

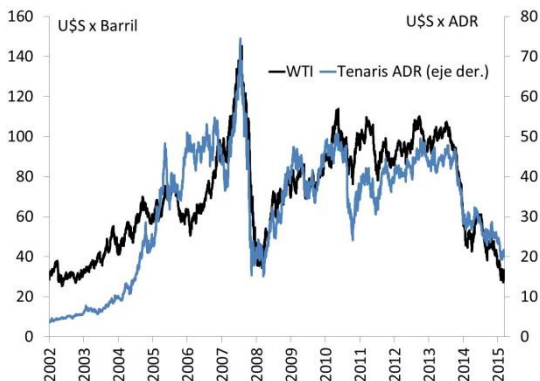
26 de febrero de 2016

Tenaris S.A.

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó el balance correspondiente al cuarto trimestre del año, con una respuesta prácticamente neutra por parte de los inversores. Tenaris está sufriendo el fuerte párate en la actividad de exploración y explotación de hidrocarburos, sobre todo en Norteamérica, su principal mercado. El único soporte para las ventas por el momento proviene desde Sudamérica.

Desde el lado positivo, vale remarcar que la salud financiera de la compañía continúa en muy buenos niveles, en un contexto donde varias empresas del sector experimentan problemas crediticios e incluso quiebras en el último tiempo.

Más allá de lo que muestren los balances, cualquier rebote en el precio de la acción deberá venir de la mano del crudo. En el gráfico a continuación vemos como la acción (ADR) no pudo desligarse de los movimientos del petróleo durante el último tiempo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Resultados: 4to trimestre y 2015

La caída en la actividad de perforación a nivel global continúa castigando duramente las ventas de la compañía. El reacomodamiento de los excedentes en los inventarios de tubos y la caída en los precios de venta están provocando una merma en la facturación. Sin lugar a dudas el 2015 fue un año complicado. Las ventas cayeron un 31% para cerrar en U\$7.010. Las cantidades vendidas de tubos cayeron a 2,6 millones de toneladas frente a los 3,7 millones de 2014 (-28%

interanual). Las ventas disminuyeron un 45% en América del Norte, se mantuvieron en Sudamérica (demanda principalmente de Argentina) y retrocedieron un 35% en el resto del mundo.

El resultado operativo se derrumbó a U\$195 desde los U\$1.899 alcanzados en 2014. Esto provocó que la compañía cierre con números negativos el año, con una pérdida neta para los accionistas de U\$80 millones (U\$0,14 por acción) contra una ganancia neta de U\$1.181 en el 2014 (U\$1,96 por acción). Vale remarcar que los resultados operativos de 2015 incluyen un cargo por deterioro de valor por U\$400 millones sobre los activos de tubos con costura en los Estados Unidos, algo así como una previsión contra futuras pérdidas. Sin esto, los resultados operativos hubieran caído en menor proporción (-68% interanual).

Los márgenes también se están viendo afectados por las ineficiencias asociadas a la baja utilización de la capacidad de producción. El margen ebitda (ventas/ebitda) cerró en el 17,7%, 9 puntos por debajo del 2014.

millones de U\$	2015	2014	Variación
Ingresos por ventas	\$ 7.101	\$ 10.338	-31,3%
Resultado operativo	\$ 195	\$ 1.899	-89,7%
Ganancia neta	\$ -74	\$ 1.366	-105,4%
Ganancia por acción	\$ -0,07	\$ 0,98	-107,1%
Ebitda	\$ 1.255	\$ 2.720	-53,9%
Margen Ebitda	17,7%	26,3%	-32,7%
Ventas America del Norte	\$ 2.538	\$ 4.609	-44,9%
Ventas America del Sur	\$ 1.858	\$ 1.823	1,9%
Ventas Resto del Mundo	\$ 2.048	\$ 3.150	-35,0%
Ventas de tubos (miles de Tn)	2633	3675	-28,4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Con respecto a los resultados trimestrales, hay que tener en cuenta que el cargo por desvalorización mencionado se produjo en el trimestre del 2015, de ahí que la comparación trimestral parece más alentadora. En relación al trimestre anterior, las ventas se vieron dañadas por los menores precios. De esta manera (limpios del cargo por desvalorización) los resultados operativos bajaron debido a que la caída en los precios de venta (tubos) superó la merma en el costo de los insumos. Con respecto a los gastos, a pesar del esfuerzo para lograr una reducción interanual del 23% en los gastos de comercialización y administración, estos volvieron a aumentar como porcentaje de las ventas, debido al efecto de los costos fijos.

millones de US	T4 2015	T3 2015		T4 2014	
Ingresos por ventas	\$ 1.420	\$ 1.559	-8,9%	\$ 2.677	-47,0%
Resultado operativo	\$ 24	\$ -319	108%	\$ 350	-93%
Ganancia neta	\$ -45	\$ -356	87%	\$ 195	-123%
Ganancia por acción	\$ -0,04	\$ -0,30	87%	\$ 0,17	-124%
Ebitda	\$ 223	\$ 240	-7%	\$ 712	-69%
Margen Ebitda	15,7%	15,4%	1,9%	26,6%	-41,0%
Ventas America del Norte	\$ 487	\$ 502	-3,0%	\$ 1.294	-62,4%
Ventas America del Sur	\$ 440	\$ 465	-5,4%	\$ 483	-8,9%
Ventas Resto del Mundo	\$ 365	\$ 426	-14,3%	\$ 720	-49,3%
Ventas de tubos (miles de Tn)	585	599	-2,3%	984	-40,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

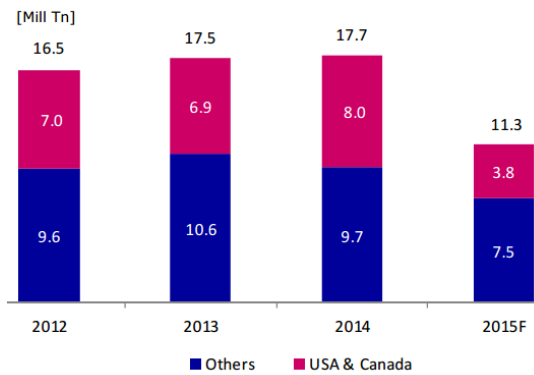
Solidez Financiera

Uno de los puntos fuertes es la buena liquidez y salud financiera de la compañía. La posición neta de caja, esto es el efectivo e inversiones financieras liquidas menos la deuda financiera total, finalizó el año en US\$1.800 millones. Para tener una dimensión del poco apalancamiento de la empresa, la deuda financiera representa solamente un 8% del PN y menos de una vez el EBITDA. Niveles de endeudamiento muy manejables. Acá hay una diferencia clave en relación a otras empresas del sector. El bajo nivel de endeudamiento y su conservadora política financiera la diferencian del pelotón de compañías relacionadas a hidrocarburos con fuertes problemas crediticios.

Esperando el Rebote del Crudo

Para el próximo año las estimaciones de la compañía no son optimistas, el ciclo continuará ajustando. Con los actuales precios del petróleo y gas ciertas áreas están alcanzando niveles cercanos o incluso por debajo de los costos operativos. En dichos niveles, las compañías recortan aún más sus planes de inversión. Con lo cual, los directivos de la empresa proyectan que la demanda global de tubos continuará disminuyendo en 2016, en particular en los Estados Unidos, donde se proyectan reducciones en la actividad y los inventarios continúan en niveles altos en relación con el consumo.

Demanda Global de Tubos



Fuente: Presentación Institucional.

La nueva coyuntura nos obliga a olvidarnos, diría por un tiempo más que considerable, de los precios cercanos a los US\$50 por ADR alcanzados hace unos años. Sin embargo, a mediano plazo, los actuales precios de la acción se traducen en ratios de valuación bastante atractivos (valor de mercado solamente el 115% del valor libros) más aun considerado la sólida posición financiera, su liderazgo de mercado y el alto prestigio de la empresa a nivel internacional. El atractivo existe, pero obviamente necesita que el cambio de ciclo en los precios del crudo se termine convalidando.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia