

12 de marzo 2021

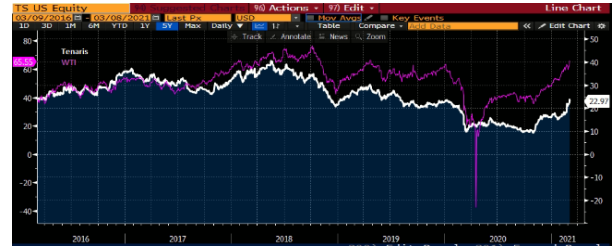
TENARIS

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó sus Estados Contables anuales de 2020. A pesar de haber sido un año muy difícil para la mayoría de los sectores y para el petrolero en particular, a tal punto de que la demanda mundial del crudo se derrumbó haciendo que sus precios de los futuros sean negativos (capacidad de almacenamiento desbordada), Tenaris fue mostrando sólidos resultados a cada cierre trimestral. Su buena administración de la crisis generó que la cotización de su acción se vaya recuperando hasta encontrarse en la actualidad en niveles pre pandemia.



Fuente: Bloomberg.

Si bien el precio de la acción está muy atada a los vaivenes del precio del petróleo, como se observa en el segundo gráfico, con un horizonte de largo plazo creemos que es una interesante compañía para tener en cartera. A continuación, resumiremos los números del balance para analizar cómo se adaptó la empresa a la crisis y cómo se proyecta hacia el futuro.



Fuente: Bloomberg.

Datos del Balance

Como es usual con Tenaris, gracias a su extremada solvencia y prudencia financiera, la empresa aprovecha las crisis para mejorar aún más su eficiencia. Es así que, a comienzos del 2020, post crisis del sector en 2019, Tenaris adquirió la compañía estadounidense productora de tubos de acero IPSCO Tubulars Inc. por USD 1.029 millones. Esta compra le brinda a Tenaris la posibilidad de integrarse verticalmente en ese mercado. No obstante, el escenario proyectado previo a la compra irrumpió con una crisis mucho mayor agravada por la pandemia.

Como resultado del deterioro de las condiciones del negocio, durante 2020, la compañía decidió registrar un cargo contable por desvalorización por USD 622 millones, lo que generó un rojo contable. A diferencia de los años anteriores, el resultado neto arrojó pérdidas por USD 642 millones (USD -1.07 por ADR).

Por otra parte, con el colapso de la demanda de petróleo y el rápido aumento de excedentes de inventario que resultaron en el recorte de las inversiones en la actividad de perforación, las ventas en 2020 cayeron casi un 30% respecto del ejercicio 2019.

En detalle, a pesar de que los precios y el volumen se redujeron a nivel global, la caída se explicó principalmente por los menores

ingresos generados en el continente americano con caídas del 36% en América del Norte y 47% en América del Sur, ya que en el resto del mundo las ventas mermaron alrededor del 10%.

Volumen de ventas de Tubos (miles de toneladas métricas)	12M 2020	12M 2019	Aumento/(Disminución)
Sin costura	1,918	2,600	(26%)
Con costura	480	671	(28%)
Total	2,398	3,271	(27%)

Tubos	12M 2020	12M 2019	Aumento/(Disminución)
Ingresos por ventas netos (millones de US\$)			
América del Norte	2,108	3,307	(36%)
América del Sur	660	1,240	(47%)
Europa	566	641	(12%)
Medio Oriente y África	1,194	1,337	(11%)
Asia Pacífico	315	345	(9%)
Ingresos por ventas netos (millones de US\$)	4,844	6,870	(29%)
Resultado operativo (millones de US\$)	(616)	755	(182%)
Margen operativo (% de ventas)	(12.7%)	11.0%	

Fuente: Balance.

El EBITDA, que incluye cargos de reestructuración por USD 142 millones, cayó 53% interanualmente reflejando menores ventas como también menor absorción de los costos fijos. A su vez, el margen EBITDA para el ejercicio 2020 fue de 12,4% versus 18,8% en 2019 (valor que históricamente Tenaris pretende mantener en torno al 20%).

En esta coyuntura y para asegurar la estabilidad financiera de la compañía, Tenaris implementó un plan para reducir la estructura de costos fijos en USD 230 millones o 25% en 2020 y generar efectivo mediante la reducción de inventarios, la administración de cuentas por cobrar y la reducción de inversión. Dicho proceso generó USD 1.300 millones en flujo de efectivo libre durante el año lo que representó un 26% de los ingresos en 2020 y un 16% mayor al generado en el ejercicio anterior.

Este plan incluyó una reducción de USD 1.100 millones en capital de trabajo durante 2020. Sin embargo, para evitar que la reducción en capital de trabajo se traduzca en mayores costos futuros a la hora de reactivar la producción previendo la recuperación de la demanda, Tenaris comenzó a adelantar gastos

en capital de trabajo en el cuarto trimestre de 2020.

	12M 2020	12M 2019	Aumento/ (Disminución)
Ingresos por ventas netos (millones de US\$)	5,147	7,294	(29%)
Resultado operativo (millones de US\$)	(663)	832	(180%)
(Pérdida) Ganancia del ejercicio (millones de US\$)	(642)	731	(188%)
Pérdida (ganancia) del ejercicio atribuible a los accionistas de la Compañía (millones de US\$)	(634)	743	(185%)
(Pérdida) Ganancia por ADS (US\$)	(1.07)	1.26	(185%)
(Pérdida) Ganancia por acción (US\$)	(0.54)	0.63	(185%)
EBITDA* (millones de US\$)	638	1,372	(53%)
Margen de EBITDA (% de ingresos por ventas netos)	12.4%	18.8%	

(Valores expresados en miles de USD)

	Período de doce meses finalizado el 31 de diciembre de,	
	2020	2019
Flujos netos originados en actividades operativas	1,520,381	1,527,939
Inversiones de capital	(193,322)	(350,174)
Flujo libre de efectivo	1,327,059	1,177,765

Fuente: Balance.

En un análisis alternativo, si excluimos los cargos contables por desvalorización, la utilidad neta del ejercicio 2020 se torna positiva. A su vez, observando otro aspecto positivo, el margen EBITDA correspondiente a los tres últimos meses del 2020 muestra mejoras con respecto al alcanzado en el mismo periodo del 2019.

Como siempre destacamos, la empresa tiene una deuda financiera negativa, la caja y equivalentes superan a sus compromisos en más de 3 veces. A pesar de haber tenido que abonar más de USD 1.000 millones por la compra de IPSCO a principios de 2020, Tenaris alcanzó al cierre de balance una posición neta de caja USD 1.100 millones.

En relación a la política de dividendos, durante 2020 la compañía canceló el pago de dividendos de junio 2020 a fin de preservar la liquidez durante la crisis, abonando dividendo recién en noviembre USD 0,07 por acción (USD 0,14 por ADR) como anticipo de la campaña 2021. A su vez, al cierre del ejercicio 2020 propuso un dividendo anual de USD 0,21 por acción (USD 0.42 por ADR) que incluye el pago

hecho en noviembre y que se encuentra en línea con lo pagado en 2019.

Transición energética y proyectos de inversión

Tenaris se encuentra muy activa en la búsqueda de una hoja de ruta para el desarrollo de energías renovables. Este año aprobó un proyecto a mediano plazo para reducir en un 30% su tasa de emisiones de carbono. La empresa planea implementar hidrógeno para sus hornos eléctricos, como así también utilizar chatarra de acero reciclada para su mix metálico y llevar adelante diversas inversiones para incrementar la eficiencia energética. Por otra parte, como mencionamos en el resumen anterior, Tenaris participa en un proyecto de gran escala que busca convertir en Noruega la infraestructura de una red gasoductos submarina de 8.800 km en una nueva red de hidrógeno.

Perspectivas

En un reciente acuerdo, la OPEP definió en marzo que mantendrá congelado hasta abril el suministro de crudo. Esto generó que el precio del barril de Brent, de referencia en Europa, se posicione por encima de los USD 69 y que el WTI, de referencia en los EEUU, se situara en más de USD 65.

Por otra parte, debido al avance en la vacunación a nivel global y la implementación de cuantiosos planes de estímulo en las economías desarrolladas, las perspectivas de

crecimiento global mejoran y la OCDE espera un crecimiento en torno al 5,6% para 2021.

En este contexto, teniendo en cuenta que los yacimientos son rentables a partir de un precio del barril muy por debajo del actual, y que la recuperación de la actividad en América del Norte esta avanzando junto al fortalecimiento de la posición de Tenaris en ese mercado, podemos prever una gradual recuperación de las ventas de la compañía a partir del segundo trimestre de 2021. En el primer trimestre, el EBITDA debería ser equiparable al del cuarto trimestre de 2020 ya que la empresa planea continuar el proceso de recuperación del capital de trabajo. Es por esto que a partir del segundo trimestre, estimamos que el EBITDA se fortalecería para estabilizar el margen de EBITDA en torno al 20%.

Tenaris tiene una excelente salud financiera, recortó y adecuó sus costos operativos pudiendo sobrellevar con éxito la crisis. La empresa cotiza en un 120% de valor libro y tiene una política estable de dividendos. Dada la recuperación actual de los precios, somos optimistas en tomar posiciones sólo de largo plazo, dado el fuertísimo rebote de precios que vimos en las últimas semanas.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar