

Vista Oil & Gas Argentina S.A. (Vista)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase II **A+(arg)**

Perspectiva

Positiva

Resumen Financiero

(\$ millones)	12 meses	
	31/12/18*	31/12/17
Total Activos	28.325	9.697
Total Deuda		
Financiera	11.700	0
Ingresos	11.580	3.588
EBITDA	6.124	1.298
EBITDA (%)	52.9	36.2
Deuda / EBITDA	1.9	0.0
EBITDA/ intereses	20.8	101.9

(*) Ajustado por inflación

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes Relacionados

Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analista Principal

Pablo Cianni
Director Asociado
+54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Resumen: La calificación de Vista se relaciona con un portafolio de activos convencionales generador de flujo (FCO de USD 235 millones en 2018) y crecimiento orientado a la exploración y producción no convencional, un perfil de vencimientos de capital extendido en el tiempo y fuentes de financiación conservadoras que han permitido la adquisición de activos y el desarrollo de Bajada del Palo Oeste durante 2018 y 2019. Vista estima los inventarios en recursos no convencionales para aproximadamente 10 años de producción. El mayor desafío lo constituye alcanzar el financiamiento necesario para fundear el desarrollo de Bajada del Palo Oeste en relación al perfil del flujo generado actualmente. De todos modos, además de la flexibilidad financiera provista por su afiliada de midstream Aleph, Vista tiene cierta flexibilidad en el plan de expansión de mediano plazo previsto.

Significativos Recursos No Convencionales: Vista posee una corta historia de operaciones, con un perfil hasta 2018 de producción convencional y una escala de producción de 24,5 mil boed, pero con foco en el desarrollo y producción de áreas no convencionales en la cuenca Neuquina, que hasta el momento han mostrado un rendimiento por encima de la curva tipo. Si bien la estrategia de crecimiento desde cero en las áreas no convencionales implican para FIX cierto riesgo de ejecución, el crecimiento mensual mostrado en la producción durante 2019 (en el segundo trimestre la producción alcanzó los 28,7 mil boed), la efectiva reducción de costos de operación, el flujo derivado de la producción convencional actual, la infraestructura de tratamiento y evacuación existente con capacidad ociosa, y la experiencia y trayectoria de las áreas adyacentes pertenecientes a grandes jugadores en la industria, morigeran los riesgos de una operación incipiente y agresivo plan de inversiones de Vista.

Flujo Libre Negativo: La compañía tiene una producción convencional promedio de 24.500 boed, y junto a los pozos no convencionales, está en buena forma para alcanzar el objetivo de 30.000 boed en el segundo semestre de 2019. Para 2019-2022 el plan de inversiones incluye 1.700 USD millones para perforar en promedio 32 pozos nuevos no convencionales por año, con el objetivo de alcanzar una producción diaria de 65.000 boed para 2022. De acuerdo al rendimiento esperado de los pozos y al plan de inversiones, no se espera flujo libre positivo antes de 2023. Si bien el plan de inversiones es manejable, el plan de mediano plazo incluye endeudamiento adicional y según estimaciones de Fix el mismo podría alcanzar un pico de USD 1.000 millones en 2022, con un ratio de endeudamiento que sería de 1,3x EBITDA.

Management con vasta experiencia: El grupo de ejecutivos que encabeza la compañía y sus equipos son profesionales con vasta experiencia en la industria de petróleo y gas y específicamente en Vaca Muerta, con 500 pozos perforados (60% en Vaca Muerta), reducción de casi 50% de los costos operacionales y alcanzó una producción de 50 mil boed desde cero. Esto de alguna manera reduce los riesgos de ejecución del importante plan de negocios de la compañía. Algunas otras iniciativas para mantener bajos los costos y la flexibilidad financiera que le aporta Aleph demuestran innovación y celeridad en la forma de encarar los negocios.

Sensibilidad de la Calificación

Factores que podrían derivar en subas de calificación:

- Probada trayectoria en la operación, con niveles de disponibilidad, uso de combustible, niveles de despacho y nivel de costos acordes a los previstos.
- Expansión y disponibilidad de las fuentes de financiamiento disponible para ejecutar el plan de expansiones.

Factores que podrían derivar en bajas de calificación:

- Menor éxito al esperado en la campaña de perforación, incremento en los costos de operación o de inversión que deriven en una escala menor a la prevista para el mediano plazo.
- Cambios regulatorios, en los costos y/o en los precios que afecten la rentabilidad esperada.
- Dificultades para obtener el financiamiento necesario para alcanzar la mayor escala buscada.

Liquidez y Estructura de Capital

Sólido perfil financiero: A dic'18 la caja y equivalentes de efectivo de Vista era de USD 74 MM, con una deuda financiera total por USD 310 millones, con vencimientos escalonados hasta 2023. La relación entre deuda financiera y reservas probadas era 5,4 USD/BOE. A dic'18 Vista presentó una generación de EBITDA por unos USD 187 millones. A esa fecha, el ratio de deuda neta a EBITDA medido en dólares era de 1,3x y la cobertura de intereses con EBITDA de 20,8x. Vista acaba de emitir la ON Clase I a 2 años por USD 50 millones a una tasa de 7,88%; además emitió 10 millones de acciones, por lo cual obtuvo USD 92 millones. Ahora planea una nueva emisión (ON Clase II), por USD 50 millones a 3 años. FIX estima que la compañía a fines de 2019 podría mostrar un ratio de endeudamiento cercano a 2,1x EBITDA y la cobertura de intereses con EBITDA cerca de 6x. FIX espera un pico de deuda de USD 1.000 millones en el año 2022 y la estabilización hacia ese año con FCF positivo a partir de 2023.

Perfil del Negocio

Vista Oil and Gas Argentina S.A. (Vista) desarrolla actividades de exploración, producción y comercialización de hidrocarburos en Argentina. Vista posee las siguientes concesiones de explotación petrolera, que en total ascienden a unos 525.000 acres entre las provincias de Neuquén, Río Negro y Salta:

Concesiones	Participación	Operador	Acreage	Plazo concesión	Reservas P1 (MMBoe)	Producción (boed)	% prod. Petróleo	Compromisos de CAPEX
Entre Lomas	100%	Vista	183.014	2026	18,8	8300	63%	34,5 USD MM hasta 2022
Bajada del Palo Oeste	100%	Vista	62.641	2053	15,9	4900	25%	105,6 USD MM h/2020 (totalmente desembolsados)
Bajada del Palo Este	100%	Vista	48.853	2053	3,1	1400	44%	51,8 USD MM hasta 2021
Agua Amarga	100%	Vista	95.580	2034 / 2040	1,8	1000	47%	
25 de mayo - Medanito SE	100%	Vista	32.247	2026	8,6	4100	90%	24,7 USD MM hasta 2021 entre Medanito SE y JDM
Jagüel de los Machos	100%	Vista	48.359	2025	7,0	4100	76%	
Coirón Amargo Norte	55%	Vista	14.629	2037	0,6	300	87%	
Aguila Mora	90%	Vista	21.128	2054 (*)				
Coirón Amargo Suroeste	10%	Shell	5.630	2053	1,3	200	89%	3,8 USD MM (participación de Vista)
Acambuco	2%	PAME	4.406	2036	0,5	200	10%	
Sur Río Deseado Este	17%	Alianza Petrolera	10.721	2021				

(*) En proceso de aprobación por autoridades provinciales, la cual saldría en julio 2019.

A diciembre 2018 Vista tenía en Argentina una producción de aproximadamente 24.500 Boed. El nivel de reservas probadas P1 era de 57,6 MM BOE, de las cuales aproximadamente el 60% son de petróleo. Las mismas equivalen a una vida promedio de 6,4 años de producción.

Vista cuenta con activos Premium en la cuenca neuquina. Los activos de Bajada del Palo Oeste, Bajada del Palo Este, Aguila Mora y Coirón Amargo Suroeste están ubicados en la formación de shale de petróleo Vaca Muerta, representando el 99% de los 134.000 acres de shale de la compañía. Estos activos están rodeados por bloques en los que otros operadores han realizado pruebas piloto exitosas y se encuentran en pleno proceso de desarrollo, incluyendo los bloques de Loma Campana, La Amarga Chica, El Orejano y Fortín de Piedra, que en diciembre 2018 reportaron una producción diarias promedio combinada de 188.300 boed (representando un 73% de la producción total diaria de Vaca Muerta en dicho mes). Esto reduce la exposición al riesgo geológico. Los inventarios en no convencional, con más de 400 sitios de perforación en Vaca Muerta, equivalen a unos 10 años de producción, aunque sólo se pueden contabilizar en las reservas a medida que los pozos son desarrollados y entran en producción.

La producción de petróleo convencional consiste en crudo ligero medanito, con una densidad superior a 30º de gravedad API. El petróleo no convencional que empezó a producirse en el primer trimestre 2019 es aún más liviano, con una densidad cercana a 35º API.

En 2018, la producción promedio diaria de petróleo crudo fue de 14.800 boed, la de gas natural de 9.000 boed y la de GNL de 700 boed, dando una producción total de 24.500 boed. El crudo representó aproximadamente el 60% de la producción total, mientras que el gas el 37% y el GNL 3%.

Las ventas de crudo se destinaron a refinerías del mercado local, siendo los principales clientes Trafigura, Shell, Pampa Energía, Pan American Energy e YPF. El gas producido también se comercializa en el ámbito local, y los principales clientes son industrias (58%), distribuidoras de gas natural (30%, ppalmente. Camuzzi Gas Pampeana y Sur) y para la generación de energía (12%). El precio de venta promedio del gas en 2018 fue de USD/MM BTU 4,5, mientras que el precio promedio del petróleo vendido fue de USD/boe 67.

La producción convencional se concentra principalmente en las áreas de 25 de Mayo-Medanito SE, Jagüel de los Machos y Entre Lomas, de donde obtiene el 67% de la producción y donde está el 60% de las reservas probadas. Si bien hay un fuerte potencial de crecimiento en la producción no convencional por la ubicación Premium en Vaca Muerta, la diversificación de activos no es muy grande, habiendo una concentración de los mismos. Por otra parte, al no ser una compañía integrada, Vista está más expuesta a la volatilidad de precios, a retrasos en la producción o a costos de producción mayores a los previstos.

Para el desarrollo no convencional en Bajada del Palo Oeste, Vista tiene una alianza estratégica (denominada One Team) con Nabors y Schlumberger para la perforación y con Schlumberger y Brent para la estimulación hidráulica. Entre las eficiencias obtenidas está la utilización de 22 km de mangueras planas para transportar el agua para la estimulación hidráulica, evitando el uso de camiones y reduciendo el impacto ambiental. También se redujo el polvo y el uso de camiones al transportar y almacenar la arena para la estimulación hidráulica en sand boxes. En relación a los costos operativos, la compañía ha logrado, a lo largo del último año, reducir el *lifting* cost de 17 USD/boe a 12 USD/boe, lo cual se tradujo en una mejora de la rentabilidad.

A la fecha, la producción de hidrocarburos se ubica en áreas cuyas concesiones vencen a partir de 2026. Sin embargo, las oportunidades de crecimiento de Vista se enfocan en desarrollar los recursos no convencionales de Vaca Muerta, principalmente petróleo. Los contratos obtenidos más recientemente en Bajada del Palo Oeste y Este son por 35 años hasta 2053. Los mismos implican compromisos de inversión para Vista por USD 158 millones hasta 2021, de los cuales USD 106 millones ya se han desembolsado.

En el primer trimestre 2019 la compañía comenzó la producción en los primeros 4 pozos no convencionales en Bajada del Palo Oeste, con una producción por encima de la curva tipo. En esta área la compañía tiene identificados 400 pozos espaciados 250 metros, de los cuales planea perforar unos 130 hasta el año 2022, para alcanzar una producción de 65.000 boed.

Las primeras estimaciones se hicieron con pozos horizontales de 2.000 metros con 27 fracturas, que permitían alcanzar una producción de 65.000 boed. Actualmente están perforando pozos horizontales de 2.500 metros y 34 fracturas, que podrían lograr una producción incluso superior a los 65.000 boed. En un futuro planean perforar pozos de hasta 2.700 metros con 37 a 45 fracturas. Esto permitiría reducir la inversión por pozo de los actuales 13/14 USD MM a menos de 12 USD MM. El plan de inversiones previsto en esta cuenca para la perforación de 130 pozos horizontales es de unos USD 1.700 millones hasta el año 2022, que sumados a unos USD 200 millones para minimizar el declino en la producción convencional da un total de inversiones por USD 1.900 millones de 2019 a 2022.

FIX estima que la cantidad mínima de pozos a perforar para mantener un nivel de producción de 35.000 boed (similar a la capacidad de evacuación actual) hasta el año 2022 es de unos 10 pozos por año, dando una inversión aproximada en no convencional de unos USD 550 millones en 4 años. Incluyendo la inversión en convencional, el total necesario para mantener el nivel de producción total en 35.000 boed es de unos USD 750 millones.

Infraestructura de midstream

La infraestructura de tratamiento y evacuación de la producción de crudo de sus principales yacimientos tiene actualmente una capacidad de 35.000 boed, por encima del nivel de producción actual. A fin de acompañar el crecimiento proyectado de unos 65.000 boed para 2022, son necesarias inversiones en midstream. A tal efecto, Vista Oil and Gas junto a los fondos de inversión Riverstone Holdings LLC y Southern Cross Group crearon Aleph Midstream S.A., la primera empresa del país dedicada exclusivamente al midstream con foco en Vaca Muerta, con el objetivo de brindar servicios a todas las compañías con desarrollos en la cuenca neuquina, para obtener una mayor escala y así reducir costos. Riverstone y Southern Cross invertirán unos USD 160 millones a cambio de una participación conjunta del 78,4%, mientras que Vista contribuirá con sus activos de midstream ubicados en la cuenca neuquina y valuados en unos USD 45 millones, a cambio de una participación del 21,6%. Este modelo de enfocar el midstream en un tercero fue desarrollado en las formaciones shale de Estados Unidos, permitiendo un crecimiento acelerado de la producción y menores costos.

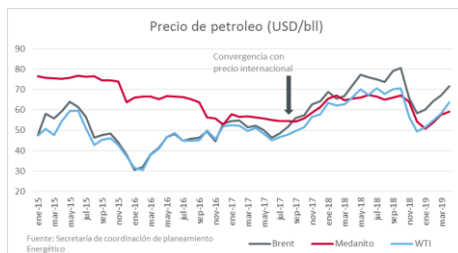
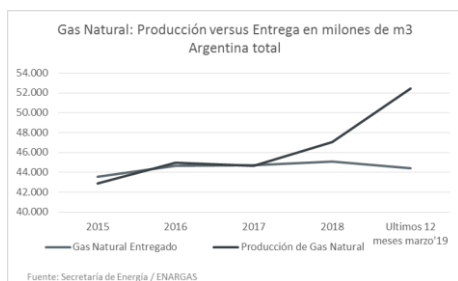
Riesgo del Sector

La perspectiva del sector es estable. La desaceleración de inversiones en el segmento de gas durante 2019 le permitirá a las compañías lograr flujos de fondos libres neutros o positivos que serán utilizados para mejorar la liquidez o reducir endeudamiento. En los últimos doce meses a abril'19 la producción de gas de Argentina creció un 15% impulsada principalmente por el desarrollo del gas no convencional en el yacimiento Fortín de Piedra, operado por Tecpetrol. La oferta sobrepasó las necesidades de la demanda interna en el verano y se espera que se encuentre por debajo en el invierno. Bajo dicho contexto, sumado a las limitaciones establecidas por el gobierno para los subsidios al gas no convencional, la baja de precios, la limitada capacidad de transporte para realizar exportaciones y la incertidumbre política ante cambios de gobierno que podría implicar nuevas regulaciones o limitaciones de precios, las empresas recortaron el plan de expansión previsto para 2019 – 2020 en el segmento de gas.

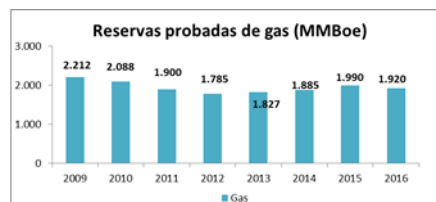
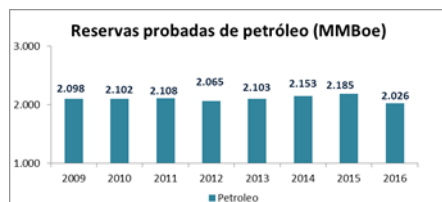
En 2018 la producción de petróleo revirtió el declino de los últimos años y creció un 2%. Se espera que en un año la Argentina logre el autoabastecimiento energético. Las principales inversiones de crecimiento se concentrarán en el desarrollo de petróleo no convencional. La reducción de costos en dichos yacimientos debido a mejoras tecnológicas, las negociaciones con los sindicatos y la reducción de ineficiencias, le permitieron a las compañías crecer en el desarrollo de hidrocarburo no convencional, manteniendo adecuados márgenes de rentabilidad. A la fecha los costos de desarrollo y producción de hidrocarburo no convencional se estiman 20% por arriba de la producción convencional, aunque varía dependiendo del yacimiento. Actualmente la producción no convencional de petróleo y gas representa el 30% del total de la producción pero se espera que en 5 años, la misma ascienda a 70%. La incertidumbre política y el limitado acceso al crédito condicionan las inversiones de petróleo en Vaca Muerta para 2019-2020.

Se espera cierta volatilidad en los precios del petróleo derivados de la incertidumbre geopolítica internacional y menor demanda por la desaceleración del crecimiento mundial. Sin embargo la OPEC continuará controlando la producción estableciendo un piso a la baja de precios. FIX asume un precio Brent de USD/bbl 65 y de USD/bbl 57.5 para el largo plazo. Las licitaciones electrónicas de CAMMESA y el incremento en la oferta provocaron una reducción del precio promedio del 20% siendo en abril'19 de USD 3.35 MMBTU. FIX estima un precio promedio para 2019 (invierno y verano) de USD 3.7 MMBTU.

Ante la limitación al crédito financiero a tasas competitivas las compañías continúan priorizando la liquidez. Los organismos multilaterales de crédito y los préstamos bancarios serán la principal fuente de financiamiento para el corriente año. Además, el gobierno en marzo'19 comenzó a regularizar las



deudas por los subsidios no cobrados de “Plan Gas” por un total de USD 1.500 millones, en 30 cuotas mensuales.



Posición Competitiva

En base a la producción 2018, la compañía ostenta un participación total de mercado de alrededor del 2,9%. Es el segundo productor de crudo liviano tipo “medanito” en el país.

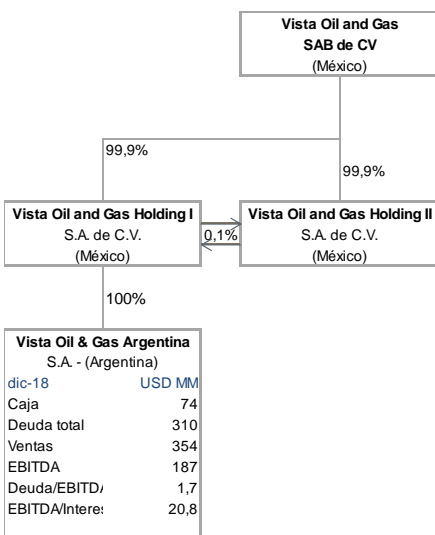
El principal jugador del mercado argentino es YPF, con 44% de la producción de petróleo y 35% de la de gas. Pan American Energy es el segundo productor, con una participación en la producción nacional del 20% en petróleo y 11% en gas. Otros jugadores importantes son Total, Tecpetrol, Pluspetrol, Pampa, Chevron, Sinopec y CGC.

Administración y Calidad de Accionistas

Vista Oil and Gas Argentina S.A. surge de la siguiente combinación de negocios, llevadas a cabo en abril de 2018:

- Adquisición de Petrolera Entre Lomas S.A. a Pampa Energía S.A.
- Adquisiciones de APCO International y APCO Argentina a Pluspetrol Resources Corporation.

Desde el 1 de enero de 2019 las sociedades Vista Oil and Gas Argentina y las sociedades APCO se fusionaron en Vista Oil and Gas Argentina, que es una sociedad controlada en un 100% por Vista Oil and Gas Holding I SA de CV, con sede en México. Vista Holding I es propietaria de los activos de Vista en la Argentina. La controlante de Vista Holding I es Vista Oil and Gas SAB de CV, que es la matriz con sede en México. Vista SAB controla los activos en México a través de Vista Oil and Gas Holding II SA de CV.



Factores de Riesgo

Plan de crecimiento requiere fuertes inversiones: Vista planea alcanzar una producción de 65.000 boed hacia el año 2022. Esto requiere inversiones por USD 1.900 millones, para lo cual será necesario obtener financiamiento adicional de al menos USD 700 millones. Limitaciones en el acceso al financiamiento pueden limitar el plan de inversiones y el consiguiente EBITDA de la compañía.

Concentración de las operaciones en pocas concesiones: La producción de no convencional va a estar enfocada en los primeros años en la concesión de Bajada del Palo Oeste, que va a representar hacia 2022 cerca del 70% de la producción total. FIX estima que este riesgo podría mitigarse cuando se amplíen las operaciones a otras concesiones obtenidas en la cuenca neuquina, pero aún no desarrolladas, como Bajada del Palo Este, Aguila Mora y Coirón Amargo Sureste.

Riesgo regulatorio: La compañía opera en un sector altamente regulado y dependiente de medidas gubernamentales que garanticen su sustentabilidad. FIX considera que futuros cambios en el marco normativo podrían afectar el negocio de las empresas que participan en dicho mercado.

Perfil Financiero

Vista posee una corta historia de operaciones, relacionada con producción convencional, pero apuntando a incrementar fuertemente su escala sobre un plan de desarrollo de recursos no convencionales en Vaca Muerta. En este sentido el análisis del perfil financiero de la compañía está enfocado fundamentalmente en las estimaciones de Fix de la performance futura de la compañía, para lo cual hemos tenido en cuenta: las proyecciones de la compañía, el crecimiento mensual mostrado en la producción durante 2019, la efectiva reducción de costos de operación, la trayectoria de las áreas adyacentes pertenecientes a grandes jugadores en la industria y la vasta experiencia del management de Vista para encarar este plan de expansión.

Rentabilidad

Tras las adquisiciones desde abril 2018 de Petrolera Entre Lomas S.A. a Pampa Energía S.A. y de las empresas APCO International y APCO Argentina a Pluspetrol Resources Corporation, la rentabilidad de Vista en 2018 fue del 52,9%, con un EBITDA de \$ 6.124 millones.

En el trimestre a marzo 2019, la rentabilidad de Vista fue del 40%, con un EBITDA de USD 37,1 millones. Esto se debió principalmente a una disminución de los precios internacionales del petróleo y del precio del gas para generación durante el primer trimestre 2019.

Para los precios de crudo, FIX espera bajas graduales en el Brent, desde los USD/bbl 70 en 2018 hacia USD/bbl 57,5 en 2022. Estimando volúmenes de producción de petróleo crecientes por el desarrollo del no convencional en Bajada del Palo Oeste, hasta alcanzar unos 65.000 boed hacia 2022, FIX espera que Vista tenga en 2019 ventas por unos USD 430 millones, niveles de EBITDA del orden de los USD 190 millones y márgenes del 44%.

Hacia 2022 Vista podría alcanzar ventas por unos USD 1.300 millones, con un margen EBITDA del 56% y una generación de EBITDA del orden de los USD 735 millones.

En un escenario hipotético en que la capacidad de transporte limite el crecimiento de la producción hasta 35.000 boed, FIX estima que Vista tendría hacia adelante ventas por USD 550 millones, EBITDA por USD 270 millones y un margen del 49%.

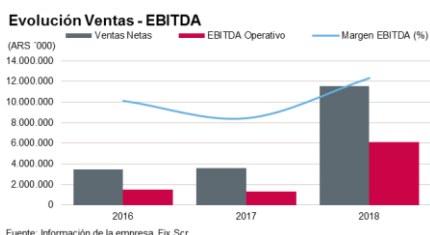
Flujo de Fondos

A diciembre 2018 la compañía presentó una sólida generación de flujo de caja operativo (FCO) que alcanzó \$ 7.635 millones y permitió financiar las inversiones de capital (de \$ 4.555 millones) durante el mismo período.

ARS '000	2016	2017	2018
Ventas	3.473.512	3.588.278	11.580.188
Flujo Generado por las Operaciones	1.135.963	681.037	7.116.156
Variación del Capital de Trabajo	(218.735)	(59.288)	519.106
Flujo de Caja Operativo	917.228	621.749	7.635.262
Inversiones de Capital	(829.313)	(490.552)	(4.555.182)
Dividendos	(108.335)	(107.800)	-
Flujo de Fondos Libre	(20.421)	23.398	3.080.079

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para los próximos años, la compañía planea realizar fuertes inversiones para desarrollar el petróleo no convencional en Vaca Muerta. El plan de inversiones para el período 2019-2022 es de unos USD 1.900 millones, de los cuales USD 1.700 millones son para el desarrollo del yacimiento en Bajada del Palo Oeste, en donde planea la perforación de 130 nuevos pozos. Este plan será financiado con generación de fondos propios (unos USD 1.200 millones, estimados por FIX), y una combinación de deuda de largo plazo y emisión de capital, por un total de USD 700 millones adicionales.



FIX espera un flujo de fondo libres (FFL) negativo para los 4 años del período 2019-2022. El FFL sería positivo a partir de 2023, cuando empezaría a monetizarse el plan de inversiones.

En el escenario hipotético de producción estable en 35.000 boed, al haber una menor necesidad de inversiones, el FFL sería negativo sólo en los dos primeros años, y se revertiría a partir de 2021. Las inversiones necesarias hasta 2022 serían de USD 750 millones y el endeudamiento adicional de USD 200 millones.

Liquidez y Estructura de Capital

A diciembre 2018, la deuda financiera alcanzó los \$ 11.700 millones (unos USD 310 millones), con un adecuado perfil de vencimientos, teniendo sólo un 3% de la misma con vencimiento corriente, 10% en 2020 y el remanente amortizable entre 2021 y 2023, 30% por año. Vista presenta una adecuada liquidez, con una posición de caja e inversiones corrientes de \$ 2.813 (unos USD 74 millones), para hacer frente a sus deudas financieras de corto plazo.

En cuanto a las métricas de endeudamiento, a diciembre 2018 el ratio deuda / EBITDA fue de 1,9x, mientras que el endeudamiento neto fue de 1,5x. Las coberturas de intereses con EBITDA fueron a esa fecha de 20,8x.

Para poder llevar a cabo el exigente plan de inversiones de unos USD 1.900 millones entre 2019 y 2022, FIX estima que más allá de los fondos propios que pueda generar en dicho período, la compañía requerirá obtener fondos adicionales por unos USD 700 millones.

Vista acaba de lanzar la ON Clase I, por USD 50 millones, a 2 años y una tasa del 7,88%; también emitió 10 millones de acciones, por lo cual obtuvo USD 92 millones. Ahora planea una nueva emisión (ON Clase II), por otros USD 50 millones a 3 años.

Para 2019 FIX estima el mayor nivel de apalancamiento, con un ratio deuda / EBITDA cercano a 2,1x (deuda de unos USD 405 millones y EBITDA de USD 190 millones). El apalancamiento neto sería del orden de 1,9x.

El pico de endeudamiento se alcanzaría en el año 2022, con un nivel de deuda del orden de los USD 1.000 millones. Considerando un EBITDA de USD 735 millones para 2022, el ratio deuda/EBITDA en esa fecha sería de 1,4x, y hacia adelante esperamos que el nivel de endeudamiento de la compañía se ubique por debajo de dicho valor.

En el escenario de producción estabilizada en 35.000 boed, el pico de deuda sería en el 2020, con deuda por USD 515 millones, mientras que el ratio de apalancamiento máximo seguiría siendo en 2019 con 2,5x EBITDA.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

A dic'18 Vista tenía un préstamo sindicado con varios bancos (Citi, Itaú, Galicia, Santander) por USD 300 millones con 18 meses de gracia y amortizable desde 2020 hasta julio 2023. También tiene aprobadas varias líneas de crédito por un total de hasta USD 100 millones, con bancos e instituciones financieras tales como Santander, Galicia, Macro, Itaú, BBVA, etc.

Además de lanzar la ON Clase I en el mercado local, con la cual consiguió USD 50 millones, la compañía planea la emisión de la ON Clase II por otros USD 50 millones. Vista también obtuvo financiamiento en el mercado internacional, donde además de estar listada en México, acaba de hacerlo en Estados Unidos, donde emitió acciones por USD 92 millones. FIX estima que la compañía tiene buen acceso al mercado financiero para encarar su plan de inversiones.

Capitalización (a dic '18)

ARS '000

Deuda de Corto Plazo	390.258	2%
Deuda de Largo Plazo	11.310.000	50%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	11.700.258	52%
Total Patrimonio	10.841.939	48%
Total Capital Ajustado	22.542.197	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

Los estados financieros de 2018 fueron ajustados por inflación, con lo cual no son comparables con años anteriores.

Resumen Financiero - Vista Oil and Gas S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas Normas Contables Periodo	Ajustado		
	NCP (*)	NCP	NCP
	2018 12 meses	2017 12 meses	2016 12 meses
Rentabilidad			
EBITDA Operativo	6.123.874	1.298.026	1.508.295
EBITDAR Operativo	6.123.874	1.298.026	1.508.295
Margen de EBITDA	52,9	36,2	43,4
Margen de EBITDAR	52,9	36,2	43,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	32,9	9,2	37,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	26,6	0,7	(0,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	34,9	10,1	22,3
Coberturas			
FGO / Intereses Financieros Brutos	25,2	54,5	84,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	20,8	101,9	110,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	20,8	101,9	110,4
EBITDA / Servicio de Deuda	8,9	101,9	110,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	8,9	101,9	110,4
FGO / Cargos Fijos	25,2	54,5	84,1
FFL / Servicio de Deuda	4,9	2,8	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	9,0	100,5	23,8
FCO / Inversiones de Capital	1,7	1,3	1,1
Estructura de Capital y Endeudamiento			
Deuda Total Ajustada / FGO	1,6	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	0,0	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	(1,0)	(0,2)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,9	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,5	(1,0)	(0,2)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,0	N/A	N/A
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	N/A	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	3,3	N/A	N/A
Balance			
Total Activos	28.325.408	9.697.289	3.905.088
Caja e Inversiones Corrientes	2.813.258	1.243.384	332.156
Deuda Corto Plazo	390.258	0	0
Deuda Largo Plazo	11.310.000	0	0
Deuda Total	11.700.258	0	0
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	11.700.258	0	0
Deuda Fuera de Balance	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	11.700.258	0	0
Total Patrimonio	10.841.939	7.544.872	3.053.424
Total Capital Ajustado	22.542.197	7.544.872	3.053.424
Flujo de Caja			
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.116.156	681.037	1.135.963
Variación del Capital de Trabajo	519.106	(59.288)	(218.735)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.635.262	621.749	917.228
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.555.182)	(490.552)	(829.313)
Dividendos	0	(107.800)	(108.335)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.080.079	23.398	(20.421)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(2.394.998)	30.697	78.082
Variación Neta de Deuda	(2.086.163)	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	3.276.504	0	0
Variación de Caja	1.875.422	54.094	57.661
Estado de Resultados			
Ventas Netas	11.580.188	3.588.278	3.473.512
Variación de Ventas (%)	222,7	3,3	
EBIT Operativo	5.153.057	721.632	978.002
Intereses Financieros Brutos	294.554	12.738	13.667
Alquileres	0	0	0
Resultado Neto	3.205.913	537.679	680.093

(*) Ajustado a moneda homogénea de cierre de período

Anexo II. Glosario

- BOE: Sigla en inglés para barril de petróleo crudo equivalente.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Upstream: En la industria petrolera se refiere al sector de exploración y producción, que incluye la perforación y explotación de pozos.

Anexo III. Características del Instrumento

Obligaciones Negociables Clase II

Monto Autorizado:	Por hasta USD 50 millones
Monto Emisión:	a emitir
Moneda de Emisión:	Dólares
Fecha de Emisión:	a emitir
Fecha de Vencimiento:	a los 36 meses de la Fecha de Emisión
Amortización de Capital:	En forma íntegra en la Fecha de Vencimiento.
Tasa de Interés:	tasa fija a determinar
Cronograma de Pago de Intereses:	Los intereses serán pagados trimestralmente a partir de la fecha de emisión.
Destino de los fondos:	Los fondos serán destinados a inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país, incluyendo inversiones en infraestructura de producción y desarrollo de petróleo y gas.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar las ON Clase I en su totalidad en caso de que existieran cambios impositivos que generen la obligación de pagar montos adicionales.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX SCR-** realizado el **29 de julio de 2019** asignó en categoría **A+(arg)** a la calificación de las Obligaciones Negociables Clase II a ser emitidas por Vista Oil & Gas Argentina S.A.

Se asignó una **Perspectiva Positiva**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 31-12-2018, disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.
- Borrador del Prospecto del Programa global de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 800 millones, enviado por el emisor vía mail el 15/7/19.
- Borrador del Suplemento de Precio de la ON Clase I, enviado por el emisor vía mail el 18/7/19
- Borrador del Suplemento de Precio de la ON Clase II, enviado por el emisor vía mail el 25/7/19
- Información de gestión de la compañía.
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. 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.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros 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 fáctica 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 fáctica 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona 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 como ser riesgo de precio o de mercado, 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 representan una opinión y 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, no de modo excluyente, 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.