

## COMENTARIO DE ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

# Fitch rebaja los IDR de YPF a 'RD' al finalizar el intercambio; Posteriormente actualizado a 'CCC'

18 de febrero de 2021-12: 01 ET

Fitch Ratings - Nueva York - 18 de febrero de 2021: Fitch Ratings rebajó las calificaciones de incumplimiento de emisor (IDR) en moneda local y extranjera a largo plazo de YPF SA a 'RD' desde 'C', debido a la conclusión de su oferta de canje anunciada. Fitch actualizó simultáneamente las IDR en moneda local y extranjera a largo plazo de YPF a 'CCC' desde 'RD', y actualizó las notas senior no garantizadas de la compañía a 'CCC' / 'RR4' de 'C' / 'RR4'. El perfil crediticio individual se revisó a 'b' desde 'c'.

La rebaja y la actualización simultánea reflejan la finalización del canje anunciado por sus siete bonos internacionales en circulación por un total de notas de 6.200 millones de dólares. Según los "Criterios de canje de deuda en dificultades" de Fitch, los IDR se rebajan a 'RD' una vez finalizados y se vuelven a calificar ya que el canje dio como resultado una reducción sustancial en los términos originales de los bonos, evidenciada por la extensión de los vencimientos y el pago de cupones descontados para dos años desde la emisión de los nuevos pagarés.

El 11 de febrero de 2021, YPF anunció los resultados de la oferta de canje. YPF recibió un 59,79% de aceptación para canjear los pagarés en circulación de marzo de 2021 por los nuevos pagarés senior garantizados de 2026, que están garantizados por una cuenta de reserva y pago, y con el 50% de la participación de YPF en YPF Luz comprometida como garantía. Los tenedores de bonos hold-out recibieron el pago en efectivo por el 40,21% pendiente, el cual fue aprobado por el Banco Central de Argentina y liquidado. YPF también anunció que recibió 43,12% de canje por sus pagarés de abril de 2024, 37,15% por su de marzo de 2025, 24,55% por su de julio de 2025, 19,07% por su de julio de 2027, 20,21% por su de junio de 2029 y 28,45% por su de 2047.

En conjunto, al incluir la oferta de canje de 2021, YPF canjeó con éxito \$ 2 mil millones de sus bonos en circulación por \$ 6,2 mil millones. El intercambio de \$ 2 mil millones se asignó entre tres bonos. Primero, \$ 775 millones para los pagarés senior garantizados en 2026, que tendrán un cupón del 4.0% durante los primeros dos años hasta diciembre de 2022, y del 9% a partir de entonces, con un pago de amortización trimestral realizado igualmente a partir de 2023. En segundo lugar, \$ 748 millones para el El bono senior no garantizado con vencimiento en 2029 se emitió con un cupón del 2.5% durante los primeros dos años hasta diciembre de 2022, y el 9% a partir de entonces con pagos de amortización semestrales iguales a partir de 2026. En tercer lugar, \$ 576 millones para el bono senior no garantizado con vencimiento en 2033 con un cupón de 1.5% hasta 2022 y 7% a partir de entonces con amortización anual a partir de 2029.

Fitch estima que la oferta de canje le ahorrará a YPF aproximadamente \$ 105 millones en gastos por intereses anualmente hasta fines de 2022, que Fitch espera que la compañía asigne al gasto de capital upstream para aumentar la producción, aumentando la producción en hasta 40,000 boed, asumiendo que los pozos no convencionales promedian el costo es de \$ 5,5 millones en Vaca Muerta y cada pozo nuevo produce un promedio de 1.000 boed. Después de 2022, Fitch estima que el interés anual de la compañía por sus bonos internacionales desde 2023 hasta 2025 será aproximadamente \$ 50 millones más alto antes de la oferta de canje. Sobre una base consolidada, Fitch's estima que los gastos por intereses anuales de YPF promediarán \$ 700 millones hasta 2023.

Las calificaciones de YPF están en línea con los "Criterios de entidades relacionadas con el gobierno (GRE)" de Fitch. YPF es propiedad mayoritaria del gobierno y 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 energéticas y / o su participación económica del 51% en la empresa. Además, Fitch cree que Argentina tendría fuertes incentivos para apoyar a la empresa en una situación de apuro como resultado de las fuertes implicaciones sociopolíticas y financieras de un incumplimiento.

## CONDUCTORES CLAVE DE CLASIFICACIÓN

Vínculos con Sovereign: YPF está estrechamente vinculada a la República Argentina debido a su estructura de propiedad, así como a intervenciones gubernamentales recientes. Argentina controla la empresa a través de su participación de 51% y funcionarios del gobierno provincial forman parte del directorio de la empresa. Además, la república a veces gobierna la estrategia y las decisiones comerciales de la empresa. El gobierno argentino tiene un historial 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 puntos de referencia de precios internos.

En 2019, el gobierno emitió el Decreto 566/19, que afectó negativamente los flujos de caja de YPF. Si bien YPF es una empresa líder en energía en Argentina, las políticas gubernamentales continúan presentando desafíos, inhibiendo su estrategia comercial.

Apalancamiento moderado: Fitch cree que YPF tiene un perfil de apalancamiento moderado debido principalmente a una alta deuda total / 1P y una débil relación EBITDA / gastos por intereses en 2020, que se espera que mejore en el horizonte calificado. Fitch estima que la deuda total / EBITDA de YPF será de 3.6x en 2020 y mejorará a un promedio de 2.3x sobre el horizonte calificado; sin embargo, la deuda total / 1P de YPF es alta, estimada en USD8,00 por boe, y es consistente con la categoría 'b'. Además, Fitch estima que el EBITDA a gastos por intereses de YPF será de 2.6x en 2020 y mejorará a un promedio de 4.0x a partir de entonces.

Perfil de alto costo de producción: El caso de calificación de Fitch asume que la producción se mantendrá estable con un promedio de 515,000boed durante el horizonte calificado. El costo de producción de YPF es ligeramente más bajo que el precio garantizado bajo Barril Criollo entre mayo y mediados de agosto de 2020 y el precio Brent asumido por Fitch para 2021 de USD48,00boe. Fitch estima los costos de medio ciclo de YPF de USD26,5boe y el costo de ciclo completo de USD41,5boe, que son altos y superiores al promedio para los jugadores de la región.

El alto costo de la compañía se atribuye principalmente a un costo de extracción superior al promedio de USD13,5boe y un alto costo de interés por barril de USD5,0boe en 2019, estimado por Fitch. Los precios implícitos de equilibrio de ciclo completo de la compañía estuvieron por encima de los precios promedio ponderados de realización del **petróleo** y el gas, principalmente como resultado de la disminución de los precios domésticos del gas y el alto nivel de producción de gas, que representa aproximadamente el 49% de la producción total durante 2019 (Crudo la producción de **petróleo** representó el 44% y los líquidos de gas natural el 7%).

Entorno operativo volátil: El entorno económico volátil en Argentina ha impedido que YPF implemente su estrategia comercial, es decir, el desarrollo no convencional en Vaca Muerta. Las medidas de cuarentena relacionadas con la pandemia han estresado aún más a la compañía, ya que la demanda de combustibles ha disminuido, los volúmenes de gasolina se redujeron en un 70% y el diésel en un 34%, el combustible para aviones en un 95%, con una disminución de la demanda total del 50% en abril de 2020, en comparación con el año anterior. Los volúmenes parecen haberse recuperado pero se mantienen por debajo de los promedios históricos.

Fitch estima que el PIB real de Argentina se contraerá un 11,2% en 2020, luego de una tasa de crecimiento promedio negativa durante los últimos tres años. Se espera que la inflación promedie 47% entre 2020 y 2022, y la relación deuda pública / PIB se estima en 102% en 2020 y 105% en 2021, siendo la mayor parte de la deuda pública externa entre 75% y 80% durante el mismo período de tiempo. .

## RESUMEN DE DERIVACIONES

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

Los negocios upstream más cercanos de YPF son Pemex, Petrobras y **Ecopetrol** . La producción total de YPF promedió 514.000 boed y la vida de la reserva fue de 5,7 años, más comparable con **Ecopetrol** con una producción de 725.000 boed en 2019 y una vida de reserva de 7,8 años, pero menor que la producción de Petrobras de 2,6 millones de boed y una vida de reserva de 10 años y la producción de Pemex en 2,8 millones de boed y una vida de reserva de 9.5 años.

YPF tiene una sólida estructura de capital que reporta un índice de apalancamiento bruto definido como **deuda total / EBITDA** de 2.4x en 2019 y **deuda total / 1P** de USD7.67 por boe en comparación con **Ecopetrol** a 1.1x en 2019 y USD5.80 **deuda total / 1P**. Petrobras a 2.3xy USD6.60 por boe y Pemex a 6.2xy 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 cercana al 60%. YPF es una empresa de energía integrada, similar a Petrobras y Pemex, que pertenece a la empresa más flexibilidad financiera, mientras que ENAP es predominantemente una empresa de refinación que vende a comercializadores.

Históricamente, YPF ha operado de manera autónoma con controles periódicos de precios de combustibles y crudo, que actualmente están vigentes. Al igual que Pemex y Petrobras, YPF ha intervenido con el gobierno con el Decreto 466/19 y otros controles, pero es evidencia de la intervención del gobierno con el Decreto 466/19 y otros controles de precios en 2018 para controlar la inflación, que se proyecta en 50% en 2020. Hasta hace poco, YPF ha logrado estrechar el diferencial entre la paridad de importación y los precios locales.

En comparación con las entidades enfocadas en el downstream ENAP y Petroperú, YPF tiene una razón de deuda total / EBITDA más baja de 2.4x en 2019 en comparación con ENAP en 6.7xy Petroperu en 18.0x. El elevado apalancamiento de Petroperu se explica por su plan de inversión para aumentar la capacidad al 2021, mientras que ENAP ha mantenido un perfil de apalancamiento más alto por un período prolongado, pero la empresa es altamente estratégica para los gobiernos chilenos, por lo que su calificación se alinea como resultado. .

## ENTIDADES

YPF SA

## CONTENIDO DEL EMISOR

Las empresas latinoamericanas comienzan a recuperarse

[Perspectivas crediticias corporativas de América Latina \(Tendencias crediticias del sector a observar en 2021\)](#)

Fitch rebaja la calificación de YPF SA a 'C' en la oferta de intercambio propuesta

El Plan Gas 4 de Argentina proporcionará cierta estabilidad de flujo de caja al sector

LATAM Energy (Oil & Gas) Mejorando las perspectivas en 2021

[Fitch Ratings Perspectiva 2021: Energía en](#)

## CONTENIDO RECOMENDADO

Fitch evalúa los bonos senior no garantizados de ocho años propuestos por Comstock Resources 'B + ' / 'RR3'

Las plantas que no son de carbón representan la mitad de la capacidad energética de China por primera vez

[中国地区融资分化体现风险偏好差异 中资企业融资、流动性及违约观察 - 2021年1月](#)

Fitch planea retirar la calificación de Anton Oilfield Services Group

Fitch afirma que el IDR de Freeport-McMoRan

## ANALISTAS DE FITCH RATINGS

Saverio Minervini

Director

Analista de calificación primaria

+1212908 0364

Fitch Ratings, Inc.

Hearst Tower 300 W.57th Street Nueva York, NY 10019

Jose Ramon Rio

Director asociado

Analista de calificación secundaria

+56 2 2499 3316

Lucas Aristizábal

Director senior

Presidente del comité

+1 312 368 3260

## CONTACTOS DE MEDIOS

Elizabeth Fogerty

Nueva York

+1212908 0526

elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

## CLAVE DE CALIFICACIONES

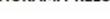
POSITIVO

NEGATIVO

EVOLUCIONANDO

ESTABLE

## PANORAMA RELOJ



## CLAVE DE CLASIFICACIONES DE RECUPERACIÓN

SUPERIOR BUEN

RR1 EXCEPCIONAL RR2 RR3 RR4 MEDIO RF

\* La calificación de incumplimiento de emisor a largo / corto plazo que se muestra en naranja indica calificaciones no solicitadas y no participativas de la UE o el Reino Unido

Quando hubo una revisión sin acción de calificación (Revisión - Sin acción), consulte el "Comentario de acción de calificación más reciente" para obtener una explicación de los factores clave de calificación.

\* El contenido premium se muestra en Fitch Red