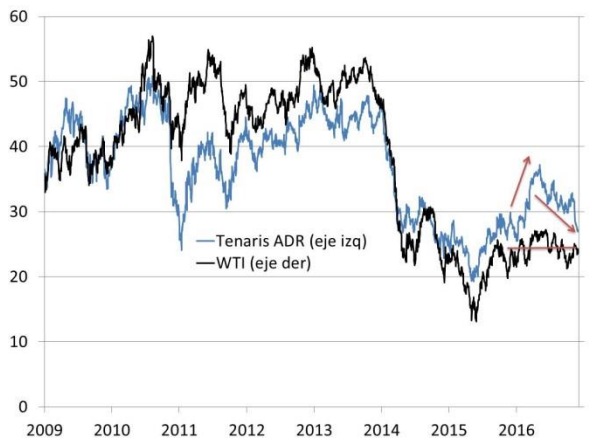


25 de agosto de 2017

Tenaris S.A.

A principios de mes, la empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó sus Estados Contables para el primer semestre de 2017. Si bien poco a poco los resultados comienzan a mejorar, desde la presentación del balance el ADR en Nueva York cayó más de un 10%. Claramente los números decepcionaron al mercado.

Parece una obviedad mencionar que su cotización tiene una marcada correlación con el precio internacional del crudo. Sin embargo, en el último año mostró una dinámica particular. Entre septiembre del 2016 y enero de este año, Tenaris (ADR) mostró un incremento del 45%, mientras que el crudo subió menos de la mitad (22%). A partir de entonces, el precio del petróleo cayó cerca de un 10% mientras que la cotización de la empresa bajó más de un 25%. Si bien a largo plazo el precio del crudo continuará siendo el principal motor del precio, veamos si la reciente baja brinda una buena oportunidad de compra.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Resultados

En el primer semestre del año las ventas alcanzaron los U\$2.397 millones, un 6% por encima del mismo periodo del año anterior. Debido a que los costos se mantuvieron relativamente estables, la empresa exhibió un resultado operativo de U\$87 millones, revirtiendo el rojo de U\$32 millones del primer semestre de 2016. Gracias a la baja carga financiera y a las ganancias reportadas en otras empresas del

Holding, el primer semestre finalizó con un resultado neto de U\$187 millones, contra un resultado prácticamente nulo del primer semestre de 2016. Con respecto al EBITDA, el primer semestre alcanzó los U\$399 millones, mostrando un aumento del 36% interanual. Por el leve incremento de las ventas, la mayor utilización de la capacidad instalada y la mejor eficiencia en la absorción de costos fijos, los márgenes crecieron del 12,9% al 16,6%.

Si bien los números mostraron una ligera mejoría, la baja de precios en las ruedas posteriores a la presentación del balance indica que el mercado esperaba algo más. Mirando en perspectiva, al igual que el resto del sector, los resultados de la compañía se vieron seriamente afectados por la caída en la actividad de perforación y exploración a nivel global. Recordar que las ventas durante el primer semestre de 2013 y 2014 promediaron los U\$5.400 millones, mientras los resultados netos alcanzaban los U\$850 millones semestrales. Números muy lejanos a los actuales.

(Valores expresados en miles de USD)

	Período de seis meses finalizado el 30 de junio,	
	2017	2016
Operaciones continuas		
Ingresos por ventas netos	2,396,664	2,261,267
Costo de ventas	(1,689,585)	(1,676,685)
Ganancia bruta	707,079	584,582
Gastos de comercialización y administración	(621,563)	(612,008)
Otros ingresos (egresos) operativos, netos	1,988	(4,774)
Resultado operativo	87,504	(32,200)
Ingresos financieros	23,986	44,107
Costos financieros	(11,958)	(9,118)
Otros resultados financieros	(32,082)	(39,928)
Ganancia (pérdida) antes de los resultados de inversiones en compañías no consolidadas y del impuesto a las ganancias	67,450	(37,139)
Ganancia de inversiones en compañías no consolidadas	65,401	30,339
Ganancia (pérdida) antes del impuesto a las ganancias	132,851	(6,800)
Impuesto a las ganancias	54,602	3,975
Ganancia (pérdida) del período de operaciones continuas	187,453	(2,825)
Operaciones discontinuas		
Resultado de operaciones discontinuas	91,542	21,598
Ganancia (pérdida) del período	278,995	18,773

Fuente: Balance 2do trimestre 2017.

Las perspectivas de la propia empresa son moderadas. En el semestre se observó un buen crecimiento (+58%) en las ventas en Norteamérica, su principal mercado que explica aproximadamente el 45% de las ventas de tubos a nivel global. La recuperación de la perforación de shale en EE.UU. y Canadá continuó a un ritmo rápido en la primera mitad del año, pero para los próximos meses esperan una desaceleración debido a una nueva caída en el precio del crudo. En el resto de sus mercados, como se ve en el

siguiente cuadro, las ventas continúan cayendo. La compañía es optimista con Latinoamérica para los próximos trimestres, debido a que la actividad de perforación en Argentina está comenzando a repuntar gracias a las inversiones en Vaca Muerta. A esto se le agrega los recientes descubrimientos offshore y la reforma energética en México. El otro mercado donde Tenaris pisa fuerte es en Medio Oriente y África, pero las ventas continúan alicaídas debido a los grandes stocks de tubos que las empresas del sector tienen en inventario por la caída en la actividad de perforación.

Tubos	S1 2017	S1 2016
Ingresos por ventas netos (millones de US\$)		
América del Norte	1,021	646
América del Sur	430	595
Europa	247	295
Medio Oriente y África	461	515
Asia Pacífico	101	64
Ingresos por ventas netos (millones de US\$)	2.260	2.115
Ganancia (pérdida) operativa (millones de US\$)	76	(44)
Resultado operativo (% de ventas)	3,4%	(2,1%)

Fuente: Balance 2do trimestre 2017.

El dividendo anual por el ejercicio anterior fue U\$0,41 por acción (U\$0,82 por ADR), lo que equivale a un 3% a precios de hoy, bastante aceptable, fundamental continuar con esta política de dividendos. Este incluye el pago anticipado de U\$0,13 en noviembre 2016 y los restantes U\$0,28 amortizados en mayo de este año.

Solidez Financiera

Como solemos resaltar, uno de los puntos fuertes de la compañía es su buena liquidez y solidez financiera. La posición neta de caja, efectivo e inversiones liquidas menos la deuda financiera total, finalizó el año en U\$1.130 millones. Tiene más activos líquidos que deuda financiera. Esta última representa sólo un 8% del PN y un poco más de dos veces el EBITDA, niveles muy manejables. Este bajo nivel de apalancamiento y su prudente política financiera la diferencian del importante grupo de compañías relacionadas a hidrocarburos con problemas crediticios. Como marcamos en *Resúmenes* anteriores, en términos de manejo de carteras, sin dudas es una acción que se la puede esperar hasta que se revierta el mercado, dado que su solvencia financiera no está comprometida.

(Valores expresados en miles de USD)	Al 30 de junio de,	
	2017	2016
Efectivo y equivalentes de efectivo	271,224	394,351
Otras inversiones corrientes	1,431,881	1,879,082
Inversiones de renta fija	279,232	329,182
Deudas bancarias y financieras	(852,865)	(820,046)
Efectivo / (deuda) neta	1,129,472	1,782,569

Fuente: Balance 2do trimestre 2017.

Perspectivas

Creo que es una de las mejores empresas para posicionarse a la espera que revierta el ciclo de contracción en la industria petrolera. Buena salud financiera, recortó y adecuó sus costos operativos y ganó peso en el mercado frente a otras empresas del sector que experimentaron tiempos turbulentos dado que iniciaron el ciclo bajista muy apalancadas. Para inversores pacientes, luego de la última baja el valor de mercado luce bastante atractivo, solamente el 140% del valor libros. Como siempre mencionamos, más allá de los buenos fundamentos de la compañía, para que las cotizaciones repunten debemos esperar precios del crudo un escalón por encima de los vigentes.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe