

10 de febrero de 2023

**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.

El núcleo del negocio de la empresa es abastecer a las compañías hidrocarburíferas. La demanda de los productos de Tenaris fluctúa de acuerdo al nivel de actividades de exploración, desarrollo y producción e inversión de la industria. Por esta razón, su performance depende fuertemente de los precios actuales y esperados del petróleo y el gas natural.

Como se puede ver en el gráfico de abajo, el precio del crudo se recuperó notablemente en 2021 y, tras la irrupción del conflicto armado en Europa, en 2022 alcanzó niveles cercanos a los máximos históricos. Esto dio lugar a una enorme cantidad de nuevos proyectos de exploración y desarrollo de perforaciones que anteriormente a un precio por barril de USD 60 no resultaban rentables.

Desde finales de 2022 hasta la fecha, el crecimiento económico global se fue desacelerando y como consecuencia, los precios de la energía han ido descendiendo. Aun así, la guerra en Ucrania se prolonga y el impacto de nuevas sanciones a las exportaciones de petróleo de Rusia y los recortes del suministro de gas de ese país a Europa han aumentado la incertidumbre en el mercado energético.

Sumado a ello, los inventarios continúan en niveles bajos y la respuesta del lado de la oferta sigue siendo limitada, reflejo de los bajos niveles de inversión en los últimos años y la incertidumbre acerca de la demanda a largo plazo en la transición energética.



Fuente: Bloomberg.

**Datos del Balance**

La compañía presentó sus últimos resultados contables para el tercer trimestre y de nueve meses 2022. Las ventas del tercer trimestre alcanzaron casi los USD 3.000 millones, un 70% más que en igual periodo del 2021. En cuanto al acumulado de los 9 meses sumaron, las ventas fueron de USD 7.667 millones, creciendo un 121% respecto del mismo periodo de 2021 y un 85% comparado con 2019 (ejercicio anterior a la pandemia).

Las ventas aumentaron en todas las regiones debido a un aumento de 28% en los volúmenes, pero principalmente gracias al aumento en un 46% en los precios de venta promedio.

Se destacaron los mercados de América del Norte y del Sur donde el nivel de ventas más que se duplicó debido a mayores precios de productos OCTG (elementos tubulares para pozos de petróleo) en toda la región y mayores despachos de productos OCTG en Canadá. En tanto el mercado europeo en los 9 meses de 2022 se recuperó un 50% y 40% comparado con igual periodo de 2021 y 2019 respectivamente. En contrario, en Medio Oriente y África las ventas se recuperaron sólo un 9% comparado con igual periodo de 2021, y cayeron 31% en comparación con 2019, debido a las menores ventas en Arabia Saudita y menores ventas de productos de alto grado de aleación en EAU. Por su parte, en Asia Pacífico las ventas se recuperaron 19% versus 2021, pero disminuyeron 21% respecto de 2019 como reflejo de la discontinuación de las ventas de NKK Tubes en Japón y menores ventas en China.

En cuanto a los resultados operativos, en los primeros 9 meses de 2022 el espectacular nivel de ventas hizo que la compañía alcanzará un EBITDA record de USD 2.379 millones, un 171% más que en 2021 y un 120% más que en 2019. Por su parte, el margen EBITDA se expandió un 31% superando en más de 1.000 puntos básicos (pb) el nivel habitual de la empresa.

Tenaris SA (USD MM)	9M22	9M21	Var (%)	9M19	Var (%)
América del Norte	4.691	2.122	121%	2.529	85%
América del Sur	1.411	710	99%	975	45%
Europa	681	454	50%	488	40%
Medio Oriente Y África	676	623	9%	985	-31%
Asia Pacífico	207	174	19%	263	-21%
<b>Ingresos Netos</b>	<b>7.667</b>	<b>4.084</b>	<b>88%</b>	<b>5.239</b>	<b>46%</b>
Resultado Operativo	1.887	368	413%	618	205%
<b>Margen Operativo</b>	<b>25%</b>	<b>9%</b>	<b>1.560 pb</b>	<b>12%</b>	<b>1.282 pb</b>
EBITDA	2.379	877	171%	1.082	120%
<b>EBITDA Margen</b>	<b>31%</b>	<b>21%</b>	<b>956 pb</b>	<b>21%</b>	<b>1.038 pb</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balance.

Por otra parte, la normalización en los costos de materias primas que se observó desde principios de 2022 tuvo múltiples impactos en la última línea del estado de resultados.

La compañía posee participaciones en Ternium y Usiminas sus principales proveedores de barras de acero y productos de acero plano. En este sentido, los costos variables por materias primas se tornan más eficientes y la firma se beneficia de la participación accionaria en dichas compañías. Estas participaciones significaron en los 9 meses 2022 un beneficio de USD 196 millones, un 48% menos que en igual periodo de 2021 debido principalmente a una desvalorización de las cotizaciones de las compañías a precio de mercado. Aun así, Tenaris tuvo una ganancia en el periodo correspondiente de USD 1.745 un 143% superior a igual periodo de 2021.

Por su parte, debido a lo antes mencionado y a una previsión de mayores despachos el capital de trabajo fue de USD 1.408 millones a fin de incrementar los inventarios, en comparación con los USD 673 millones de los nueve meses de 2021.

Asimismo, los extraordinarios resultados obtenidos hasta la fecha, le permitió incrementar su posición de caja unos USD 540 millones, un 52% más que en 2021. Como siempre destacamos, la empresa no tiene deuda financiera ya que la caja y equivalentes igualan a sus compromisos financieros.

Tenaris SA (USD MM)	9M22	9M21	Var (%)	9M19	Var (%)
Deuda Financiera Total	875	514	70%	923	-5%
Caja y equivalentes	1.574	1.036	52%	1.887	-17%
Deuda Neta	699	523	34%	964	-28%
EBITDA (anualizado)	3.172	1.169	171%	1.442	120%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	0,2	0,4	-23%	0,7	-45%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balance.

## Dividendos

La compañía posee históricamente una firme política de dividendos con dos pagos regulares anuales. En junio 2022 pagó USD 0.56 por ADR y en noviembre otros USD 0.34 por ADR, lo cual implicó un 30% por encima de lo que pagó en 2021 y anunció un pago de USD 0.66 por ADR para mediados de 2023.

## Proyectos de inversión

En agosto último se renovó el acuerdo marco de largo plazo con la italiana ENI por 5 años, cubriendo sus requerimientos de OCTG en 20 países, y apoyando sus operaciones de perforación y ductos en otros 10 países alrededor del mundo con importante posición en

proyectos de aguas profundas en África, Oriente Medio y el Mediterráneo. En Oriente Medio, los Emiratos han anunciado una aceleración y ampliación de sus planes de expansión de la capacidad de producción de petróleo y gas. Tenaris está trabajando estrechamente con la principal compañía estatal ADNOC, y allí el acuerdo a largo plazo implica la provisión del 50% de sus requerimientos de OCTG. Por su parte, se confirmaron otros dos proyectos de largo plazo con Saudi Aramco y Qatargas las cuales buscan aumentar su actividad de perforación.

En América del Sur, mediante el recientemente firmado acuerdo con Petrobras Brasil, Tenaris posee un 50% de la participación de ese mercado y en Argentina se han iniciado el transporte del oleoducto que conecta su principal reserva de crudo y gas con el Atlántico y países vecinos.

## Cotización

Desde septiembre 2021 hasta la recuperación de los últimos meses, los principales índices americanos se han desplomado el S&P 500 (-20%), NASDAQ (-9.4%) y Dow Jones (-7%). Por su parte, Tenaris (TS) como el conjunto del sector energético (XLE) han tenido rendimientos excelentes trepando 54% y 51% respectivamente. Con 20 años de historia cotizando en el mercado americano y luego de una fenomenal recuperación tras el crash en el precio del petróleo que significó la pandemia, el ADR de TS hoy se encuentra a un precio levemente superior a su promedio histórico de USD 33,26.- por ADR. Con un P/E de 9.31, P/VL 110% y un EV/EBITDA 6.89.



Fuente: Bloomberg

## Perspectivas

Con la economía global ralentizándose, se espera que los países de la OPEP+ moderen la oferta para mantener los precios estables en niveles actuales de 80/90 dólares el barril, impulsado por los bloqueos a los hidrocarburos rusos y la necesidad de fomentar la actividad de perforación de los grandes productores de *Shale* de los Estados Unidos y Canadá, como también en los países de América Latina, manteniendo y consolidando los niveles de 2022.

En este sentido, es de esperar que las ventas de la compañía se moderen en 2023 y en cierta medida también sus márgenes. El mayor sostén de las mismas vendrá liderado por la recuperación del mercado europeo y africano con proyectos complejos de aguas profundas donde Tenaris tiene una capacidad muy diferenciada.

En resumen, la compañía se encuentra muy bien posicionada y con una excelente salud financiera, aun así, podríamos ver una compresión desde los niveles actuales de la cotización del ADR debido una disminución de la actividad global, pero somos optimistas en mantener posiciones a largo plazo.

Buen fin de semana.

**Juan José Battaglia**

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

**Ian Weber**

[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

**Manuel Carvalho Ochoa**

[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

**Tomás Mangino**

[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)