

06 de mayo de 2016

## Tenaris S.A.

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó el balance correspondiente al primer trimestre. Tenaris está transitando una de las coyunturas más complicadas de las últimas décadas para el sector, producto del fuerte párate en la actividad de exploración y explotación de hidrocarburos, sobre todo en Norteamérica, su principal mercado.

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. La empresa tiene la capacidad de sobrellevar la situación gracias a su bajísimo nivel de endeudamiento. No tener comprometidos pagos de intereses en un momento de resultados operativos prácticamente nulos es obviamente un gran alivio.

Más allá de los balances, cualquier rebote en el precio de la acción deberá venir de la mano del crudo. En el gráfico a continuación vemos como a la acción (ADR línea blanca) le cuesta desacoplarse de los movimientos del petróleo (línea verde).



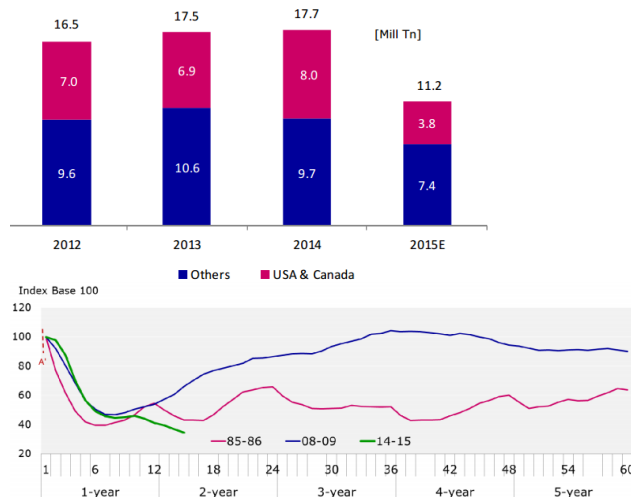
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

### Resultados para el primer trimestre.

La caída en la actividad de perforación a nivel global continúa castigando duramente las ventas de la compañía. En Estados Unidos y Canadá las perforaciones están en los niveles mínimos desde la posguerra. 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. Observen los dos gráficos a continuación. En el primero noten el

desplome en la demanda global de tubos en toneladas. La empresa estima otro recorte del 20% en 2016, lo que dejaría para este año un consumo mundial de prácticamente la mitad en relación al 2013 y 2014. En el segundo gráfico remarca la caída en la actividad de perforación, la merma en la producción actual es más severa en tamaño y duración que la del 2009 y la de 1986, cuando se levantó el embargo de la OPEP.

### Demanda Global de Productos OCTG



A\*: last peak before steep drop  
Fuente: Presentación a inversores 1T 2016.

Las ventas cayeron un 13% con respecto al trimestre anterior y un 46% interanual. Como hace varios trimestres, el mercado norteamericano (primer destino de las ventas) es el principal afectado producto del derrumbe de la actividad en la industrial del Shale. América del Sur que venía resistiendo gracias a las ventas en Argentina, también mostró una caída. En el resto del mundo las ventas repuntaron levemente con respecto al trimestre anterior, pero apenas lograron amortiguar el impacto en la facturación total.

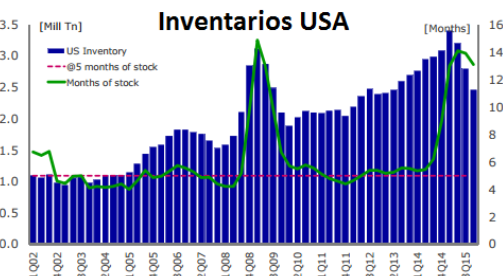
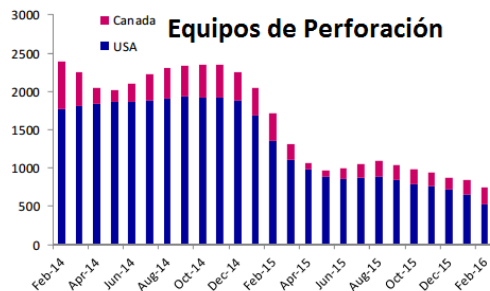
El resultado operativo ascendió a U\$21 millones, en comparación con U\$5 millones del trimestre anterior y los U\$370 millones el primer trimestre de 2015. El aumento secuencial es resultado principalmente de una disminución de los gastos de comercialización y administración. Como dato positivo, los gastos de comercialización y administración representaron el 22,8% de los ingresos en el primer trimestre de 2016, en comparación con 26,0% en el trimestre anterior. Esta reducción de costos le permitió mejorar

levemente los márgenes que venían cayendo. La baja utilización de la capacidad instalada genera ineficiencias en la producción, lo que lógicamente afecta los márgenes.

millones de US\$	T1 2016	T4 2015	T1 2015
Ingresos por ventas	\$ 1.257	\$ 1.420	\$ 2.254
Resultado operativo	\$ 42	\$ 24	\$ 379
Ganancia neta	\$ 28	\$ -45	\$ 379
Ganancia por acción	\$ 0,02	\$ -0,04	\$ 0,22
Ebitda	\$ 205	\$ 223	\$ 527
Margen Ebitda	16,3%	15,7%	23,4%
Ventas America del Norte	\$ 380	\$ 487	\$ 961
Ventas America del Sur	\$ 350	\$ 440	\$ 487
Ventas Resto del Mundo	\$ 400	\$ 365	\$ 629
Ventas de tubos (miles de Tn)	512	585	815

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

La empresa estima que hacia fines del año las ventas comenzarán a recuperarse como resultado de un probable repunte de la actividad de perforación en América del Norte. Las petroleras tuvieron que aumentar su stock de tubos frente a la caída de las ventas, llevándolos a niveles inusuales, hasta el equivalente a 15 meses de ventas. En los últimos trimestres los niveles de inventarios comenzaron a caer, indicio de que lentamente el mercado se está normalizando.



Fuente: Presentación a inversores 1T 2016

## Solidez Financiera

Como mencionamos, el punto fuerte de la empresa es la buena liquidez y salud financiera. La posición neta de caja, esto es el efectivo e inversiones financieras líquidas menos la deuda financiera total, finalizó el trimestre en US\$1.900 millones. Para tener una dimensión del poco

apalancamiento de la empresa, la deuda financiera representa solamente un 12% del PN y 1,8 veces el extremadamente deprimido EBITDA actual. 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. La reciente suba debe mostrar consistencia y incluso escalar un poco más para que ciertas áreas vuelvan a producir por encima de los costos operativos.

Como mencionamos en *Resúmenes* anteriores, la nueva coyuntura nos obliga a olvidarnos, diría por un tiempo más que considerable, de los precios cercanos a los U\$50 por ADR alcanzados hace unos años. Sin embargo, a mediano plazo, las cotizaciones de hoy se traducen en ratios de valuación bastante atractivos (valor de mercado solamente el 120% 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.

Por último, la empresa aprobó un dividendo anual de U\$0.45 por acción para el 2016, de los cuales ya adelantó U\$0.15 en noviembre pasado, los restantes U\$0.30 serán pagados el 25 de mayo. Nada despreciable, a los precios actuales el dividendo alcanza el 3.5%.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia