

Sólidos resultados operativos y financieros en el 1°T23 (pero sin mejoras QoQ). El petróleo no convencional sigue siendo el motor de crecimiento.

RESUMEN EJECUTIVO

Sostenemos nuestra recomendación a **COMPRAR** la acción de YPF (YPF) con un precio objetivo de USD 16,9 y un *upside* de +56% en dólares a 12 meses como escenario más probable.

A pesar del complicado contexto macroeconómico local, los ingresos aumentaron un 12,7% YoY (-8,8% QoQ) y el EBITDA aumentó un 5% YoY (+11,9% QoQ) a USD 1.044 M (23% por encima de los niveles prepandemia del 1°T20), impulsado principalmente por una fuerte producción de petróleo y mayores volúmenes de productos refinados.

La producción de petróleo y gas no convencional establece otro récord de 227 (+17% YoY). La producción bruta alcanzó los 511 mil barriles equivalentes de petróleo por día (kbpd) (+1% QoQ y 2,3% YoY), impulsada principalmente por una mayor producción de petróleo (+2,9% trimestral; +7,3% interanual).

La producción no convencional nuevamente ocupó el centro de atención y aumentó 5,8% QoQ (+17,4% YoY) hasta un nuevo récord de 227 kbpd (44% de la producción total, +6 p.p YoY), con un aumento significativo en la producción de *shale oil* del 8,6% QoQ (+31,4% YoY) hasta 93 kbpd y un aumento del 3,8% QoQ (+9,5% YoY) en la producción de *shale gas*.

La inversión de capital totalizó los USD 1.298 M, un aumento del 78% YoY (-9% QoQ), lo que implica una ejecución del 26% del guidance para el año fiscal 2023 de USD 5,0 Bn. Al igual que en el 4°T22, la generación de FCF fue negativa por un monto de -USD 17 M, y el FCF generado por las operaciones (USD 1.497 M) casi financió el importante plan de inversión establecido.

En términos de apalancamiento, la compañía cerró el trimestre con una deuda neta de USD 6.043 M, lo que resulta en una relación de deuda neta sobre EBITDA de 1,2x, por debajo del 1,5x de hace un año.

Los resultados de la compañía deberían seguir mejorando a lo largo del año con precios estacionales más altos del gas en Argentina y también con el crecimiento de la producción. **El inicio del oleoducto OTASA en el 2°T23 debería ayudar a YPF a desbloquear su potencial de crecimiento en Vaca Muerta y podría incrementar su producción de petróleo en aproximadamente 10-15 miles de barriles por día este año (+4%-6%).**

En el corto plazo la cotización de la compañía se vería influenciada principalmente por el precio del petróleo y las mejoras operativas en base al continuo crecimiento del shale oil, ya habiéndose despejado varias incógnitas entorno a los juicios.

También podrían impactar las noticias relacionadas con las elecciones presidenciales, las cuales deberían alcanzar un punto de inflexión en el 2°S23 a medida que nos acerquemos a la primera vuelta en octubre. En ese sentido, si un candidato favorable al mercado gana, el riesgo país en baja podría mejorar los flujos financieros, y así YPF beneficiarse.

Recomendación: **COMPRAR**
 Precio objetivo (12m): USD 16,9

17 de mayo de 2023

Resumen financiero

Precio acción	USD 10,85
Rendimiento esperado (base)	+56% USD
Capitalización bursátil (M de USD)	9.122,9
Valuación compañía (M de USD)	15.644,1
Beta vs. S&P 500	1,76
Precio Máx. (52 sem.)	USD 13,11
Precio Mín. (52 sem.)	USD 2,82
Variación (12M en USD)	155,8%

Múltiplos de valuación

	2021	2022	2023e	2024e
EV/EBITDA	2,5	3,0	3,1	2,8
PE	-	3,1	3,9	3,7
PBV	0,4	0,7	0,7	0,6
PS	0,2	0,4	0,5	0,5

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	13.238,4	18.757,0	19.132,1	19.514,8
Crec. YoY	-	41,7%	2,0%	2,0%
EBIT	620,0	2.482,0	2.505,0	2.602,4
Crec. YoY	-	300,3%	0,9%	3,9%
EBITDA	3.839,0	4.495,0	5.121,0	5.579,0
Crec. YoY	-	17,1%	13,9%	8,9%
Res neto	-33,7	2.234,0	2.317,6	2.485,4
Crec. YoY	-	-	3,7%	7,2%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	19,1%	27,0%	27,1%	30,6%
Margen operativo	4,7%	13,2%	13,1%	13,3%
Margen neto	-0,3%	11,9%	12,1%	12,7%
Margen EBITDA	29,0%	24,0%	26,8%	28,6%
ROE	-0,4%	23,7%	19,8%	17,6%
ROA	-0,1%	9,1%	8,6%	8,4%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda Neta/EBITDA	1,8x	1,4x	1,3x	1,2x
Deuda Neta/PN	81,8%	59,8%	50,7%	43,4%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	4.208,9	5.693,0	4.287,5	4.729,8
CF de inversión	-2.552	-4.016	-2.704	-3.090
CF financiero	-1.602	-1.227	-1.514	-1.448
Dif de cambio	28,6	-288,0	-41,3	-100,2
CF neto	82,7	162,0	27,4	90,7

Desempeño operativo 1°T23

Dentro de los elementos claves a destacar en la performance de la compañía en este trimestre se puede mencionar que continuó en el sendero de crecimiento promediando los 511 mil barriles equivalentes diario, incrementándose un 2% QoQ y un 1% YoY, producto de una sólida expansión interanual del 7% en la producción de crudo, alcanzando la marca trimestral más alta desde 2016. La producción de crudo shale mantuvo altas tasas de crecimiento, incrementando un 31% YoY, mientras que la producción de shale gas aumentó un 9% YoY, ambas en línea para cumplir los objetivos del año.

La demanda local de combustibles aumentó casi un 4% respecto al 1°T22, aunque disminuyó un 3% secuencialmente producto de la menor demanda de gasoil. Los niveles de procesamiento en las refinerías alcanzaron los 307 mil barriles diarios, la marca más alta de los últimos 13 años, aumentando un 5% secuencialmente y un 9% YoY, motivados por la renovación de la unidad de topping de la refinería de La Plata. Se alcanzó un nivel de utilización media del 94% en el 1°T23 por encima del 89% del 4°T22, y por encima del 86% del 1°T22.

En ese sentido, los ingresos registraron una suba del 12,7% YoY al pasar de USD 3.760 M en el 1°T22 a USD 4.238 M en el mismo período de 2023. En términos secuenciales, la disminución se explica principalmente por menores volúmenes despachados de gasoil, una contracción en las ventas de fertilizantes por estacionalidad, menores precios de los productos que correlacionan directamente con precios internacionales, tales como lubricantes, jet fuel (combustible para aviones), propano, petroquímicos y carbón, y una ligera disminución en los precios locales de combustibles.

Los costos operativos crecieron 28% YoY principalmente como resultado de una evolución negativa de las variables macroeconómicas como la inflación, los salarios, y la devaluación de la moneda. Sin embargo, los costos operativos se contrajeron un 8% QoQ principalmente a raíz de efectos estacionales y cargos no monetarios registrados en el 4°T22.

Por otro lado, las inversiones totalizaron US\$ 1.298 millones, incrementándose un 78% interanual mientras se contrajeron un 9% secuencial, representando un buen punto de partida para lograr el plan anual.

El flujo neto de efectivo de las actividades operativas fue casi suficiente para financiar el plan de inversiones, el pago de intereses y otros gastos, lo que resultó en un flujo de efectivo libre levemente negativo por -USD 17 M. Sin embargo, el flujo de caja libre en el 1°T23 fue mayor que el registrado en el 4°T22 de -USD 188 M.

Los resultados financieros netos del 2022 representaron una ganancia de USD 2 M en comparación con la ganancia de USD 120 M registrada en el 4°T22. Esta variación se debió principalmente a un resultado positivo extraordinario relacionado a la provisión para obligaciones para el abandono de pozos de hidrocarburos registrada en el 4°T22 y la menor devaluación de la moneda Argentina lo que provocó una disminución de las diferencias de cambio netas.

Por su parte, la compañía registró una ganancia neta de USD 341 M en el 1°T23, frente a la ganancia neta de USD 267 M del 1°T22. La ganancia neta registró un incremento de 27,7% interanual.

RESULTADOS FINANCIEROS 1°T23 en M de USD

				Variación %	
	1°T23	4°T22	1°T22	4°T22/3°T22	4°T22/4°T21
Ingresos por Ventas	4.238,00	4.645,00	3.760,00	-8,8	12,7
Resultado bruto	939,00	944,00	939,00	-0,5	0,0
Resultado operativo	335,00	442,00	404,00	-24,2	-17,1
Ganancia o pérdida neta	341,00	464,00	267,00	-26,5	27,7
Flujo Libre de Efectivo	-17,00	-188,00	379,00	-91,0	-104,5
EBITDA Ajustado	1.044,46	933,33	995,25	11,9	4,9
Deuda Bruta	7.339,00	7.088,00	7.242,00	3,5	1,3
Deuda Neta	6.043,00	5.996,00	5.913,00	0,8	2,2
Deuda Neta/EBITDA	5,79	6,42	5,94	-9,9	-2,6

Fuente: YPF

El EBITDA ajustado del 1ºT23 ascendió a USD 1.044 M, incrementándose un 11,9% en comparación al 4ºT22. Esta variación se debió principalmente por la expansión de la producción de crudo, el incremento en los niveles de procesamiento en nuestras refinerías y menores costos operativos, compensados parcialmente por menores precios de venta de productos con correlación a cotizaciones internacionales y, en menor medida, de combustibles locales.

Al 31 de marzo de 2023, la deuda neta consolidada de YPF totalizó USD 6.043 M, aumentando USD 47 M QoQ y USD 130 M YoY. Y a pesar de este pequeño aumento de la deuda neta, el mayor EBITDA Ajustado de los últimos doce meses permitió mantener el ratio de apalancamiento neto en 1,2x.

En materia de financiamiento, además de la emisión de bonos locales a principios de enero por un monto de USD 300 M, la Compañía captó también líneas locales de financiamiento de operaciones comerciales por un monto aproximado de USD 160 M. Recientemente, en abril, la empresa volvió a acceder al mercado de capitales local por un monto total de USD 200 M, mediante la emisión de un bono en dólares a 4 años plazo, con una tasa de interés del 1%, por un monto de USD 37 M, un bono nominado en dólares a 2 años, con un rendimiento implícito al vencimiento de -5,2%, por un monto de USD 147 M, y una reapertura de un bono nominado en pesos con tasa de interés variable por un monto equivalente a USD 15 M.

Asimismo, en febrero de 2023, la Compañía firmó una línea de crédito sindicada comprometida con tres bancos locales por un monto equivalente a USD 120 M, con un plazo de disponibilidad de hasta un año.

En cuanto al perfil de vencimientos, la Compañía enfrenta vencimientos de deuda para los próximos doce meses por un monto de USD 1.002 M, que consisten principalmente en amortizaciones de bonos internacionales (habiendo ya pagado USD 303 M entre marzo y abril por amortizaciones de Obligaciones Negociables con vencimiento en 2024 y marzo de 2025), y USD 150 M por amortizaciones del Préstamo A/B con CAF, siendo el remanente facilidades comerciales, bonos locales y otros préstamos financieros.

En cuanto a las contingencias legales, en el caso Petersen y Eton Park, la corte de Nueva York desestimó la demanda de los demandantes contra YPF, lo que debería ayudar a disipar posibles contingencias.

Además, en el caso Maxus, YPF y Repsol firmaron un acuerdo de conciliación con Maxus Settlement Trust, que establece la liberación total y la descarga de todas las reclamaciones a cambio del pago de USD 287,5 M cada una.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que YPF finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de +3% en dólares, producto de la suba en el nivel de producción de la compañía acompañada de una relativa estabilización en la cotización internacional del petróleo y del volumen de ventas locales. Sin embargo, mantiene una elevada exposición al riesgo regulatorio argentino (se debe tener en cuenta que comercializa más del 88% de su producción en el país).

Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 27,1% frente a similar dato de 2022 (27,0%). Calculamos una mejora del resultado operativo a USD 2.505 M, mientras que su margen operativo sería 13,1%. Proyectamos que el EBITDA refleje un incremento respecto al año anterior, con el margen EBITDA ubicándose en 28,7% en 2023.

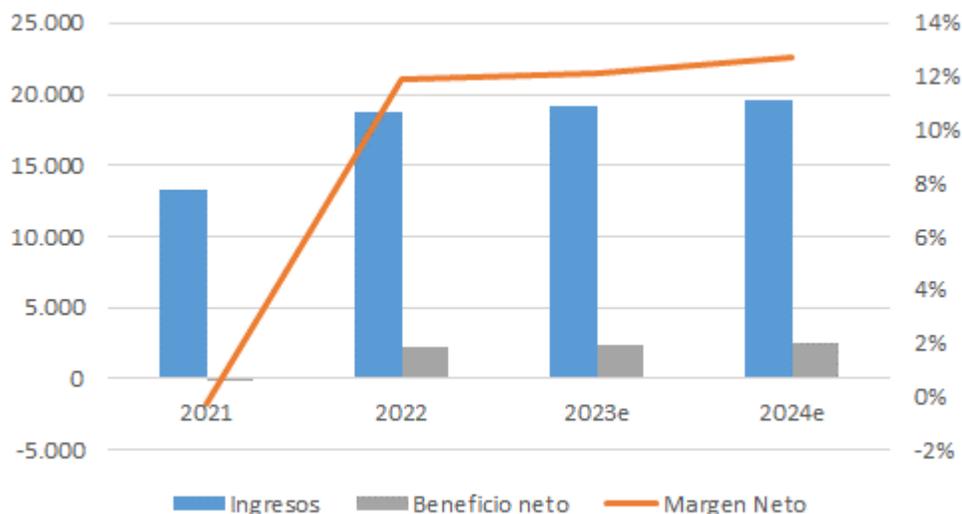
Se espera que el resultado financiero neto se ubique en valores positivos que no impactarían en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 12,1% en 2023, subiendo desde el 11,9% registrado en 2022.

De esta manera, podemos estimar un Price-to-Earnings (PE) *forward* 12M para este año de 3,9x ante los beneficios netos positivos esperados. Su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 19,8% y 8,6% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del capital cerraría en valores moderados, en torno a 50,7% en 2023. Es una cifra inferior a la observada en 2022 (59,8%) ante las expectativas de una expansión de su patrimonio neto.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA se ubicaría en torno a 1,2x a fines de 2023. La misma se mantendría estable en 2024, lo que daría cuenta de una baja dificultad para administrar sus pasivos a futuro. Se espera que el apalancamiento se reduzca, ya que el capital equivaldría al 45,6% del activo en 2023, para luego alcanzar el 50,0% en 2024.

YPF: evolución del ingreso, beneficio y margen neto



Fuente: elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares aumentarían +2,0%, al tiempo que la compañía pueda ajustar el precio de sus productos comercializados localmente, en línea con el aumento de la cotización internacional de los hidrocarburos.

Por su parte, proyectamos que el margen bruto se ubicaría en 30,6%, mientras que su margen operativo sería de 13,3%, el margen neto en 12,7% y el margen EBITDA en 28,6%. De esta forma, podemos estimar un PE *forward* 2024 de 3,7x ante las expectativas de un menor incremento en las ganancias netas.

Múltiplos comparables de valuación

Tomando como muestra algunas de las empresas energéticas más importantes del mundo, YPF presenta cifras operativas decentes, aunque sus indicadores patrimoniales son atractivos.

En términos de retornos, el ROE y el ROA es el cuarto más bajo de la muestra, al tiempo que la petrolera brasileña Petrobras, la estadounidense Exxon Mobil y la colombiana Ecopetrol exhiben las mejores cifras. Por ende, YPF aun no presenta una posición operativa sólida frente a la competencia.

Si analizamos los múltiplos de valuación, YPF exhibe un valor bajo de PS y PBV, lo que podría indicar que la compañía no se encuentra sobrevaluada (bajo estas métricas). Por su parte, las estadounidenses Chevron y Exxon Mobil presentan los registros más altos.

En lo que refiere al margen neto *trailing* 12M, la empresa argentina se encuentra en el tercer menor lugar de la muestra, pero ha mejorado con relación a seis meses atrás por lo que está logrando capitalizar la suba en la cotización de los commodities energéticos.

Finalmente, la relación del patrimonio sobre activo de YPF se encuentra en niveles cercanos a los de Petrobras y Repsol. En tanto que Chevron presenta el valor más elevado de la muestra.

ANÁLISIS COMPARATIVO RATIOS COMPARABLES: empresas petroleras

Nombre Completo	Precio USD	País	Ticker	Cap. Bursátil	P/B Trail. 12m	P/E Trail. 12m	EV/EB Trail. 12m	P/S Trail. 12m	Marg.neto (%)	ROE (%)	ROA (%)	PN / A (%)
YPF	11,0	Argentina	YPF	9.122,9	0,93	3,18	4,41	0,71	10,90	20,07	8,25	41,12
Pampa Energia	36,0	Argentina	PAM	4.244,6	4,56	11,50	15,17	6,08	23,87	24,17	11,43	47,30
Petrobras	11,5	Brasil	PBR	73.976,4	0,91	2,09	1,62	0,57	28,58	43,51	17,88	41,09
Ecopetrol	9,3	Colombia	EC	18.992,1	0,95	2,61	2,92	0,54	23,22	41,05	12,20	29,71
Chevron	157,6	EE.UU.	CVX	296.672,0	1,86	8,47	5,20	1,28	15,47	23,41	14,59	62,31
Exxon Mobil	105,6	EE.UU.	XOM	427.668,5	2,15	7,16	4,88	1,08	16,13	33,52	18,03	53,79
Shell	28,0	Reino Unido	SHEL	204.970,9	1,06	4,98	3,02	0,53	11,54	23,77	10,71	45,05
Repsol	13,3	España	REP	19.144,2	0,67	4,65	2,30	0,24	5,61	15,57	6,82	43,78
PetroChina	0,7	China	PTR	188.431,8	0,93	5,67	3,51	0,41	5,29	11,35	5,90	51,96
NK Rosneft	408,4	Rusia	ROSN	56.273,3	0,78	4,36	3,75	0,49	11,55	17,25	5,80	33,61

Fuente: Refinitiv

Gráfico de precio histórico

El precio del ADR de YPF cotiza entre sus medias móviles de 50 y 200 ruedas, las que a su vez marcaron un *golden cross* a mediados de septiembre de 2022.

YPF (YPF): últimos 12 meses, precio en USD. MA de 50 y 200 ruedas.



Fuente: Trading View

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	13.238,4	18.757,0	19.132,1	19.514,8
Costo de ventas	-10.710,0	-13.684,0	-13.951,2	-13.550,4
Resultado bruto	2.528,4	5.073,0	5.181,0	5.964,4
Gastos operativos	-1.676,9	-2.741,0	-2.911,4	-3.597,4
Otros ajustes operativos	-231,5	150,0	235,4	235,4
Resultado operativo	620,0	2.482,0	2.505,0	2.602,4
Resultado financiero neto	45,1	574,0	590,6	596,0
Resultado antes de impuesto	665,2	3.056,0	3.095,6	3.198,4
Impuesto a las ganancias	-698,8	-822,0	-778,0	-713,0
Ganancia o pérdida neta	-33,7	2.234,0	2.317,6	2.485,4
EBITDA	3.839,0	4.495,0	5.121,0	5.579,0
Deuda financiera	7.373,1	7.088,0	7.371,5	7.592,7
Efectivo y equivalentes	611,0	773,0	850,3	935,3
Deuda financiera neta	6.762,1	6.315,0	6.521,2	6.657,3
Deuda neta/EBITDA	1,8x	1,4x	1,3x	1,2x
Deuda neta/patrimonio	81,8%	59,8%	50,7%	43,4%
Patrimonio neto	8.264,6	10.552,0	12.869,6	15.355,0
Cantidad de acciones totales	392,6	392,6	392,6	392,6
Activo total	23.290,5	25.912,0	28.229,6	30.715,0
Relación Patrimonio/Activo	35,5%	40,7%	45,6%	50,0%
Capitalización bursátil	2.974,0	7.003,1	9.122,9	9.122,9
Valor de la empresa	9.736,1	13.318,1	15.644,1	15.780,2

Fuente: información pública de la empresa

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved