

15-01-2021



Reestructuración de deuda bajo ley extranjera de YPF



Estrategias pensadas a tu medida.

Contexto

- Escasez de Reservas Internacionales del BCRA y la necesidad de “racionalizar” las mismas implicó que se indicara a numerosas compañías la reestructuración de sus pasivos.
- YPF presenta una marcada caída de las ventas en dólares desde el año 2015. Marcado deterioro del margen EBITDA desde marzo de 2018 a septiembre 2019 (desde +34,57% a +23,57%). Apalancamiento histórico (Pasivo/Activos) en torno al 70%. Ratios de Liquidez y Tesorería ajustados.
- Importantes niveles de CAPEX para el sostenimiento de la actividad (USD 3.865 millones, promedio por trimestre anualizado).
- A pesar de todo, la compañía lograba mantener ratios de cobertura (EBITDA/Intereses) superiores a 3.
- Actualmente, la compañía carece de acceso al mercado internacional de capitales bajo “condiciones razonables”.
- La pandemia de Covid-19 impactó sensiblemente en las compañías del sector energético.

Canje de deuda: YPF reportó a la SEC que dos calificadoras bajaron la nota de los bonos

Lo hizo mediante un documento a la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC). S&P consideró un "incumplimiento" el canje sobre el bono 2021.

Canje

YPF: los acreedores califican de “hostil” la oferta que se les hizo para reestructurar la deuda

En una carta afirmaron que la señal que se envió es “sumamente negativa”. Dicen que están dispuestos a negociar y conversar.

LA NACION | ECONOMÍA | ACTUALIDAD ECONÓMICA

YPF: los acreedores quieren bloquear una propuesta clave para su futuro

Canje voluntario

- Si bien numerosas compañías reestructuraron por requerimiento del BCRA, en este caso observamos que se desea ir más allá. Estimamos que el objetivo es obtener un alivio sobre los flujos de fondos futuros por diversas razones.
- Caja e Inversiones de corto plazo en torno a los USD 1.000 millones, con vencimientos de deuda financiera de USD 855 millones en 2021. Los pagos de deuda recién se sobrecargan en los años 2024 y 2025. Según FixScr, el monto total de deuda a reestructurar se ubicaría en USD 6.230 millones.
- Entendemos entonces que la estrategia está alineada con los lineamientos utilizados en las reestructuraciones del sector público. Además, se busca enviar una señal adicional a los emisores privados del mercado de capitales.
- El Comité Ad Hoc de Tenedores de Bonos de YPF ya rechazó la oferta.

1

¿Cuáles son los títulos afectados?

ONs elegibles

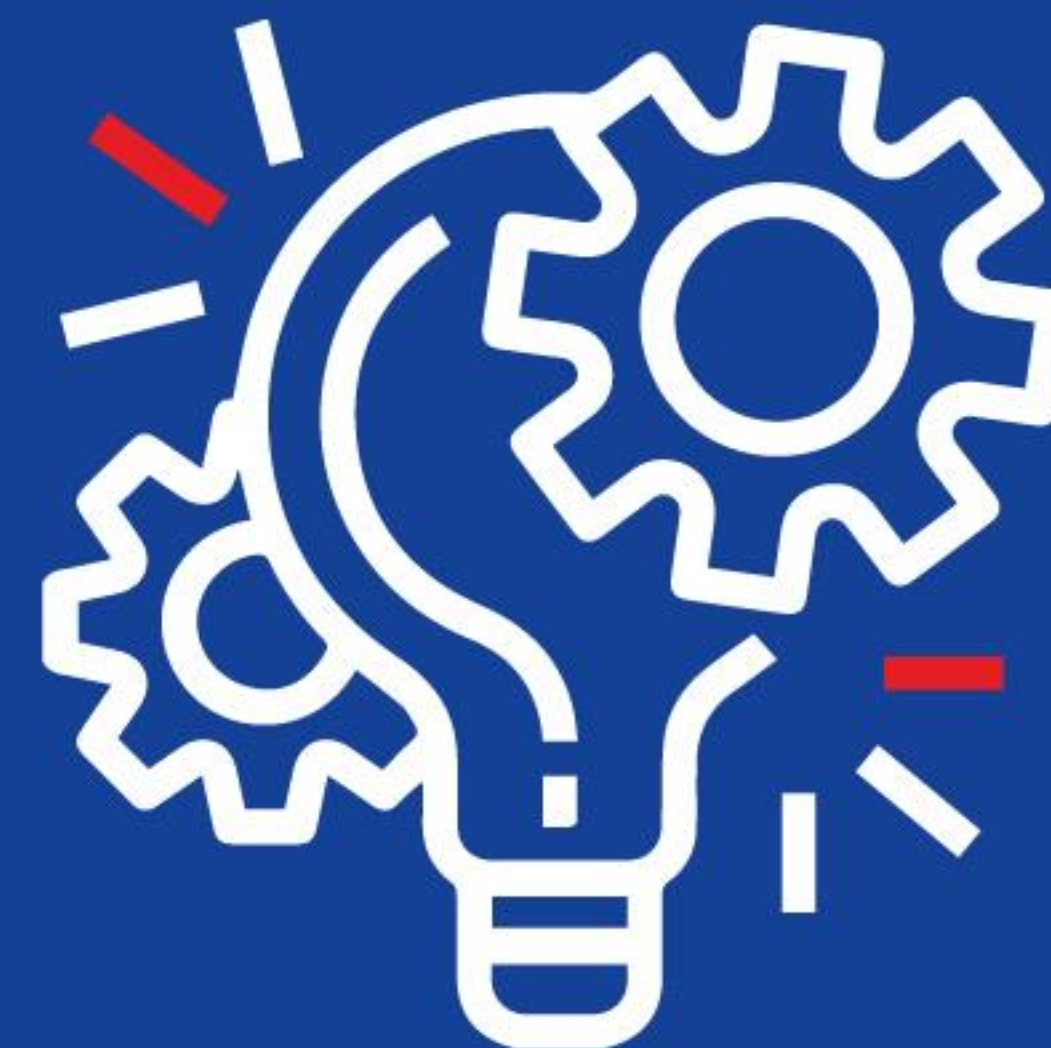
- Se propone la reestructuración de siete (7) bonos corporativos emitidos bajo la ley del estado de Nueva York:
 - YPF 8,5% 2021
 - **YPF 8,75% 2024 (ONs Clase XXVIII - YPCUO)**
 - YPF 8,5% 03-2025
 - **YPF 8,5% 07-2025 (ONs Clase XXXIX – YCA60)**
 - YPF 6,95% 2027
 - YPF 8,5% 2029
 - YPF 7% 2047
- No se encuentran afectadas por la presente operación ONs emitidas bajo ley argentina, ya sean Hard Dollar o Dollar Linked, como así tampoco aquellas emitidas por YPF Energía Eléctrica.
- Si existen obligaciones negociables bajo Ley Local que esperamos sean reestructuradas, como la YMC80 (Vto. 04-Mar-21), por estar afectada por la Comunicación “A” 7106 del BCRA. Sin embargo, probablemente su canje será abordado en una operación distinta de la actual.

2

¿Qué propone YPF?

La propuesta

- Sin quita de capital.
- Todos los bonos nuevos ofrecidos serán amortizables y no pagarán ni devengarán intereses (“período de gracia”) desde la fecha de liquidación del canje, hasta el 31/12/2022.
- Las ONs viejas se tomarán a Valor Técnico (Valor Residual más Intereses Corridos). Compensación en VN de la ON nuevas por los intereses no pagados en el período de gracia.
- Condiciones para dar por exitoso el canje:
 - Que tenedores elegibles que representen más del 70% de las ONs YPF 8,5% 2021 (Clase XLVII) se presenten al canje.
 - Se logre un monto de emisión mínimo de USD 500 millones en cada una de las nuevas series a emitir.
- Pedido de consentimiento
 - La eliminación de ciertas condiciones establecidas de las ONs viejas dejando despojados a los tenedores de las mismas de ciertas protecciones ante situaciones como default o cambio de control.
 - El objetivo es desincentivar las figuras del Hold-Out y del Free Rider.



Las nuevas ONs



ONs nuevas	Clase XVI (respaldada por exportaciones)	Clase XVII	Clase XVIII
Vencimiento	En noviembre 2026. A ser informado en "Aviso de Resultados".	En diciembre 2029. A ser informado en "Aviso de Resultados".	En septiembre 2033. A ser informado en "Aviso de Resultados".
Tasa de interés	0% hasta 31/12/2022, luego 8,5% nominal anual hasta el vencimiento.	0% hasta 31/12/2022, luego 8,5% nominal anual hasta el vencimiento.	0% hasta 31/12/2022, luego 7,0% nominal anual hasta el vencimiento.
Frecuencia intereses	Los intereses de las ONs Clase XVI se pagarán en forma trimestral en las fechas que serán informadas en el aviso de resultados.	Los intereses de las ONs Clase XVII se pagarán en forma semestral en las fechas que serán informadas en el aviso de resultados.	Los intereses de las ONs Clase XVIII se pagarán en forma semestral en las fechas que serán informadas en el aviso de resultados.
Amortización	En 15 (quince) cuotas trimestrales, de acuerdo al esquema de amortización que se informe en el aviso de resultados.	En 4 (cuatro) cuotas anuales, iguales y consecutivas según al esquema de amortización que se informe en el aviso de resultados.	En 4 (cuatro) cuotas anuales, iguales y consecutivas de acuerdo al esquema de amortización que se informe en el aviso de resultados.
Garantía	Garantizada por un derecho real de garantía en primer grado. Sobre ciertas cuentas por cobrar relacionadas con los productos exportables vendidos en virtud de acuerdos de ventas celebrados con traders ampliamente reconocidos en el mercado.	-	-
Condiciones de las ofertas de canje y solicitud de consentimiento	Además de la Condición de Emisión Mínima, la obligación de aceptar Obligaciones Negociables Existentes presentadas en cualquiera de las Ofertas de Canje y los Poderes entregados en la Solicitud de Consentimiento está sujeta a la satisfacción de ciertas condiciones previstas en el Suplemento, incluyendo que los Tenedores Elegibles que representen más del 70% del monto de capital total en circulación de las Obligaciones Negociables Clase XLVII presenten válidamente en canje sus Obligaciones Negociables Clase XLVII de conformidad con los Documentos de la Oferta de Canje y la Solicitud de Consentimiento (la "Condición de Canje Mínima de las Obligaciones Negociables Clase XLVII").		
Condición de emisión mínima	Que cada clase de nuevas ONs a ser recibidas por dicho tenedor elegible sean emitidas por un monto de capital total de no menos de US\$500.000.000 (en relación a cada oferta de canje).		
Ley aplicable	Legislación extranjera. Estado de Nueva York.		



Propuesta para cada ON elegible

- Participar en el canje anticipado implica recibir ONs con mayores garantías y recuperar el capital más rápidamente (con respecto al ingreso tardío). Quedarse fuera implica la pérdida de ciertas protecciones contractuales.
- Posibilidad de recibir una ON con vencimiento 2026 respaldada por flujos de exportaciones. Las mismas se cobran en cuentas off-shore de la compañía, se encuentran prendadas y administradas por un tercero. Se logra mitigar el riesgo regulatorio del mercado cambiario local.

ONs existente	Canje anticipado	Canje tardío
YPCUO	US\$ 511 en monto de capital de ONs respaldadas por exportaciones Clase XVI y US\$ 700 en monto de capital de Ons Clase XVII.	US\$ 1.211 en monto de capital de las ONs Clase XVII.
YCA60	US\$ 174 en monto de capital de capital de ONs respaldadas por exportaciones Clase XVI, US\$500 en monto de capital de ONs Clase XVII y US\$500 en monto de capital de ONs Clase XVIII.	US\$587 en monto de capital de ONs Clase XVII y US\$587 en monto de capital de capital de ONs XVIII.

Flujos de Fondos estimados

YPF 2026			
Fecha	Amort.	Cupón Anual	Cupón Trimestral
28/5/2023	7,50%	8,50%	2,10%
28/8/2023	7,50%	8,50%	2,10%
28/11/2023	7,50%	8,50%	2,10%
28/2/2024	7,50%	8,50%	2,10%
28/5/2024	7,50%	8,50%	2,10%
28/8/2024	7,50%	8,50%	2,10%
28/11/2024	7,50%	8,50%	2,10%
28/2/2025	2,50%	8,50%	2,10%
28/5/2025	2,50%	8,50%	2,10%
28/8/2025	2,50%	8,50%	2,10%
28/11/2025	2,50%	8,50%	2,10%
28/2/2026	7,50%	8,50%	2,10%
28/5/2026	10,00%	8,50%	2,10%
28/8/2026	10,00%	8,50%	2,10%
28/11/2026	10,00%	8,50%	2,10%

YPF 2029			
Fecha	Amort.	Cupón Anual	Cupón Semestral
30/6/2023	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2023	0,00%	8,50%	4,30%
30/6/2024	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2024	0,00%	8,50%	4,30%
30/6/2025	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2025	0,00%	8,50%	4,30%
30/6/2026	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2026	25,00%	8,50%	4,30%
30/6/2027	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2027	25,00%	8,50%	4,30%
30/6/2028	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2028	25,00%	8,50%	4,30%
30/6/2029	0,00%	8,50%	4,30%
30/12/2029	25,00%	8,50%	4,30%

YPF 2033			
Fecha	Amort.	Cupón Anual	Cupón Semestral
30/3/2023	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2023	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2024	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2024	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2025	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2025	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2026	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2026	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2027	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2027	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2028	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2028	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2029	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2029	0,00%	7,00%	3,50%
30/3/2030	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2030	25,00%	7,00%	3,50%
30/3/2031	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2031	25,00%	7,00%	3,50%
30/3/2032	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2032	25,00%	7,00%	3,50%
30/3/2033	0,00%	7,00%	3,50%
30/9/2033	25,00%	7,00%	3,50%



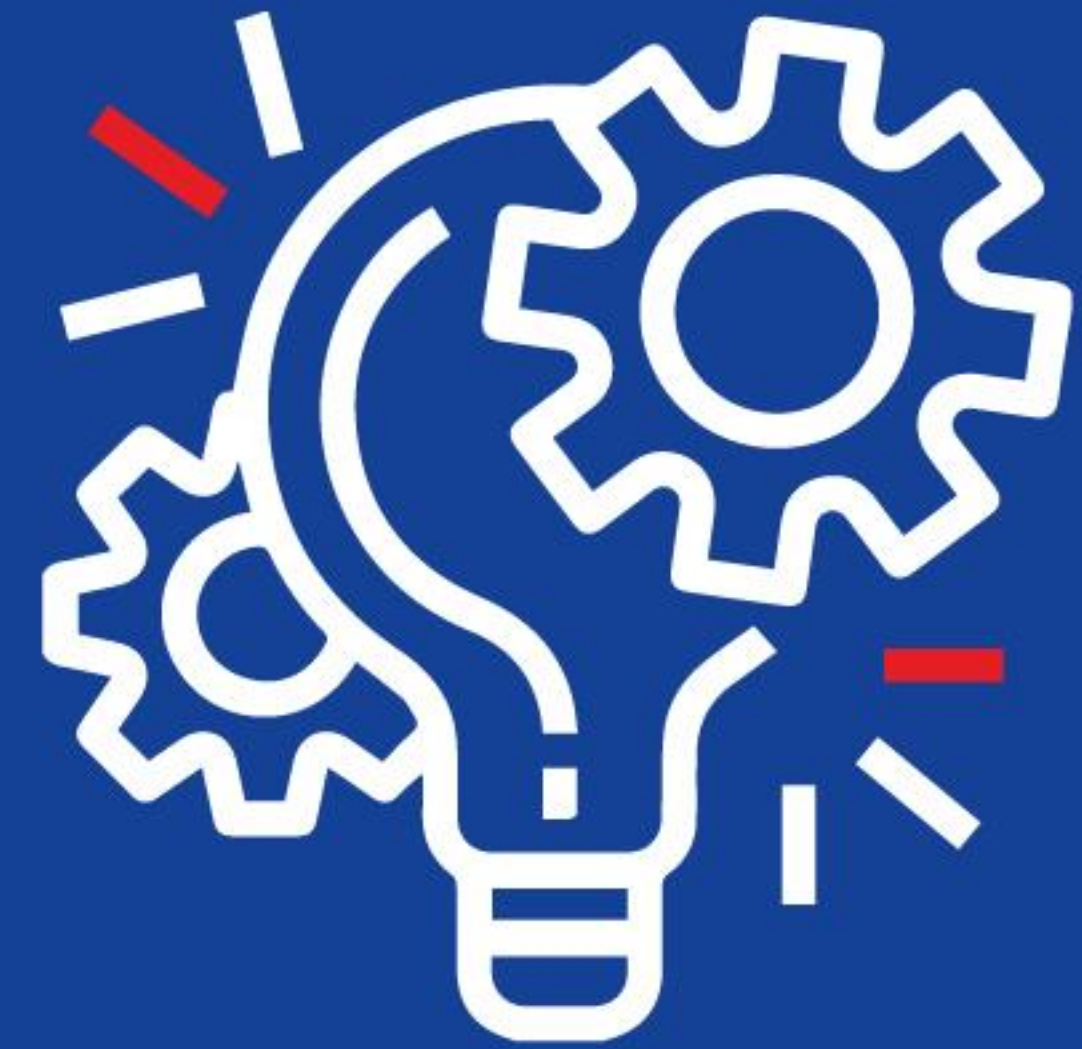
Advertencia: los flujos de fondos fueron estimados en función de una interpretación de TSA Bursátil del Suplemento de Precios y de información pública disponible en el mercado a los fines 100% ilustrativos. Las fechas exactas se conocerán con la publicación del Aviso de Resultados. El cuadro provisto podría estar sujeto a cambios materiales.

3

Análisis de la propuesta

Caso YPF 2024.

- La ON 2024 recibirá hasta su vencimiento USD 122,75 cada 100 nominales en concepto de capital de intereses.
- En caso de ingreso temprano, se recibirán VN 51,1 de la ON 2026 y VN 70 de la ON 2029. Los flujos futuros totalizarían USD 162,81 por cada 100 nominales de la YPCUO.
- Este análisis es incompleto, dado que no considera el valor tiempo del dinero como así tampoco el efecto de no recibir pagos en cash durante el periodo de gracia. Para completar el análisis realizamos un ejercicio de valuación.
- Considerando una Exit Yield del 14%, hemos valuado la propuesta en USD 80,26. Esto implica una pérdida en torno al -3,3% con respecto a los precios de ayer de la YPCUO.
- La Exit Yield implícita en la YPCUO se ubica en el rango de 13,0% a 13,5%.
- Con la participación en el canje, se obtendrían protecciones legales adicionales . Esto podría implicar que la ON 2026 observe una compresión de tasa a niveles inferiores a los planteados.





**Anticipate
a la jugada**

AGENDANOS
y envíanos un mensaje.

**+54 9 341
380 8828**





¡Muchas gracias!

ROSARIO MITRE 885 - PISO 1

+54 341 528 3840
contactoros@tsabursatil.com.ar

CÓRDOBA 25 DE MAYO 130 - PISO 1

+54 351 570 6713
contactocor@tsabursatil.com.ar



Estrategias pensadas a tu medida.

Consultas



?