comparación con 2018. A partir de YE 2019, YPF informó una vida de reserva de aproximadamente 5,7 años y 1P de 1,073 millones de boe. El caso base de Fitch supone que YPF priorizará el fortalecimiento de su liquidez y, como resultado, reducirá el gasto de capital en consecuencia para seguir siendo FCF positivo, a costa de un perfil de producción en declive.

Entorno operativo volátil: El entorno económico volátil en Argentina ha impedido que YPF implemente su estrategia comercial, es decir, desarrollo no convencional en Vaca Muerta. La reciente cuarentena debido al brote de coronavirus ha estresado aún más a la compañía, ya que la demanda de combustibles ha disminuido, los volúmenes de gasolina disminuyeron en un 70% y el diesel en un 36%, con una disminución de la demanda total del 50% en abril de 2020, en comparación con el año anterior. . Fitch estima que el PIB real de Argentina se contraerá un 8,3% en 2020, después de una tasa de crecimiento promedio negativa en los últimos tres años. Se espera que la inflación promedie un 50% entre 2020 y 2022, y se estima que la relación deuda pública / PIB sea del 105% en 2020 y del 109% en 2021, con una mayoría de la deuda pública externa del 75% al 80% sobre el mismo período de tiempo.

Mayores controles de capital: YPF ha mantenido un sólido perfil de liquidez, pero Fitch cree que las medidas de control de capital recientemente anunciadas, que requieren que las entidades con activos en el extranjero usen primero esos recursos para cumplir con las obligaciones internacionales antes de recurrir a los mercados de divisas oficiales de Argentina, presentan riesgos significativos para las empresas en Argentina incluyendo YPF. Esta medida presionará la liquidez, ya que las empresas aprovecharán sus reservas internacionales para cumplir mientras acumulan efectivo en Argentina, lo que Fitch espera que sea más equilibrado entre los pesos argentinos y el dólar estadounidense. Esto expondrá a las empresas a mayores horas extras de riesgo cambiario, ya que sus gastos por intereses y deuda están predominantemente en dólares estadounidenses.

RESUMEN DE DERIVACIONES

El vínculo de YPF con el soberano es similar en naturaleza a sus pares de compañías petroleras nacionales latinoamericanas (NOC), a saber, PEMEX (BB- / Negativo), Petrobras (BB- / Negativo) y **Ecopetrol** (BBB- / Negativo), y entidades gubernamentales ENAP (A / Negativo) y Petroperú (BBB + / Estable). Todas estas compañías tienen un fuerte vínculo con sus respectivos soberanos dada su importancia estratégica para cada país y la posible implicación social y financiera negativa que podría tener un incumplimiento a nivel nacional.

Los pares comerciales más cercanos de YPF son Pemex, Petrobras y **Ecopetrol**. La producción total de YPF promedió 514 mil boe/d, y la vida útil de reserva fue de 5,7 años, lo más comparable a **Ecopetrol** con una producción en 2019 de 725 miles de boe/d y una vida útil de reserva de 7,8 años, pero menos que la producción de Petrobras de 2.6 millones de boe/d y vida útil de reserva de 10 años y producción de Pemex en 2.8 millones de boe/d y una vida útil de reserva de 9.5 años.

YPF tiene una sólida estructura de capital que informa un índice de apalancamiento bruto que definió una deuda total a EBITDA de 2.4x en 2019 y una deuda total a 1P de USD7.67 por boe en comparación con **Ecopetrol** en 1.1x en 2019 y una deuda total de USD5.80 a 1P, Petrobras a 2.3x y USD6.60 por boe y Pemex a 6.2x y USD14,70 por boe.

A diferencia de sus pares ENAP, Petrobras, Pemex y Petroperú, YPF no es el único proveedor de combustibles refinados en Argentina. En 2019, la compañía tenía una participación de mercado de casi el 60%. YPF es una compañía energética integrada, similar a Petrobras y Pemex, que ofrece a la compañía más flexibilidad financiera, mientras que ENAP es predominantemente una compañía de refinación que vende a los vendedores. Históricamente, YPF ha operado de manera autónoma con controles periódicos de los precios del combustible y el crudo, que actualmente están en vigencia. Al igual que Pemex y Petrobras, YPF ha administrado una política de precios de paridad de importación, pero sigue habiendo evidencia de intervención gubernamental con el Decreto 466/19 y otros controles de precios en 2018 para controlar la inflación, que se proyecta será del 50% en 2020. Hasta hace poco, YPF ha tenido éxito en ajustar la diferencia entre la paridad de importación y los precios locales.

En comparación con las entidades enfocadas en sentido descendente ENAP y Petroperú, YPF tiene una relación deuda / EBITDA total más baja de 2.4x en 2019 en comparación con ENAP en 6.7x y Petroperú de 18.0x. El elevado apalancamiento de Petroperú se explica por su plan de inversión para aumentar la capacidad para 2021, mientras que ENAP ha mantenido un perfil de apalancamiento más alto durante un período prolongado de tiempo, pero la compañía es altamente estratégica para los gobiernos chilenos, por lo que su calificación está alineada como resultado. .

SUPUESTOS CLAVE

Supuestos clave de Fitch dentro del caso de calificación de la agencia para el emisor

- Producción bruta promedio de 421,000 boe desde 2020-2023;
- YPF podrá aumentar los precios internos en pesos, pero no lo suficiente como para reflejar completamente el impacto de la reciente depreciación del peso y el aumento internacional de los precios de los hidrocarburos;
- Criollo Barrel de \$ 45 barril (bbl) en su lugar para 2020 y el precio de Fitch desde 2021 hasta 2023 de \$ 48bbl en 2021, \$ 53bbl en 2022 y \$ 55bbl a largo plazo;
- Los precios del gas natural disminuyen a \$ 2.70MMBTU en 2020, \$ 3.00MMBTU en 2021, \$ 3.25MM en 2022 y \$ 3.57 en 2023;
- Corte de capital para ser FCF positivo en el horizonte calificado debido al riesgo de refinanciamiento;
- El volumen de ventas aguas abajo sigue las previsiones del PIB real para 2021-2023.

SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción / actualización de calificación positiva:

- La calificación de incumplimiento de emisor (IDR) de moneda extranjera (FC) está limitada por el límite máximo del país de Argentina y, por lo tanto, una actualización solo puede ocurrir si hay una mejora del límite máximo del país de Argentina.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa / rebaja:

--The country ceiling of Argentina is currently at the lowest level (CCC) allowed under Fitch's según los criterios soberanos de Fitch; por lo tanto, una rebaja de la IDR de FC y moneda local (LC) reflejaría la creencia de Fitch de que un incumplimiento de algún tipo parece probable o que se ha iniciado un proceso de incumplimiento o similar para el corporativo, que estará representado por 'CC' o 'C' calificación.

MEJOR / PEOR ESCENARIO DE CALIFICACIÓN DE CASOS

Las calificaciones crediticias en escala internacional de los emisores corporativos no financieros tienen el mejor escenario de mejora de calificación (definido como el percentil 99 de las transiciones de calificación, medido en una dirección positiva) de tres niveles en un horizonte de calificación de tres años; y un escenario de rebaja de calificación en el peor de los casos (definido como el percentil 99 de las transiciones de calificación, medido en una dirección negativa) de cuatro niveles durante tres años. El rango completo de calificaciones crediticias en el mejor y el peor de los casos para todas las categorías de calificación varía de 'AAA' a 'D'. Las calificaciones crediticias en el mejor y peor de los casos se basan en el desempeño histórico. Para obtener más información sobre la metodología utilizada para determinar las calificaciones crediticias del mejor y peor de los casos para un sector específico, visite <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579> .

LIQUIDITY AND DEBT STRUCTURE

Challenged Liquidity: YPF reported \$1.2 billion in cash and cash equivalents in 1Q20. Per Fitch's estimates, this covers roughly one year of interest expense. The company faces a challenging interest. La compañía enfrenta un perfil de vencimiento de deuda desafiante, pero Fitch asume que la compañía transferirá financiamiento comercial, préstamos bancarios y bonos en el horizonte calificado. Sin embargo, la liquidez de la compañía se ve desafiada por los controles de capital que requieren que las compañías utilicen sus propias reservas en dólares estadounidenses para pagar sus deudas e importaciones antes de acceder al mercado oficial de divisas en Argentina. Se espera que esta debilite su flexibilidad y aumente su riesgo de devaluación del peso.

FECHA DEL COMITÉ RELEVANTE

25 de junio de 2020

REFERENCIAS PARA FUENTE DE MATERIAL SUSTANCIAL CITA COMO LIDER DE CLASIFICACIÓN

Las principales fuentes de información utilizadas en el análisis se describen en los Criterios aplicables.

ACCIONES DE CALIFICACIÓN

ENTIDAD / DEUDA	CLASIFICACIÓN	RECUPERACIÓN
YPF SA		
● Senior sin garantía	LT CCC	Nueva calificación RR4

VER DETALLES DE CALIFICACIÓN ADICIONALES

Información adicional está disponible en www.fitchratings.com

CRITERIOS APLICABLES

[Criterios de calificación corporativa \(publicación 01 de mayo de 2020\)](#) (incluida la sensibilidad de la suposición de calificación)

MODELOS APLICABLES

Los números entre paréntesis que acompañan a los modelos aplicables contienen hipervínculos a los criterios que proporcionan una descripción de los modelos.

Modelo de monitoreo y pronóstico corporativo (modelo COMFORT), v7.9.0 (1)

DIVULGACIONES ADICIONALES

[Estado de solicitud](#)

[Política de respaldo](#)

ESTADO DE ENDOSO

YPF SA Respaldo por la UE

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

TODAS LAS CLASIFICACIONES DE CRÉDITO FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y DESCARGOS DE RESPONSABILIDAD. LEA ESTAS LIMITACIONES Y DESCARGOS DE RESPONSABILIDAD SIGUIENDO ESTE ENLACE: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings> . ADEMÁS, LO SIGUIENTE

[LEER MAS](#)

DERECHOS DE AUTOR

Copyright © 2020 por Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o retransmisión total o parcial está prohibida excepto con permiso. Todos los derechos reservados. Al emitir y mantener sus calificaciones y al hacer otros informes (en

[LEER MAS](#)

ESTADO DE SOLICITUD

Las calificaciones anteriores fueron solicitadas y asignadas o mantenidas a solicitud de la entidad / emisor calificado o un tercero relacionado. Cualquier excepción sigue a continuación.

POLÍTICA DE APROBACIÓN

El enfoque de Fitch para la aprobación de calificaciones para que las calificaciones producidas fuera de la UE puedan ser utilizadas por entidades reguladas dentro de la UE con fines regulatorios, de conformidad con los términos del Reglamento de la UE con respecto a las agencias de calificación crediticia, se puede encontrar en la página de [Divulgaciones regulatorias de la UE](#) . El estado de aprobación de todas las calificaciones internacionales se proporciona dentro de la página de resumen de la entidad para cada entidad calificada y en las páginas de detalles de transacciones para todas las transacciones financieras estructuradas en el sitio web de Fitch. Estas divulgaciones se actualizan diariamente.

Energía y Recursos NaturalesFinanzas corporativas: mercados IntermediosFinanzas corporativasFinanzas corporativas: finanzas apalancadasAmérica latínaArgentina

