

COMENTARIO DE ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

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

Viernes 08 de enero de 2021-16: 20 ET

Fitch Ratings - Nueva York - 08 de enero de 2021: Fitch Ratings rebajó la calificación de incumplimiento de emisor (IDR) en moneda local y extranjera de largo plazo de YPF SA (YPF) a 'C' de 'CCC'. Además, Fitch ha rebajado la calificación de las notas senior no garantizadas en circulación de YPF a 'C' / 'RR4' de 'CCC' / 'RR4', y el perfil crediticio independiente a 'c' de 'bb'.

Las rebajas reflejan la opinión de Fitch de que la oferta de canje anunciada y la solicitud de consentimiento de los siete bonos internacionales en circulación de YPF por un total de 6.200 millones de dólares representan un canje de deuda en dificultades, según los criterios de Fitch. Fitch ve la oferta como una reducción material de los términos originales debido al nivel de consentimiento de salida propuesto, disminución de cupones para los pagarés pendientes de 2024 y 2029 posteriores al intercambio y un período de gracia para el pago de intereses de dos años.

Fitch ve la oferta de canje como acelerada por la negativa del Banco Central de Argentina de permitir que YPF acceda al mercado cambiario local para liquidar los \$ 413 millones de su bono anterior de \$ 1,000 millones en circulación el 23 de marzo de 2021, que no fue canjeado en julio de 2020.

Como resultado, YPF ha anunciado una oferta de canje de varios tramos. Fitch entiende que a todos los bonistas de los bonos internacionales 2021, 2024, 2025, 2027, 2029 y 2047 en circulación de YPF se les ha ofrecido una oferta de dos partes diferente en la oferta de participación anticipada, que vence el 21 de enero de 2021. En todos los casos, los bonistas se les ha ofrecido una parte de los nuevos pagarés senior garantizados respaldados por exportaciones con vencimiento en 2026.

Además, a los tenedores de bonos de los pagarés al 8.5% con vencimiento en marzo de 2021 se les ha ofrecido una opción de pago en efectivo de \$ 157. A los tenedores de bonos de los pagarés al 8,75% con vencimiento en 2024 se les ofrecieron los nuevos pagarés al 8,5% con vencimiento en 2029. A los tenedores de bonos de marzo de 2025 se les ofrecieron los nuevos pagarés al 8,5% con vencimiento en 2029. A los tenedores de bonos de los pagarés al 8.5% con vencimiento en julio de 2025 se les han ofrecido los nuevos pagarés al 8.5% con vencimiento en 2029 y los pagarés al 7.0% con vencimiento en 2033. Finalmente, los tenedores de bonos de los pagarés al 6.95% con vencimiento en 2027, los pagarés al 8.5% con vencimiento en 2029 y los pagarés al 7.0% con vencimiento en 2047 Se ha ofrecido a los tenedores de bonos los nuevos pagarés del 7,0% con vencimiento en 2033.

En la consideración de cambio tardío, que vence el 4 de febrero de 2021, a los tenedores de bonos de los pagarés al 8.5% con vencimiento en 2021 se les ofrecerán los pagarés respaldados por exportaciones al 8.5% con vencimiento en 2026, sin pago en efectivo. A los tenedores de bonos de los pagarés de 2024 y marzo de 2025 se les ha ofrecido solo los pagarés de 8.5% con vencimiento en 2029. A los tenedores de bonos de los pagarés de 2025 se les han ofrecido tanto los nuevos pagarés de 8.5% con vencimiento en 2029 como los nuevos pagarés de 7.0% con vencimiento en 2033. Finalmente, los tenedores de bonos de la Las notas al 6.95% con vencimiento en 2027, las notas al 8.5% con vencimiento en 2029 y las notas al 7.0% con vencimiento en 2047 se ofrecen las nuevas notas al 7.0% con vencimiento en 2033.

Fitch entiende que los tres bonos posteriores al canje tendrán un período de gracia de dos años sobre intereses; después de lo cual, los intereses se pagarán trimestralmente y los pagarés comenzarán a amortizarse en cuatro cuotas iguales a cuatro años de sus respectivos vencimientos. La solicitud de consentimiento también propone despojar a los tenedores de bonos no participantes de sus convenios existentes (es decir, convenios restrictivos y ciertos eventos de incumplimiento) de todos los contratos de emisión de bonos. Las enmiendas propuestas requieren el voto afirmativo de los accionistas mayoritarios de al menos el 60% del monto principal total pendiente.

En ausencia de un voto de mayoría afirmativa, un segundo aviso definirá a los bonistas elegibles que representen una mayoría de al menos 30% como quórum. Fitch considera que esta oferta de canje propuesta es coercitiva y es una reducción material en los términos que diluye los derechos originales de los tenedores de bonos.

CONDUCTORES CLAVE DE CLASIFICACIÓN

Oferta de canje califica como DDE: La oferta de canje, si se acuerda, consistirá en un DDE bajo los criterios de Fitch, ya que los tenedores de bonos existentes enfrentan una reducción sustancial en términos y condiciones. Fitch considera que este intercambio se ve agravado por la denegación del banco central argentino de la solicitud de YPF de acceder al mercado cambiario local para reembolsar el principal pendiente de sus pagarés internacionales de 2021.

La oferta de intercambio anunciada se ve incentivada aún más por las necesidades de inversión de YPF requeridas por el nuevo plan de gas 4. Los niveles de FFO pronosticados por Fitch para YPF no son suficientes para pagar la deuda y simultáneamente invertir los niveles de inversión apropiados requeridos por el plan de gas 4. En consecuencia, la compañía está buscando asignar los pagos de gastos por intereses anuales promedio de alrededor de \$ 900 millones al gasto de capital mediante la solicitud del período de gracia de pago de intereses de dos años como parte del intercambio.

Vínculos con Sovereign: YPF tiene un vínculo estrecho con la República Argentina por la estructura de propiedad de la empresa, así como por intervenciones gubernamentales recientes. Argentina controla la empresa a través de su participación de 51%, la presencia de funcionarios del gobierno provincial en el directorio y diversas regulaciones. 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 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.

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 órdenes de cuarentena pandémica han tensionado aún más a la empresa, ya que la demanda de combustibles ha disminuido. Los volúmenes de gasolina cayeron un 70% y el diésel un 34%, el combustible para aviones 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.

YPF tiene un puntaje de relevancia ESG de '4' para la estructura de gobernanza debido a la participación mayoritaria del gobierno federal argentino en YPF, lo que tiene un impacto negativo en el perfil crediticio y es relevante para la calificación junto con otros factores.

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- / Negative) y **Ecopetrol** (BBB- / Negative), y de propiedad del gobierno. entidades ENAP (A- / Estable) y Petroperú (BBB + / Negative). 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.

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 energética integrada, similar a Petrobras y Pemex, que ofrece 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 administrado una política de precios de paridad de importación, 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 Petroperú 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

YPF SA

Verificación del progreso de la pandemia: **petróleo** y gas en América Latina (2T20 supera; los desafíos persisten)

Los recientes controles de capital en Argentina aumentan el riesgo de refinanciamiento

Fitch actualiza IDR en moneda extranjera de empresas argentinas seleccionadas

Fitch afirma las calificaciones de YPF SA en 'CCC'

Fitch Tasa las Obligaciones Negociables de Cambio Propuestas de YPF 'CCC' / 'RR4'

CONTENIDO RECOMENDADO

Enero de 2021

Fitch afirma los bonos senior garantizados y subordinados de Plains End Financing, LLC; Outlook estable

Centrais Eléctricas de Santa Catarina SA (Celesc)

惠譽確認中龍鋼鐵 [A + (tw)] 級評等；展望穩定

Fitch afirma las letras de cambio de Esso (Tailandia) en 'F2 (tha)'

Informe resumido de acciones de calificación de servicios públicos, energía y gas de EE. UU. Del cuarto trimestre de 2020

ANALISTAS DE FITCH RATINGS

Saverio Minervini

Director

Analista de calificación principal

+1212908 0364

Fitch Ratings, Inc.

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

Jose Ramon Rio

Director Asociado

Analista de Calificaciones Secundarias

+56 2 2499 3316

Jay Djemal

Director senior

Presidente del comité

+ 1312368 3134

CONTACTOS DE MEDIOS

Elizabeth Fogerty

Nueva York

+1212908 0526

elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

CLAVE DE CALIFICACIONES

POSITIVO



NEGATIVO



EVOLUCIONANDO



ESTABLE



CLAVE DE CLASIFICACIONES DE RECUPERACIÓN

SUPERIOR BUEN

RR1 EXCEPCIONAL RR2

RR3 RR4 MEDIO RIF

* 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

Cuando 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

