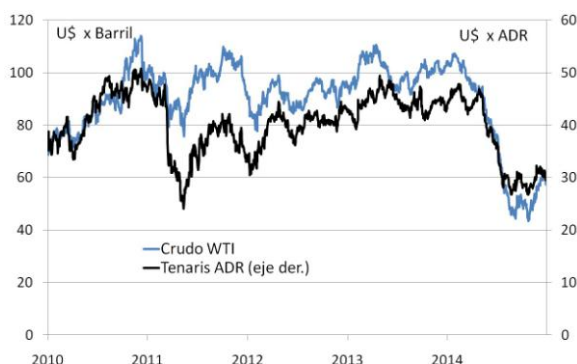


22 de mayo de 2015

Tenaris S.A.

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó el balance correspondiente al primer 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. 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.

Un Entorno Hostil

La caída en la actividad de perforación a nivel global está castigando duramente las ventas de la compañía. Los ingresos alcanzaron los U\$2.254 millones de dólares en el primer trimestre, mostrando una caída interanual del 13%. El resultado operativo cayó un 33% y se ubicó levemente por encima de los U\$379 millones. Otro dato negativo es la merma en el margen operativo, que se ubicó en el 16,8%, 5 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. El resultado neto del periodo fue de U\$222 millones, o U\$0,19 por acción frente a los U\$0,36 del primer trimestre del 2014.

La situación del sector es delicada, la caída en la cantidad de equipos de perforación en actividad fue del 50% en el último semestre en Estados

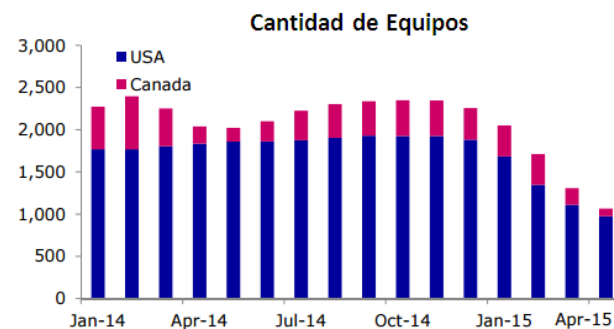
Unidos, siendo una de las zonas geográficas más afectadas a nivel global. Tenaris se ve particularmente perjudicada, ya que a pesar de la buena diversificación geográfica de sus ventas, aproximadamente el 50% tienen como destino el mercado norteamericano.

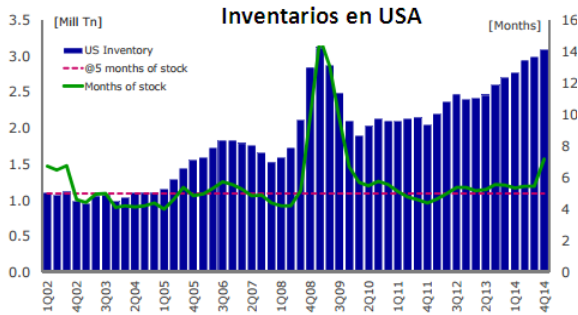
Este mercado además cuenta con la particularidad de alojar la industria de shale más importante del mundo. Así como en el pasado la empresa se vio beneficiada del dinamismo de los hidrocarburos no convencionales, actualmente se ve damnificada debido a que los proyectos de shale reaccionan más rápido a los cambios en los precios.

millones de U\$	T1 2015	T1 2014	Variación
Ingresos por ventas	\$ 2.254	\$ 2.580	-12,6%
Resultado operativo	\$ 379	\$ 566	-33,0%
Ganancia neta	\$ 221	\$ 195	13,3%
Ganancia por acción	\$ 0,19	\$ 0,36	-47,2%
Ebitda	\$ 527	\$ 718	-26,6%
Margen operativo	16,8%	21,9%	-23,4%
Ventas America del Norte	\$ 961	\$ 1.085	-11,4%
Ventas America del Sur	\$ 487	\$ 440	10,7%
Ventas Resto del Mundo	\$ 628	\$ 893	-29,7%
Ventas de tubos (miles de Tn)	815	910	-10,4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

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. Debido al estancamiento del sector, los inventarios de tubos se encuentran en niveles muy elevados, con lo cual las ventas en los próximos trimestres tampoco serán alentadoras. Los ingresos también disminuyeron significativamente en Iraq, Ecuador y Australia, mientras que las ventas en América del Sur estuvieron resguardadas por las entregas para proyectos de ductos en Argentina y Brasil.

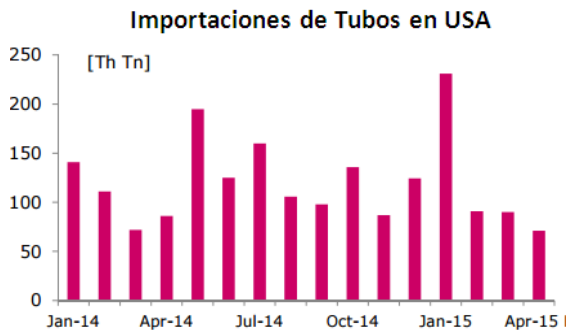




Fuente: Presentación Institucional.

Importaciones Coreanas

El fuerte crecimiento de las importaciones también está afectando las ventas de la compañía en Estados Unidos. Varias empresas del complejo siderúrgico americano vienen haciendo lobby para frenar las importaciones de diversos países acusándolas de dumping, vender por debajo de los costos de producción, entre ellas a las importaciones de tubos provenientes de Corea del Sur. Si bien la empresa obtuvo una resolución favorable por parte del Departamento de Comercio que aplicó tarifas sobre varios países, incluido Corea del Sur, las importaciones de este siguen en aumento. Los directivos esperan una nueva resolución favorable, pero por otro lado manifestaron que los tiempos de este proceso serán largos.

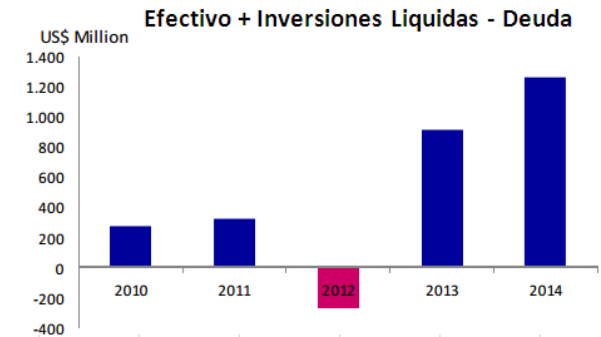


Fuente: Presentación Institucional.

Solidez Financiera

Uno de los puntos fuertes que actuó como soporte en el precio luego de conocido el balance, fue la buena posición de caja 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\$1.900 millones, en comparación con US\$1.300 millones al cierre del ejercicio. Para tener una dimensión del poco apalancamiento de

la empresa, la deuda financiera representa solamente un 9% del PN y aproximadamente la mitad del EBITDA.



Fuente: Presentación Institucional.

Ratios Atractivos: Esperando el Rebote del Crudo

A mediano plazo las estimaciones son más optimistas, con cierta recuperación de las ventas a partir del cuarto trimestre del año. Durante la última conferencia en la que se presentó el balance los directivos afirmaron que estiman precios de equilibrio del crudo y el gas en niveles más altos que los actuales. De convalidarse este escenario, sin duda la acción presenta ratios subvaluados muy atractivos, siempre apoyados en la excelente posición financiera y el alto prestigio de la empresa a nivel internacional. El P/E (número de veces que está contenido el beneficio por acción en el precio) se encuentra en torno a 15 y la Cotización/Valor Libros (contrasta el valor de mercado con el valor contable) por debajo del 150%, por lejos los mínimos del último tiempo. El atractivo es grande, pero obviamente necesita que el cambio de ciclo en los precios del crudo se termine convalidando.

Juan Battaglia
Economista Jefe