

27 de Febrero de 2015

## Tenaris S.A.

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó el balance del cuarto trimestre y, por lo que marcan las cotizaciones, lejos estuvo de conformar a los accionistas. En el *Resumen* de esta semana destacamos los principales resultados del año finalizado y los importantes desafíos para el 2015.



Fuente: Reuters.

### Resultados: Tibios pero no Pésimos

La primera lectura del cuarto trimestre asusta un poco. Los resultados operativos cayeron un 40% y los netos un 52%, ambos en términos interanuales. Esta caída arrastra los resultados para todo el 2014, ubicándolos un 13% por debajo del 2013:

#### Con cargos extraordinarios

	2014	2013	Variación
Ventas Netas	\$ 10.338	\$ 10.597	-2,4%
Resultados Operativos	\$ 1.899	\$ 2.185	-13,1%
Resultados Netos	\$ 1.366	\$ 1.574	-13,2%
Ganancias por Acción	\$ 1,14	\$ 1,31	-13,0%
EBITDA	\$ 2.720	\$ 2.795	-2,7%
Margen EBITDA	26,3%	26,4%	

#### Con cargos extraordinarios

	4 Trim 2014	4 Trim 2013	Variación
Ventas Netas	\$ 2.677	\$ 2.674	0,1%
Resultados Operativos	\$ 350	\$ 589	-40,6%
Resultados Netos	\$ 195	\$ 408	-52,2%
Ganancias por Acción	\$ 0,17	\$ 0,35	-51,4%
EBITDA	\$ 712	\$ 587	21,3%
Margen EBITDA	26,6%	27,8%	-4,3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Sin embargo, los beneficios fueron afectados por dos cargos extraordinarios. Los resultados operativos se vieron disminuidos debido a que la empresa contabilizó un cargo por

desvalorización de activos por sus operaciones Colombia y Canadá por U\$206 millones de dólares. Según lo informado en el propio balance, el cargo se realizó por la sensibilidad de las ventas a los precios del petróleo y gas y el consiguiente impacto en la actividad de perforación y la demanda esperada de productos OCTG (Oil Country Tubular Goods; tubos). Además, los resultados netos inducen también otro cargo por desvalorización de la inversión en Usiminas Brasil de U\$49 millones, producto del deterioro de las expectativas acerca de un entorno industrial más débil en Brasil, y consecuentemente la menor demanda de acero, además del alicaído precio internacional del mineral de hierro.

Sin considerar estos cargos extraordinarios, los resultados operativos hubieran caído solamente un 3,7% y los netos un 1,6% en 2014 en relación a 2013. De esta manera, los resultados por acción (limpios de los cargos) se mantuvieron estables en torno a los U\$1,31 dólares por acción. Por otra parte, la empresa pagará un dividendo de U\$0,45 por acción para todo el 2014, incluidos los U\$0,15 ya pagados en noviembre, lo que representa a los precios actuales un dividendo del 3,2%.

#### Sin cargos extraordinarios

	2014	2013	Variación
Ventas Netas	\$ 10.338	\$ 10.597	-2,4%
Resultados Operativos	\$ 2.105	\$ 2.185	-3,7%
Resultados Netos	\$ 1.550	\$ 1.574	-1,6%
Ganancias por Acción	1,31	1,31	0,2%

#### Sin cargos extraordinarios

	4 Trim 2014	4 Trim 2013	Variación
Ventas Netas	\$ 2.677	\$ 2.674	0,1%
Resultados Operativos	\$ 556	\$ 589	-5,6%
Resultados Netos	\$ 379	\$ 408	-7,2%
Ganancias por Acción	0,32	0,35	-8,4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Las ventas cayeron un 2,4% en 2014, producto de la merma en los precios mientras los volúmenes se mantuvieron relativamente estables. Hasta principios del 2014, el mercado más dinámico era Medio Oriente y África principalmente por los proyectos en aguas profundas. En cambio, durante la segunda parte del año las ventas en Estados Unidos - representan más del 50% del total- fueron el segmento más pujante gracias a la mayor

actividad de perforación y los mejores precios de venta en la industria del shale. Los proyectos de shale reaccionan más rápido a los cambios en los precios y Tenaris a través de peso en Estados Unidos tiene una fuerte exposición a los hidrocarburos no convencionales.

Para delante, el mayor desafío se sitúa justamente en el mercado norteamericano. Debido a los menores precios del crudo y el gas, los planes de inversión y las actividades de perforación se verán afectados. Los directivos de Tenaris estiman que las ventas de productos OCTG se verían reducidas cerca de un 30% durante 2015 en relación al 2014. Por el lado de Oriente, las perspectivas de corto plazo tampoco son buenas. La demanda de Arabia Saudita caería por su exceso de inventarios en productos OCTG y la menor actividad de perforación off-shore en África y el Mar del Norte. Del lado positivo, la empresa estima una mayor actividad en Argentina (YPF) y Brasil (Petrobras).

A largo plazo las estimaciones son más optimistas, con cierta recuperación de las ventas a partir de la segunda parte 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. Por otra parte, todavía son optimistas y esperan obtener otra resolución positiva en el caso de dumping de las importaciones coreanas de tubos a los Estados Unidos. Si bien el Departamento de Comercio aplicó tarifas sobre varios países, incluido Corea del Sur, las importaciones de este siguen en aumento. En la conferencia también manifestaron que los tiempos de este proceso serán largos.

Vale la pena resaltar que a diferencia de otras compañías, Tenaris tiene una excelente distribución geográfica de sus ventas y una muy sólida posición financiera. La deuda neta - deuda financiera menos efectivo y equivalentes - finalizó el 2014 en U\$1.300 millones, aproximadamente el 10% del PN y menos de la mitad del EBITDA, lo que pone en evidencia la excelente salud financiera de la firma.

## Algunos ratios

Durante los últimos años las ventas de la compañía se mantienen relativamente estables, los resultados netos vienen cayendo pero muy levemente y los márgenes operativos se encuentran prácticamente en los mismos niveles de 2010. Sin embargo, como se observa en el siguiente cuadro, los ratios de valuación se desplomaron. La cotización cayó enérgicamente de la mano del derrumbe del crudo. El mercado se adelanta y ya descuenta en las cotizaciones las peores perspectivas de ventas de tubos. El P/E (P/E: número de veces que está contenido el beneficio por acción en el precio) se encuentra por debajo de 15 y la Cotización/Valor Libros (contrasta el valor de mercado con el valor contable de la empresa) se ubica en el 180%, como se puede ver en el cuadro a continuación, por lejos los mínimos del último tiempo.

	Ventas	Resultados Netos	Margen Operativo	P/E	Cotización/Valor Libros
2010	\$ 7.712	1127	20%	28,1	283%
2011	\$ 9.972	1332	19%	17,7	221%
2012	\$ 10.834	1699	21%	21,5	335%
2013	\$ 10.597	1551	21%	26	322%
2014*	\$ 10.338	1343	20%	14,8	180%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

En resumen, los resultados carecen de dinamismo desde hace ya varios trimestres. Por otro lado, la compañía mantiene su excelente posición financiera y su alto prestigio a nivel internacional. Para este año, la propia empresa estima una fuerte caída en las ventas de tubos que dañarán los resultados. El mercado se adelantó y reaccionó fuertemente, desplomando los ratios de valuación. A estos precios, la acción luce muy atractiva, ya que quedaría muy bien parada ante un cambio de ciclo en los precios del crudo.