

### Señales de menor interferencia gubernamental

Desde el inicio de su gestión en diciembre pasado, la Administración macrista adoptó diversas medidas sectoriales entre las que destacan: (i) un recorte de algo más del 10% en el precio del crudo en boca de pozo, (ii) la suba escalonada del precio de los combustibles como parte de un acuerdo con los distribuidores para contener la inflación, y (iii) la disolución de la comisión que regulaba el mercado de hidrocarburos desde 2012. En su conjunto, y a la espera de cambios normativos de fondo, estas medidas marcan una tendencia de ajuste y desregulación del mercado petrolero local en 2016.

### Mix de producción dependiente de la dinámica de precios

En nuestra opinión, los pequeños productores cuya producción esté concentrada en petróleo sentirán fuertemente el impacto del ajuste de precios, por lo que visualizamos posibles fusiones o adquisiciones de cara al futuro. A pesar de la brusca caída del costo del gas importado, el Gobierno mantendría los planes de estímulo a la producción de gas natural dada la actual dependencia de las importaciones para abastecer la demanda (un 20-25% del total consumido). En este sentido, creemos que podría profundizarse el cambio tanto en el destino de las inversiones como en el mix productivo de las empresas que tengan acceso a yacimientos gasíferos. Comentario aparte para aquellas compañías que generan saldos exportables, cuyos ingresos por ventas internacionales continuarán limitados por una dinámica de mercado global caracterizada por el exceso de oferta y un precio por barril debajo de los 45 dólares. Para mitigar la pérdida de rentabilidad de los exportadores, el Gobierno acordó en febrero un subsidio de 10 dólares por barril de crudo pesado destinado al mercado externo durante 2016.

### Devaluación presiona los márgenes de refinación

Las petroleras integradas reducirán sus costos en dólares por la baja del precio de la materia prima, pero sentirán mayor presión en los márgenes por efecto del reciente salto devaluatorio del peso que no alcanza a ser compensado por la suba acordada para los precios en surtidor. Por otro lado, esperamos que las refinerías de menor escala y con bajo nivel de integración tengan una mayor exposición a situaciones de estrés financiero, ya que sufrirán el desequilibrio entre el precio de compra de producto para alimentar las plantas y el precio de venta mayorista de sus derivados. La apertura a la importación de crudo "barato" para suplir faltantes permitiría morigerar los costos del segmento.

### Caudal de inversiones relativamente estable, pero con foco en la productividad

Consideramos que las señales de una transición hacia un mercado menos regulado podrían alentar el flujo de capitales, aunque en el contexto actual de precios internacionales deprimidos no esperamos un incremento significativo de la inversión extranjera directa en el sector. Como contrapartida, las recientes medidas de ajuste que afectan la rentabilidad podrían tener un impacto negativo en las inversiones de fuente local, principalmente en las exploratorias y de ampliación de capacidad de refino.

### Escenario bajista de precios limita el desarrollo del sector

Fix estima que en el mediano plazo la convergencia entre precios locales e internacionales se dará en un nivel inferior al que presentan actualmente los primeros, lo que resultaría en una caída del nivel de actividad, cierto deterioro de la balanza comercial de hidrocarburos y un incremento de la capacidad ociosa. La magnitud de lo anterior dependerá de la reversión gradual de la fase deprimida del ciclo que atraviesa el sector a nivel global (posiblemente a partir de la segunda mitad de 2016).

**Cecilia Minguión**

+54 11 5235-8123

[cecilia.minquillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minquillon@fixscr.com)

**Patricio Bayona**

+54 11 5235-8124

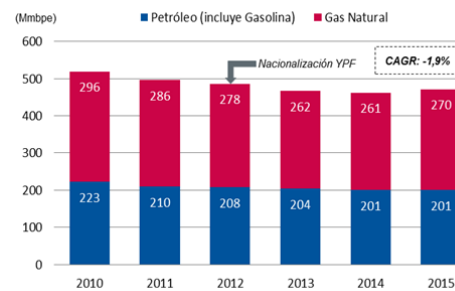
[patricio.bayona@fixscr.com](mailto:patricio.bayona@fixscr.com)

**Gabriela Curutchet**

+54 11 5235-8122

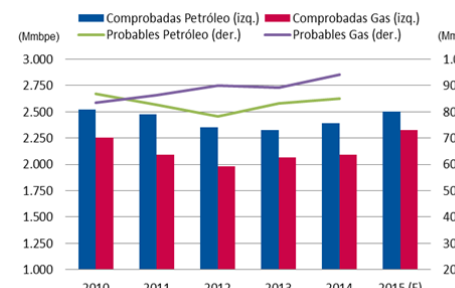
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

### Producción Hidrocarburos (anual)



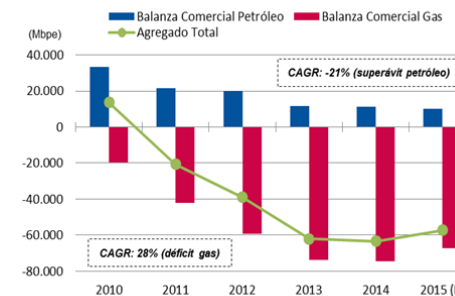
Fuente: Ministerio de Energía y Minería

### Evolución Reservas Hidrocarburíferas\*



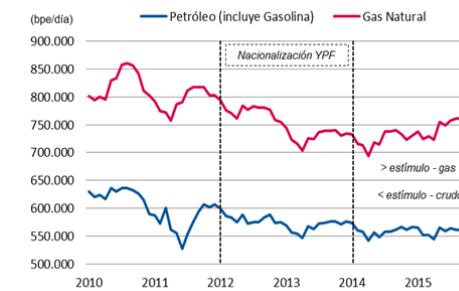
Fuente: Ministerio de Energía y Minería, EIA, Fix Scr

### Comercio Exterior



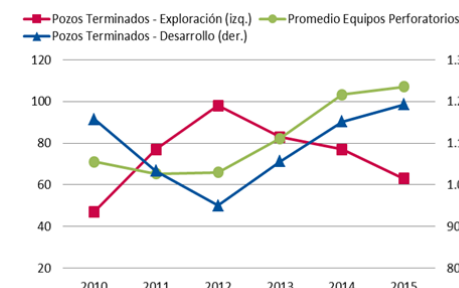
Fuente: Ministerio de Energía y Minería, IAPG, Fix Scr

### Producción Hidrocarburos (diaria)



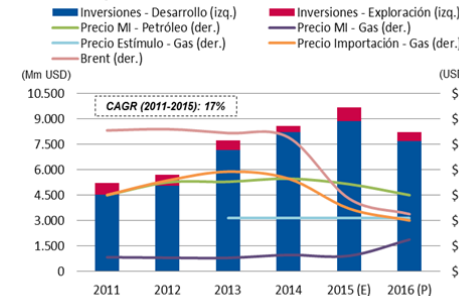
Fuente: Ministerio de Energía y Minería

### Actividad Perforatoria



Fuente: Ministerio de Energía y Minería, Baker Hughes

### Inversiones\* y Precios Promedio



Fuente: Ministerio de Energía y Minería, FMI, Fix Scr \* no incluye inversión extranjera directa

### Glosario:

bpe: Barril de petróleo equivalente CAGR: Sigla en inglés para Tasa de Crecimiento Anual Compuesto EIA: U.S. Energy Information Administration FMI: Fondo Monetario Internacional IAPG: Instituto Argentino del Petróleo y del Gas MI: Mercado interno

### Disclaimer

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con

respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son Intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual", sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.