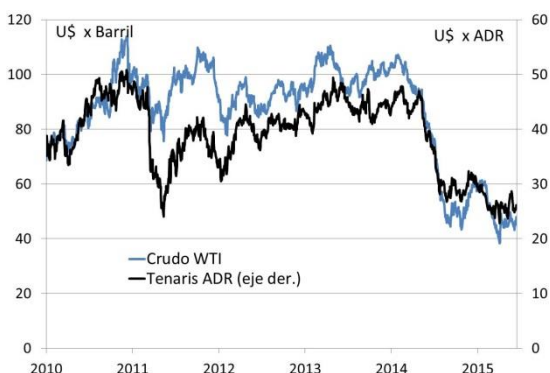


13 de noviembre de 2015

Tenaris S.A.

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó el balance correspondiente al tercer cuarto de 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. Por otro lado, la salud financiera de la compañía continúa en muy buenos niveles, brindando cierto soporte a las cotizaciones. En el gráfico a continuación, vemos como la acción (ADR) acompañó los movimientos en el precio del crudo durante el último tiempo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Resultados poco alentadores

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 también están provocando una merma en la facturación. Los ingresos alcanzaron los U\$1.559 millones en el tercer trimestre, mostrando una caída interanual del 35,6%. El resultado operativo se derrumbó y luego de muchos años la empresa mostró números rojos. Fue negativo en U\$319 millones dando una pérdida neta para los accionistas de U\$356 millones. Vale destacar que los resultados están arrastrados por una pérdida contable de U\$400 millones -carga por deterioro de activos- una especie de previsión contra futuras pérdidas por la peor coyuntura del sector. Aún sin considerar este cargo, el Ebitda fue de sólo U\$240 millones, prácticamente la mitad en relación al año anterior. Los resultados son

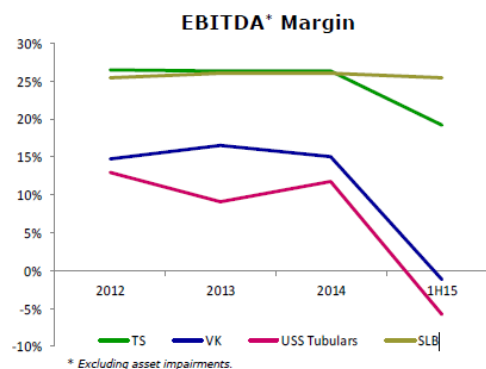
decepcionantes por donde se los mire. En el acumulado de los 9 meses del año, la empresa perdió U\$29 millones frente a un resultado positivo de U\$935 millones en el mismo período de 2014. En cuanto al Ebitda -que no contempla el cargo por deterioro- el acumulado del año asciende a U\$1.032 millones, prácticamente la mitad en relación al mismo periodo del año pasado.

Otro dato negativo es la merma en los márgenes (Ebitda/Ventas), que se ubicó en el 18,2%, 8 puntos por debajo en relación al mismo periodo del año anterior. Los márgenes se están viendo afectados por las ineficiencias asociadas a la baja utilización de la capacidad de producción. Vale remarcar, como se ve en el gráfico, que en relación a otros competidores los márgenes de la compañía han soportado relativamente bien la coyuntura. Ante estos magros resultados, la compañía propuso un anticipo de dividendo de U\$0.15 por acción a pagarse el 25 de noviembre.

millones de U\$	T3 2015	T3 2014	Variación
Ingresos por ventas	\$ 1.559	\$ 2.421	-35,6%
Resultado operativo	\$ -319	\$ 434	-173,5%
Ganancia neta	\$ -356	\$ 87	-509,2%
Ganancia por acción	\$ -0,30	\$ 0,07	-528,6%
Ebitda	\$ 240	\$ 587	-59,1%
Margen Ebitda	15,4%	24,3%	-36,6%
Ventas America del Norte	\$ 502	\$ 1.162	-56,8%
Ventas America del Sur	\$ 465	\$ 445	4,5%
Ventas Resto del Mundo	\$ 426	\$ 613	-30,5%
Ventas de tubos (miles de Tn)	599	879	-31,9%

millones de U\$	9 meses 2015	9 meses 2014	Variación
Ingresos por ventas	\$ 5.681	\$ 7.661	-25,8%
Resultado operativo	\$ 171	\$ 1.549	-89,0%
Ganancia neta	\$ -29	\$ 935	-103,1%
Ganancia por acción	\$ -0,06	\$ 0,77	-107,8%
Ebitda	\$ 1.032	\$ 2.008	-48,6%
Margen Ebitda	18,2%	26,2%	-30,5%
Ventas America del Norte	\$ 2.051	\$ 3.316	-38,1%
Ventas America del Sur	\$ 1.418	\$ 1.340	5,8%
Ventas Resto del Mundo	\$ 1.683	\$ 2.429	-30,7%
Ventas de tubos (miles de Tn)	2048	2691	-23,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.



Fuente: Presentación Institucional.

Una coyuntura complicada

Sobre finales del mes de junio el crudo recuperó terreno y llegó a ubicarse por encima de los U\$60, dando una luz de esperanza al sector. La luminosidad duró bastante poco y el petróleo retornó rápidamente al rango de U\$40/50. La novedad fue que el Consejo de Seguridad de Naciones Unidas inició el proceso para levantar las sanciones impuestas contra Irán luego del acuerdo nuclear. Estimaciones conservadoras calculan que Irán podría incrementar su producción desde los actuales 2,8 millones de barriles diarios a los 3,6 que producía hasta el último endurecimiento de las sanciones en 2012.

En este contexto, la actividad de perforación continúa en detrimento en América del Norte. Para tener una dimensión del daño, este mercado pasó de representar la mitad de las ventas de Tenaris a cerca de un tercio. La situación del sector es delicada, la caída en la cantidad de equipos de perforación en actividad superó el 50% en menos de un año. Este mercado además cuenta con la particularidad de alojar la industria de shale más importante. Así como en el pasado la empresa se vio beneficiada del dinamismo de los hidrocarburos no convencionales, actualmente se ve damnificada debido a que los proyectos de *shale* reaccionan más rápido a los cambios en los precios.

La caída en los planes de inversión y perforación es casi generalizada, con la excepción de Argentina donde Tenaris mantiene el ritmo de ventas gracias fundamentalmente a YPF. Las ventas también se vieron deterioradas por la reciente caída en la demanda en Medio Oriente y África subsahariana, área que venía mostrando un gran dinamismo en el último tiempo y que llegó a concentrar el 20% de las ventas de la compañía. Debido al estancamiento del sector, los inventarios de tubos en esta región alcanzaron niveles inusualmente elevados, dañando las ventas.

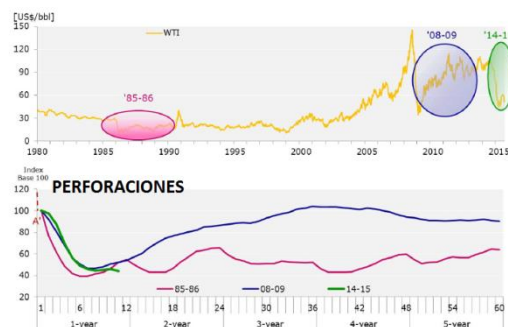
Solidez Financiera

Uno de los puntos fuertes es la excelente liquidez y la salud financiera de la compañía. La posición neta de caja, esto es el efectivo e inversiones financieras líquidas menos la deuda financiera

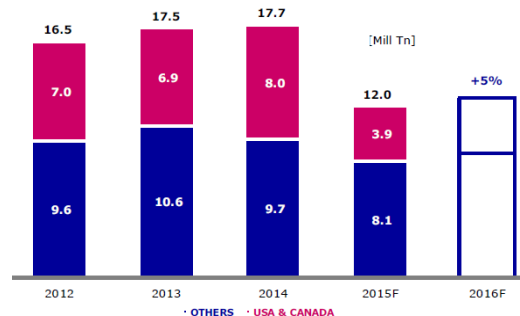
total, ascendió a US\$2.100 millones. Para tener una dimensión del poco apalancamiento de la empresa, la deuda financiera representa solamente un 8% del PN y menos de la mitad del EBITDA. Niveles de endeudamiento inusualmente bajos.

Esperando el Rebote del Crudo

A mediano plazo las estimaciones de la compañía son optimistas, dado que proyectan una recuperación en la actividad de perforación y en las inversiones en el sector a partir de la segunda mitad del 2016. Este leve optimismo traería cierta recuperación en la demanda de tubos, sobre todo por la caída en los inventarios excedentes en Medio Oriente, África subsahariana y Estados Unidos. Como se observa en el gráfico, luego de la crisis de 2008 la actividad de perforación tardó entre 6 y 12 meses en recuperarse. En cambio, en la caída de precios del 85-86 el estancamiento fue bastante largo. Para esta ocasión, las autoridades de la compañía estiman un escenario de recuperación, pero lento.



Demanda Global de Tubos sin Costura



Fuente: Presentación Institucional.

De convalidarse el escenario de recuperación -las estimaciones defieren mucho en el timing- sin duda la acción presenta ratios subvaluados atractivos para los inversores pacientes, siempre apoyados en la excelente posición financiera, el

liderazgo de mercado y el alto prestigio de la empresa a nivel internacional. El atractivo es grande, pero obviamente necesita que el cambio de ciclo en los precios del crudo se termine convalidando.

Juan Battaglia
Economista Jefe