

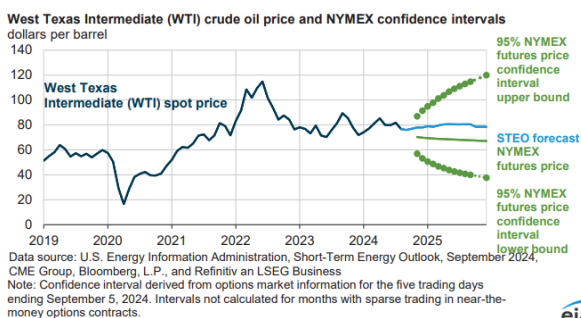
12 de Septiembre de 2024

**Tenaris S.A.**

Tenaris es un fabricante de tubos y servicios relacionados para la industria petrolera líder a nivel mundial. Su sistema de producción integra la fabricación, el laminado y conformado de tuberías y su tratamiento térmico, roscado y acabado. La firma produce desde más de 16 países y posee representación comercial en más de 30.

Las operaciones de Tenaris se centran específicamente en proveer a la industria del Oil & Gas, sin embargo, la compañía ya provee y desarrolla productos para industrias como pozos geotérmicos, centrales eléctricas (bioenergía) y almacenamiento, captura y transporte de hidrogeno o carbono, entre otros.

La demanda de los productos de Tenaris fluctúa de acuerdo al nivel de actividades de exploración, desarrollo y producción e inversión de la industria del petróleo y gas. Por esta razón, su performance depende fuertemente de los precios actuales y futuros del petróleo y el gas natural. Como se verá más adelante, la incertidumbre económica que empujó a la baja la actividad de perforación y el precio afectó las ventas de Tenaris. Sin embargo, si bien en el corto plazo el petróleo cotiza cerca de los 70 USD por barril, las expectativas a futuro son alrededor de los 80 USD por barril según el último informe de la U.S. Energy Information Administration.



Fuente: U.S. EIA

A principios de septiembre, como medida para ajustar la sobreproducción de ciertos miembros de la OPEC, los países miembros tuvieron un encuentro en el cual se confirmó el compromiso sobre los recortes de producción de 2,2 millones

de barriles por día durante 2 meses hasta finales de noviembre, para ser gradualmente reducidos a partir de diciembre. La medida de los recortes buscaría darle sustento al precio del petróleo en el corto plazo.

**Inversiones**

Durante 2023, a través de una de sus subsidiarias Tenaris pasó a ser entidad controlante de GPC (Global Pipe Company), formando TenarisGPC en Arabia Saudita. En mayo 2024, Tenaris inauguró una nueva línea de producción para su fábrica de tubos para soldadura por arco sumergido longitudinal (LSAW) de GPC. Junto con el centro de producción de TenarisSaudiSteelPipes, Tenaris es el único proveedor de Arabia Saudita capaz de proveer a Saudi Aramco.

A su vez, en noviembre del 2023 Tenaris incorporó el negocio de revestimiento de tubos de Mattr, denominado Shawcor, formando TenarisShawcor. Esta adquisición por 150,2 millones de USD sumó nueve plantas de revestimiento de tubos en Canadá, México, Noruega, Indonesia, los Emiratos Árabes Unidos y Estados Unidos, junto con varios centros comerciales y centros de R&D.

Por otro lado, ExxonMobil mantiene desde 2022 un contrato de largo plazo a Tenaris para prestar servicios en operaciones no convencionales en USA. Hoy, Tenaris presta servicios a los diez operadores mas grandes de Estados Unidos.

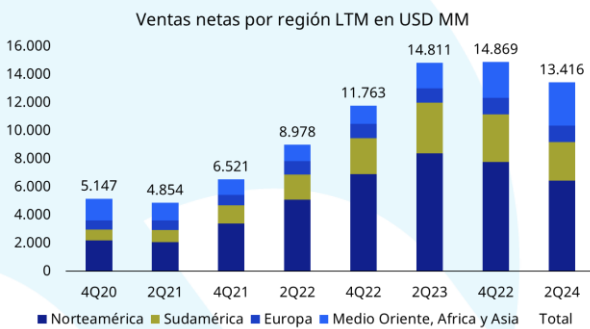
En Sudamérica, Tenaris adicionalmente forma parte del desarrollo de reservas prolíficas en Guyana (a través de ExxonMobil) y en Buzios Brasil (abasteciendo a Petrobras). En Argentina, en noviembre 2023 se inauguró un parque eólico de 100MW cubriendo cerca del 50% de la demanda eléctrica de sus instalaciones en Campana y mejorando la eficiencia de costos. La compañía ya tiene aprobado un plan de inversión para un segundo parque eólico para suministrar otro 30% de la demanda eléctrica.

Como adelantamos en el resumen de Ternium Argentina, por la adquisición de Usiminas, CSN había presentado demandas reclamando indemnizaciones dado que no se hizo una oferta pública de compra. Si bien en tres diferentes

ocasiones la justicia le dio la razón al grupo Ternium/Tenaris, en junio de este año la Suprema Corte de Justicia de Brasil dio vuelta su última decisión. Si bien la compañía apelará la sentencia, los estados contables incluyen una provisión por 170 millones de USD.

## Resultados

Tenaris es una compañía diversificada geográficamente no solo en la producción, sino también en las ventas. Al último cierre, Estados Unidos y Canadá representan alrededor del 48% de las ventas netas, seguido por Medio Oriente, África y Asia con 22,9%. Sudamérica representa el 20,52% y el restante son ventas en Europa, representando solamente un 8,77%.



Fuente: Estados financieros Tenaris S.A.

La compañía presentó sus últimos resultados para el primer semestre de 2024 y sus ventas se dividen principalmente en dos segmentos, tubos y otros. La fabricación de tubos con y sin costura representa el 92% de las ventas. El segmento "otros" incluye los negocios de varillas de bombeo, revestimientos, y servicios petroleros en Argentina (Vaca Muerta), entre otros negocios.

Las ventas netas de la compañía en el primer semestre de 2024 tuvieron una caída del 18% comparado con el primer semestre de 2023. Esto se debe principalmente a una caída de 6% en los volúmenes de tubos vendidos, y una caída de 16% en los precios promedio. La caída en precios fue debido a una caída del 14% en la actividad de perforación promedio en Estados Unidos y Canadá. En el resto del mundo, la actividad de perforación se mantiene estable a pesar de los

recortes planeados de la OPEC, aumentando un 3%.

Finalmente, en los primeros seis meses de 2024 las ventas cayeron un 35% en América del Norte y Sur, un 6% en Europa mientras que en el Medio Oriente, África y Asia aumentaron un 43%.

En el segmento de otros, las ventas aumentaron un 74% sumando 563 millones de USD con un margen operativo de 18,6%. Esto se explica principalmente por la consolidación del negocio de revestimiento de Shawcor a fines de 2023.

A nivel consolidado, estos resultados arrastraron a la baja el resultado operativo, el EBITDA y sus márgenes. El EBITDA cayó un 37% y el margen se redujo alrededor de 800 puntos básicos, a 27%.

en millones de USD	2S2024	2S2023	Var (%)
Ventas	6.763,22	8.216,09	-18%
Costo de ventas	-4.277,67	-4.574,94	-6%
Resultado Bruto	2.485,56	3.641,15	-32%
Gastos operativos	-1.004,82	-1.016,08	-1%
Resultado Operativo	1.323,37	2.629,54	-50%
Margen Operativo	20%	32%	- 1200 bps
EBITDA	1.807,93	2.885,58	-37%
Margen EBITDA	27%	35%	- 800 bps

Fuente: Estados financieros Tenaris S.A.

En términos de caja y deuda, la compañía presenta una situación financieramente sólida. Al último cierre de balance, Tenaris reportó caja e inversiones por 4.400 millones de USD, solo tiene 730 millones de USD en deuda más 186 millones destinados a recompra de acciones, dejando una caja neta de aproximadamente 3.500 millones de USD.

## Valuación

Dadas las operaciones de Tenaris como proveedor de tubos y prestador de servicios para la industria petrolera, se la puede comparar contra el Índice SPSIOS del S&P (SPDR Oil & Gas Equipment & Services). La métrica principal que vamos a tomar es el EV/EBITDA<sup>1</sup>.

Al último cierre con las cotizaciones actuales, Tenaris cotiza con un descuento respecto a sus

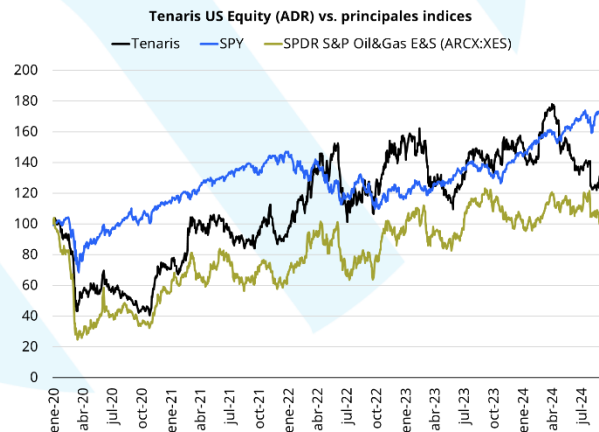
<sup>1</sup> El EBITDA que nosotros presentamos para Tenaris está ajustado por la provisión de USIMINAS.

comparables que componen el índice SPSIOS. En resumen, el valor de Tenaris representa 3 veces y medio su EBITDA anual, mientras que sus comparables es 5 veces y medio.

en millones de USD	2S2023 LTM
Acciones	1.163
Precio ADR	28,70
Market Cap	16.686
Enterprise Value	13.178
EBITDA LTM	3.787
EV/EBITDA Tenaris	3,5
EV/EBITDA SPSIOS Index	5,6

**Fuente:** Estados financieros Tenaris S.A.

Desde la recuperación de la pandemia, Tenaris mantiene un buen desempeño respecto a sus índices comparables. Lógicamente, al ser una acción correlacionada con el petróleo, el papel acompaña cualquier tipo de volatilidad en el crudo. En lo que va del 2024, el retorno de Tenaris incluyendo dividendos fue un -15,7% respecto a un +15,69% del SPY y un -6,25% de su índice comparable. En el largo plazo la empresa venía mostrando una buena dinámica hasta la caída de este año.



La compañía posee históricamente una firme política de dividendos con dos pagos regulares anuales. Para el 2023-2024, destinó 694 millones de USD en dividendos, lo que representó 1,2 USD por ADR, un retorno de aproximadamente 4%. Previa a la pandemia, la compañía mantenía una política constante de 0,8 USD por ADR. A partir del 2021 y luego de los pisos de pandemia, la compañía se centró en el retorno a los accionistas, aumentando los dividendos un 41,9% anual durante los últimos tres años.

Sumado a esto, en noviembre de 2023 la compañía aprobó un plan de recompra de acciones por 1.200 millones de USD en 4 tramos. Al cierre del segundo trimestre de 2024, la compañía estaba en proceso de terminar el cuarto tramo el cual fue concluido en agosto de 2024.

### Perspectivas

Tenaris es una empresa con gran trayectoria no sólo en Argentina sino también a nivel mundial. Con presencia en 16 países y en los principales países productores de petróleo y gas la compañía continúa invirtiendo en adquisiciones para expandir el negocio y el portafolio de la empresa.

La compañía está sujeta a los vaivenes macroeconómicos globales y los movimientos del petróleo. La expectativa del management es de unos trimestres flojos por delante dada la incertidumbre y estacionalidad (la empresa entra en temporada de mantenimiento). Sin embargo, la compañía demostró solidez en tiempos difíciles como la pandemia y mantiene su estrategia de darle retorno a los accionistas. A los precios actuales, Tenaris nos parece una de las mejores acciones para posicionarse dada la volatilidad de estas últimas semanas.

Muchas gracias.

\_\_\_\_\_  
 Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

\_\_\_\_\_  
 Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

\_\_\_\_\_  
 Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

\_\_\_\_\_  
 Tomás Mangino  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)

**Anexo: Valuación por DCF**

Un modelo de DCF (Discounted Cash Flow) es una técnica de valuación que estima el valor de una empresa calculando el valor presente de sus flujos de caja libre. Primero, se proyectan los flujos de caja futuros y luego se descuentan al valor presente usando una tasa de descuento que refleja el costo de capital de la empresa. El resultado ayuda a determinar el valor intrínseco de la empresa.

Para el caso de Tenaris, hacemos el ejercicio normalizando un poco los valores de las ventas y el resultado operativo, utilizando el promedio de los últimos 6 años, excluyendo el 2020 por la pandemia. Todo lo referente a CAPEX, intereses, depreciación, caja y deuda, usamos los valores de los últimos doce meses.

El propósito de este ejercicio no es un poner un precio objetivo, sino más bien mostrar el pesimismo que tiene el mercado con la valuación de Tenaris. Aún asumiendo que el resultado operativo y las ventas de la empresa no crecen, el resultado de este ejercicio de valuación da un precio muy por encima del valor actual del ADR. Para justificar el valor actual, habría que asumir supuestos negativos que, conociendo la historia y management de la compañía, no nos parecen razonables respecto a las ventas, el retorno al capital y la desinversión.

Current	LTM	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Expected Growth Rate		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Cumulated Growth		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
Reinvestment Rate		-75,34%	-75,34%	-75,34%	-75,34%	-75,34%	-60,27%	-45,20%	-30,13%	-15,07%	0,00%	
EBIT	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	\$2.093	
Tax rate (for cash flow)	16,00%	16,90%	17,80%	18,70%	19,60%	20,50%	21,40%	22,30%	23,20%	24,10%	25,00%	25,00%
EBIT * (1 - tax rate)	\$1.758	\$1.740	\$1.721	\$1.702	\$1.683	\$1.664	\$1.645	\$1.626	\$1.608	\$1.589	\$1.570	\$1.758,34
-(CapEx-Depreciation)	\$314	(\$1.310)	(\$1.296)	(\$1.282)	(\$1.268)	(\$1.254)	(\$992)	(\$735)	(\$484)	(\$239)	\$0	\$0,00
-Chg. Working Capital	(\$1.639)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0,00
Free Cashflow to Firm	\$3.083	\$3.050	\$3.017	\$2.984	\$2.951	\$2.918	\$2.637	\$2.362	\$2.092	\$1.828	\$1.570	\$1.758,34
Cost of Capital		9,96%	9,96%	9,96%	9,96%	9,96%	10,20%	10,44%	10,68%	10,93%	11,17%	
Cumulated Cost of Capital		1,0996	1,2091	1,3295	1,4618	1,6074	1,7713	1,9563	2,1653	2,4019	2,6701	
Present Value		<b>\$2.774</b>	<b>\$2.495</b>	<b>\$2.244</b>	<b>\$2.019</b>	<b>\$1.815</b>	<b>\$1.489</b>	<b>\$1.207</b>	<b>\$966</b>	<b>\$761</b>	<b>\$588</b>	

Growth Rate in Stable Phase =	0,00%
Reinvestment Rate in Stable Phase =	0,00%
FCFF in Stable Phase =	\$1.758,34
Cost of Equity in Stable Phase =	11,49%
Equity/ (Equity + Debt) =	95,80%
AT Cost of Debt in Stable Phase =	3,89%
Debt/ (Equity + Debt) =	4,20%
Cost of Capital in Stable Phase =	11,17%
<b>Value at the end of growth phase =</b>	<b>\$15.744,44</b>
Present Value of FCFF in high growth phase =	\$16.358,58
Present Value of Terminal Value of Firm =	\$5.896,54
Value of operating assets of the firm =	\$22.255,12
Value of Cash, Marketable Securities & Non-operating assets =	\$5.416,98
Value of Firm =	\$27.672,10
Market Value of outstanding debt =	\$712,83
Minority Interests	\$208,57
Market Value of Equity =	\$26.750,70
Value of Equity in Options =	\$0,00
Value of Equity in Common Stock =	\$26.750,70
<b>Value of equity per share (ADR) =</b>	<b>\$46,00</b>
<b>Stock price (ADR) =</b>	<b>\$28,12</b>
% Under or Over valued =	-38,87%