

01 de marzo de 2019  
**Tenaris**

La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó sus Estados Contables para el 2018. Tenaris mostró sólidos resultados con un buen crecimiento en relación al 2017. Si bien la cotización de la acción está muy atada a los vaivenes del precio del crudo, con un horizonte de largo plazo creemos que es una interesante compañía para tener en cartera. Su extremada solvencia y prudencia financiera le permitió ganar posicionamiento de mercado durante la crisis del sector petrolero a nivel global.



Fuente: Investing.

### Datos del Balance

Las ventas durante el 2018 alcanzaron los U\$7.659 millones, mostrando un incremento del 45% en relación al año anterior. Este crecimiento se explicó por un aumento de 36% en los volúmenes y un incremento de 7% en los precios de venta. Las ventas crecieron principalmente por la fuerte demanda en los Estados Unidos y Canadá. El desarrollo de un gasoducto offshore en el yacimiento Zohr en Egipto también incidió en el incremento de los despachos. En Sudamérica las ventas también crecieron gracias a la fuerte demanda de tubos asociada al desarrollo de vaca muerta. Por último, en Medio Oriente y África las ventas saltaron un 67%

interanual gracias al incremento en los despachos puntales (esto tenderá a revertirse) de tubos para los proyectos offshore de gas.

Volumen de ventas de Tubos	12M 2018	12M 2017	
Sin costura	2,694	2,157	25%
Con costura	877	461	90%
<b>Total (miles de toneladas métricas)</b>	<b>3,571</b>	<b>2,618</b>	<b>36%</b>

Tubos	12M 2018	12M 2017	
Ingresos por ventas netos (millones de USD)			
América del Norte	3,488	2,362	48%
América del Sur	1,284	982	31%
Europa	628	497	26%
Medio Oriente y África	1,541	921	67%
Asia Pacífico	292	204	43%
<b>Ingresos por ventas netos (millones de USD)</b>	<b>7,233</b>	<b>4,966</b>	<b>46%</b>
<b>Resultado operativo (millones de USD)</b>	<b>777</b>	<b>292</b>	<b>166%</b>
Resultado operativo (% de ventas)	10.7%	5.9%	

Fuente: Press Release 4to trimestre.

El incremento de las ventas le permite a la compañía trabajar con una mayor utilización de la capacidad instalada y mejorar la absorción de los costos fijos. Esto se ve reflejado en un marcado crecimiento del resultado operativo, que cerró el 2018 en U\$872 millones, un 160% por encima del año anterior. Vale la pena remarcar que el resultado operativo en 2018 se vio afectado negativamente por un mayor cargo por amortización por U\$109 millones, luego de la amortización total del valor residual del activo intangible "customer relationship" de Maverick. Cuando Tenaris se quedó con Maverick en Estados Unidos, en la valuación efectuada para la adquisición se incluyeron como activos intangibles la relación con distribuidores. Como ahora Tenaris en Estados Unidos comenzó a vender directamente a petroleras, como hace en el resto del mundo, aceleró la amortización de este activo intangible. Sin este movimiento contable, el resultado operativo hubiera sido de U\$981 millones, casi el triple en relación a 2017.

	12M 2018	12M 2017	
Ingresos por ventas netos (millones de USD)	7,659	5,289	45%
Resultado operativo (millones de USD)	872	335	161%
Ganancia del ejercicio (millones de USD)	874	536	63%
Ganancia del ejercicio atribuible a los accionistas de la Compañía (millones de USD)	876	545	61%
Ganancia por ADS (USD)	1.48	0.92	61%
Ganancia por acción (USD)	0.74	0.46	61%
EBITDA (millones de USD)	1,536	943	63%
Margen de EBITDA (% de ingresos por ventas netos)	20.1%	17.8%	

Fuente: Press Release 4to trimestre.

Los gastos de comercialización y administración subieron un 19% en el año. Sin considerar el cargo por amortización mencionado, los gastos alcanzaron los U\$1.401 millones (18% de las ventas) en comparación con U\$1.270 millones en 2017 (24% de las ventas). Esto permitió una mejoría en los márgenes de la compañía. En el mismo sentido, el EBITDA aumentó un 63% interanual hasta los U\$1.500 millones y la ganancia del ejercicio aumentó notablemente a U\$876 millones, producto del desempeño operativo descripto y del buen aporte de su subsidiaria Ternium (casi U\$200 millones).

Como siempre destacamos, la empresa tiene deuda financiera neta prácticamente nula, la caja y equivalentes equiparan a los compromisos financieros. Esta solidez le permitió atravesar sin sobresaltos la crisis del sector y quedar bien posicionada frente a muchos competidores. Por otro lado, la empresa propuso un dividendo anual de U\$0,41 por acción (U\$0,82 por ADS) que incluye el dividendo anticipado de U\$0,13 por acción (U\$0,26 por ADS) en noviembre de 2018.

## ***Perspectivas***

Para el 2019 la empresa presagia despachos estables en Estados Unidos, su principal mercado, luego de la fuerte recuperación del 2018 producto del ajuste en los precios del crudo. En Canadá proyecta una retracción en las ventas y en Medio Oriente también prevé cierta normalización de los despachos luego del excelente 2018. En el mercado no convencional de Argentina considera que las ventas se mantendrán estables. La empresa sigue invirtiendo fuertemente a nivel global. Este año cerró un acuerdo con el fabricante de acero ruso Severstal para construir una planta de tubos para la industria petrolera en Siberia, donde tendrá una participación del 49%. Asimismo llegó a un acuerdo para comprar el 47,8% del fabricante de tubos de acero Saudi Steel Pipe Company, que le permitiría aumentar su presencia en la industria petrolera de Arabia Saudita (tercera planta en la región). Pisa fuerte en los principales mercados.

Dentro de la industria petrolera, creo que es una de las mejores empresas para posicionarse a largo plazo. Tiene una excelente 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, la empresa cotiza en un 130% del valor libros y tiene una política estable de dividendos. El P/E ajustado por la amortización de intangibles ronda los 15 con bastante margen de crecimiento en sus resultados operativos ante cualquier aceleración en la actividad de perforación (para esto necesitamos volver a ver el WTI más cerca de los 70 dólares como a mediados de 2018, recordar que la industria de shale de Estados Unidos reacciona muy rápidamente a los precios). Dado su liderazgo de mercado y su salud financiera, con paciencia estos precios parecen atractivos para tomar posición de largo plazo.

[valentina@cucchiara.sba.com.ar](mailto:valentina@cucchiara.sba.com.ar)

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