

13 de agosto de 2021

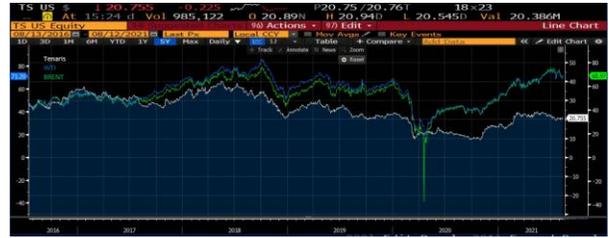
TENARIS S.A.

Tenaris el fabricante de tubos y servicios relacionados para la industria petrolera lidera a nivel mundial. Su sistema de producción integra la fabricación, el laminado y conformado de tuberías, el tratamiento térmico, roscado y acabado en más de 16 países y posee representación en más de treinta.

Como se puede observar en los gráficos a continuación, el precio de la acción posee una marcada correlación con el precio del crudo con lo cual también su volatilidad. En este sentido, la disminución de la demanda como consecuencia del COVID-19 impactó en el precio del petróleo cerrando al 31 de marzo de 2020 en USD 22 el barril.

En este contexto, en abril los principales países exportadores y productores de petróleo (OPEP+) llegaron a un acuerdo para implementar nuevos recortes a la producción tendientes a subir el precio que llegó a USD 45 a finales de 2020 y logró un promedio USD 65 para el segundo trimestre 2021. Llegado a estos niveles se pudo observar un rápido aumento de la actividad de perforación y de las plataformas marinas.

Si bien el precio de la acción está muy atado a los vaivenes del precio del petróleo, con un horizonte de largo plazo creemos que es una interesante compañía para tener en cartera. A continuación, resumiremos los números del balance.



Fuente: Bloomberg.

Datos del Balance

La compañía presentó sus resultados correspondientes al cierre del segundo trimestre del 2021. Las ventas alcanzaron los USD 1.500 millones, creciendo un 23% respecto del mismo periodo de 2020 y un 29% comparado con el primer trimestre de 2021. Las ventas aumentaron en todas las regiones por mejores precios y mayores volúmenes de perforación, pero se destacaron los mercados de América del Norte y del Sur.

En este sentido, tal como adelantamos en nuestro *Resumen* anterior sobre la compañía ([Ver acá](#)), por segundo trimestre consecutivo las ventas en América del Norte aumentaron en más de un 30%, recuperando completamente la posición de mercado en los EE.UU. que había sido afectada por la dificultosa adquisición de IPSCO. Por su parte, las ventas en América del Sur también se han recuperado notablemente con un crecimiento del 58% respecto a igual periodo de 2020 y un 38% comparado con el primer trimestre de 2021.

En este sentido, en los mercados de Brasil y Argentina comenzaron proyectos muy interesantes. En Brasil se destaca el embalse de la Cuenca de Santos, el yacimiento de aguas profundas más grande del mundo que se encuentra a 4.000 metros por debajo del lecho marino. Tiene reservas recuperables totales estimadas de 3.300 millones de barriles y el

plan de desarrollo apunta a una tasa de producción de 720.000 barriles por día. A su vez, en Vaca Muerta Argentina, se comenzó a ofrecer servicios de bombeo a presión y tubería flexible como complemento del servicio completo de *Rig Direct*, con una cartera de pedidos por USD 70 millones durante los próximos 12 meses.

Por otra parte, en el resto de los mercados los ingresos por ventas también se recuperaron con respecto del primer trimestre de 2021 con subas en el orden del 19% y 16% en Europa, Medio Oriente y África, respectivamente. En cuanto a estos mercados, la compañía espera en el corto plazo que los estados de resultados exhiban una contribución más fuerte del hemisferio oriental, ya que poseen una gran acumulación de pedidos y la reactivación de la actividad en algunos proyectos costa afuera en Arabia Saudita, África y el Mar del Norte, donde la empresa se encuentra bien posicionada.

Tubos	T2 2021	T1 2021		T2 2020	
Ingresos por ventas netos (millones de USD)					
América del Norte	706	514	37%	485	45%
América del Sur	230	166	38%	145	58%
Europa	170	143	19%	169	1%
Medio Oriente y África	228	196	16%	308	(26%)
Asia Pacífico	62	60	4%	83	(24%)
Ingresos por ventas netos (millones de USD)	1,397	1,080	29%	1,190	17%
Resultado operativo (millones de USD)	130	38	243%	(75)	
Margen operativo (% de ventas)	9.3%	3.5%		(6.3%)	

Fuente: Balance.

Por otro lado, luego del colapso de la demanda de petróleo en 2020 que impacto en las ventas de la compañía haciendo que su margen EBITDA cerrará ese año en 12%, la recuperación de los últimos trimestres permitió aproximar el margen EBITDA al rango histórico y objetivo de la compañía de 20%.

En este sentido, el EBITDA para el segundo trimestre de 2021, que incluyó una ganancia extraordinaria de USD 33 millones por el reconocimiento de créditos fiscales en Brasil,

aumentó un 54% respecto del primer trimestre del año y alcanzó los USD 301 millones, reflejando mayores volúmenes y buen desempeño industrial.

	T2 2021	T1 2021		T2 2020	
Ingresos por ventas netos (millones de USD)	1,529	1,182	29%	1,241	23%
Resultado operativo (millones de USD)	152	52	194%	(91)	
Ganancia (pérdida) del periodo (millones de USD)	290	101	188%	(50)	
Ganancia (pérdida) del periodo atribuible a los accionistas de la Compañía (millones de USD)	294	106	176%	(48)	
Ganancia (pérdida) por ADS (USD)	0.50	0.18	176%	(0.08)	
Ganancia (pérdida) por acción (USD)	0.25	0.09	176%	(0.04)	
EBITDA (millones de USD)	301	196	54%	59	414%
Margen de EBITDA (% de ingresos por ventas netos)	19.7%	16.6%		4.7%	

Fuente: Balance.

Respecto al incremento sustancial en los costos de materias primas que se observó desde principios de año, se prevé que estos comiencen a impactar en los costos de ventas a partir del cuarto trimestre. A su vez, se debe tener en cuenta que la compañía también se beneficia en parte de esta suba dado que posee participaciones en Ternium y Usiminas sus principales proveedores de barras de acero y productos de acero plano. En este sentido, la ganancia del periodo correspondiente a los primeros seis meses de 2021 fue de USD 391 millones la cual se benefició con una ganancia de USD 225 millones derivada de la participación accionaria en las compañías recién mencionadas.

Por otra parte, con el objetivo de hacer frente a los desafíos que represento la pandemia, el año pasado implementó un plan de reducción del 25% de costos estructurales y generó efectivo mediante la reducción de inventarios ([ver acá](#)). Dicho proceso no sólo permitió generar gran liquidez sino también mejoró notablemente el rendimiento industrial.

En este sentido, durante el segundo trimestre de 2021 el capital de trabajo aumentó USD 314 millones debido a la recomposición de dichos inventarios, reflejo también del aumento de los niveles de precio y de la mayor actividad lo

cual implicó el poner en funcionamiento dos hornos que estaban inactivos hace más de dos años, lo que implica unos costos adicionales, pero que serán absorbidos cuando estén funcionando plenamente.

Como siempre destacamos, la empresa tiene una deuda financiera negativa, la caja y equivalentes superan a sus compromisos financieros. La empresa a lo largo de su historia muestra una envidiable salud financiera, gran activo en una industria de precios y demanda volátiles.

(Valores expresados en miles de USD)

	Al 30 de junio,	
	2021	2020
Efectivo y equivalentes de efectivo	587,337	910,957
Otras inversiones corrientes	573,679	445,217
Inversiones no corrientes	286,264	36,516
Derivados cubriendo préstamos e inversiones	6,833	(23,458)
Deudas bancarias y financieras corrientes	(310,344)	(467,115)
Deudas bancarias y financieras no corrientes	(290,071)	(231,799)
Efectivo / deuda (neta)	853,698	670,318

Fuente: Balance.

Dividendos

La compañía posee históricamente una buena política de dividendos que sólo interrumpió en parte debido a los eventos que surgieron el año pasado. En mayo de este año pagó dividendos por USD 165 millones y con las perspectivas de crecimiento es de esperar que confirme el pago proyectado para noviembre de 2021. Aun así y de las propias palabras del presidente de la compañía: “hoy es un mundo muy volátil y siguen existiendo muchos riesgos por diferentes motivos, con lo cual habrá que esperar a la decisión de la Junta en noviembre próximo para tener una certeza en este sentido”.

Transición energética y proyectos de inversión

Tal como venimos observando *Resumen* tras *Resumen* (Ver [acá](#) y [acá](#)), Tenaris se encuentra muy activa en la búsqueda de una hoja de ruta

para el desarrollo de energías renovables. En Europa, la empresa está desarrollando equipos para aprovechar las nuevas oportunidades de ventas en el almacenamiento de hidrógeno, captura de carbono y la inspección de redes eléctricas.

A su vez, de los diversos proyectos que posee en el sector industrial, es de destacar su integración al mercado automotriz donde su fuerte es la provisión de tubos y componentes para airbags, segmento donde poseen una participación de mercado del 40% a nivel global. Estas ventas crecieron un 29% en este trimestre y proyectan ingresos para este ejercicio cercanos a los USD 200 millones. A su vez, se encuentran en pleno procesos de ampliación de su planta ubicada en China.

Perspectivas

La economía global continúa mejorando, a pesar de las elevadas tasas de infección por variantes de COVID-19. Los precios del petróleo se han estabilizado en niveles pre-pandemia a medida que aumenta el consumo a nivel mundial lo que impulsa a una paulatina liberalización de la producción de los países de la OPEP+. A su vez, los grandes productores de *Shale* de los Estados Unidos y Canadá continúan aumentando la actividad de perforación, como también en los países de América Latina, manteniendo y consolidando los niveles de la primera parte del año.

Con lo cual se espera que las ventas continúen aumentando en el tercer trimestre lideradas principalmente por América del Norte y Sur. Se prevé que el margen EBITDA alcance el nivel de 20% por medio de los buenos precios y la mayor absorción de costos fijos.

Tenaris tiene una excelente salud financiera, recortó y adecuó sus costos operativos pudiendo sobrellevar con éxito la crisis. La empresa cotiza en un 106% de valor libro y tiene una política estable de dividendos. Dada la recuperación actual de los precios, somos optimistas en tomar posiciones sólo a largo plazo.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.com.ar

manuel@cucchiara.com.ar

ian@cucchiara.com.ar