

¿Vale la pena estar en Solvay Indupa (INDU)?

Muchos predicen que esta empresa podría reemplazar a Pérez Companc en su liderazgo en el Merval. Pero para quienes se posicionan en el mercado argentino, la pregunta no es si INDU es o no atractiva a estos precios, sino si es más atractiva que otras, comparando precios en dólares y riesgos regionales similares.

Muchos informes intentan mostrar que los hechos confirman sus predicciones. Sin embargo, no podemos dejar de recordar cuantas veces hemos fallado en el pasado en estimar los resultados y los precios de esta acción.

Claro que, al menos, uno necesita justificativos. Y los hemos tenido. La ampliación de la Planta en Bahía Blanca se demoró más de lo que pensábamos, justo cuando los precios del PVC andaban por los u\$s 1.000/Tn. La producción efectiva se demoró inicialmente por problemas de la interconexión eléctrica. Cuando la producción tomó ritmo los precios se destrozaron. Más tarde el incidente de la Planta, y luego costó que opere nuevamente en régimen, y cuando Brasil parecía infranqueable a la competencia desde el Golfo de México, aparecieron los asiáticos. Y luego la devaluación del real no se pudo trasladar directamente a los precios como cabría esperar, en parte porque no es el líder del mercado allí, y luego apareció la licuación del Capital vía emisión de Obligaciones Negociables Convertibles.....

En el Largo Plazo uno debe esperar imprevistos. ¿Tantos?

Sin embargo también es justo recordar los aciertos. Cuando todo el mercado argentino se destrozaba, y los precios de la acción no dejaban de caer, alertamos con nuestro artículo: "¿Se acabó el tobogán de Solvay Indupa?" en los primeros días de octubre de 2001, que reiteramos sobre fines de noviembre de ese año. Y a principios de febrero de este año apuntamos "Solvay Indupa, ¿del tobogán a la rampa de lanzamiento?".

Ahora, con la anunciada venta de Pérez Companc, y el augurio de que tal situación destronará a esa acción de su sitio de honor, muchos se preguntan si no será Solvay Indupa la empresa que liderará el Merval.

Indupa se vio muy beneficiada por la devaluación. La empresa contaba con una serie de seguros de cambio (*swaps*) para protegerse de una eventual devaluación por su deuda en Obligaciones Negociables que estaban suscriptas en dólares. Esos *swaps* no se necesitaron usar debido a la pesificación de las deudas y la empresa embolsó 35.7 millones de dólares.

Por otro lado gran parte de su negocio está fuera de las fronteras argentinas: el 60% del negocio está en Brasil y gran parte de la producción doméstica se exporta. Además, aún a pesar de la situación en Argentina, sus productos se comercializan en relación con el precio internacional en dólares. Adicionalmente, los precios del principal producto, el PVC, alcanzaron inesperadamente muy buenos precios internacionales. Por si todo esto fuera poco, gran parte de sus costos, por el momento pesificados, se encuentran en los valores más bajos desde el punto de vista internacional.

Es decir, que la empresa pasó de una situación extremadamente mala a una extremadamente buena. Y el mercado accionario no tardó en reaccionar. Solvay Indupa fue la empresa que más aumentó durante 2002. Más aún, triplicó la suba de las empresas que mejor evolucionaron. Para ser más objetivos, calculamos el aumento con la media de precios de 30 días de fines de 2001.

Empresa Security	6/8/02	M30d Dic2001	%	TICKER
SOLVAY INDUPA	2.02	0.1858	987%	INDU
MOLINOS	5.95	1.3414	344%	MOLI
LEDESMA	2.35	0.5426	333%	LEDE
SIDERCA	6.7	1.5968	320%	ERCA
SIDERAR	2.95	0.8363	253%	ERAR
ATANOR	2.13	0.6099	249%	ATAN
CRESUD	2.29	0.6639	245%	CRES
RENAULT	0.52	0.1807	188%	RENO
IRSA	1.65	0.6236	165%	IRSA
COMERCIAL	0.133	0.0531	150%	COME
ALUAR PREF	4.71	2.205	114%	ALUP5
SAN MIGUEL	11	5.3527	106%	SAMI
BCO. DEL SUD	0.809	0.4079	98%	BSUD
CENT.COSTANERA	0.91	0.4802	90%	CECO2
ACINDAR	0.29	0.1662	74%	ACIN
QUICKFOOD	2.45	1.55	58%	PATY
IND.MERVAL	347.34	229.866	51%	MERVAL
CINZANO	0.85	0.5681	50%	CINZ
PEREZ COMPANC	1.68	1.2014	40%	PC
MIRGOR	5.2	4.8898	6%	MIRG
CAPEX	2.12	2.5786	-18%	CAPX
BCO.FRANCES	1.98	2.6609	-26%	FRAN
TR.GAS SUD	0.625	0.9705	-36%	TGSU2
DYCASA	0.74	1.1723	-37%	DYCA
CENT.PUERTO	0.29	0.5111	-43%	CEPU2
JUAN MINETTI	0.6	1.1423	-47%	JMIN
G. FIN. GALICIA	0.22	0.4466	-51%	GGAL
TELECOM	0.663	1.3505	-51%	TECO2
METROGAS	0.35	0.7637	-54%	METR
GAS NAT. BAN	0.85	1.8741	-55%	GBAN
BCO.SUQUIA	0.495	1.1709	-58%	BSUQ
DIST.GAS CUYANA	0.29	1.0882	-73%	DGCU2
BCO.HIPOTECARIO	1.85	7.7045	-76%	BHIP
TRANSENER	0.185	0.8088	-77%	TRAN
ALTO PALERMO	1.15	5.9841	-81%	APSA

Pero esto es ya historia y muchos se preguntarán sobre las perspectivas futuras. En este caso uno se puede centrar en dos aspectos:

- El los fundamentos de la empresa
- En relación con otras especies de riesgo argentino

Los fundamentos de la empresa:

Siempre puntualizamos para el largo plazo los buenos fundamentos detrás de Solvay Indupa, aunque definitivamente nos opusimos a la emisión de Obligaciones Negociables Convertibles (ONC) en acciones porque significaban una quita importante a los accionistas de la empresa.

Es difícil establecer ecuanimemente un precio de una empresa en Argentina, por el extremadamente alto riesgo país. Más en una empresa con una base muy fuerte de negocios en Brasil, donde el riesgo país se ha disparado en el último tiempo, dejando una combinación de riesgos que necesariamente tienen que afectar a la cotización.

El producto principal, el PVC, es un *commodity* por lo que no necesariamente debe comercializarse en estos dos países, y de hecho se exporta a otros. Pero llamativamente en un momento de buenos precios internacionales y extremadamente bajos precios de sus componentes principales, como la electricidad, el gas y el etileno, ambas Plantas operan por debajo de su capacidad, principalmente en Argentina donde se presenta esta situación inusual de costos internacionalmente tan bajos. Es que en momentos de crisis como las actuales, el precio del etileno puede ser excelente, pero la disponibilidad es mala. Por el lado de Brasil, la incertidumbre económica es la causa.

Evidentemente, la cotización de la acción le deja margen a la suba en dólares, ya se la compare por sus ganancias potenciales, o se la compare con otras empresas del ramo fuera de latinoamérica. Pero creemos que la masa de inversores bursátiles tiene pocos conocimientos sobre la empresa, y muchos pueden haber actuado por reacción. Se dicen muchas inexactitudes sobre Indupa, principalmente por medios o fuentes que uno considera que no deberían cometer tales errores.

Por ejemplo se dice que la deuda es solo en pesos, cuando existen deudas que se consolidan desde Brasil y Holanda. O se hacen proyecciones de ganancias por acción sin considerar a las Preferidas o la segura futura emisión por las ONC. O se omite considerar que si bien los precios son muy buenos, y pueden ser mejores aún, también pueden ser extremadamente bajos: sus productos tienen precios muy volátiles, lo que requiere que uno considere un promedio de largo plazo. Por otro lado muchos desconocen del efecto de la Prima negativa por la de Emisión de Acciones de las ONC, que castigarán fuertemente el Cuadro de Resultados por 5 años.

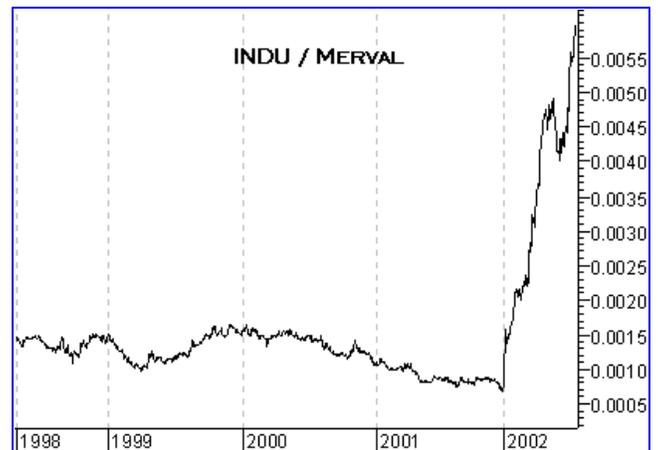
El hecho de que los Fondos de Pensión (AFJPs) se hayan abstenido de invertir en INDU por mucho más de un año, le deja un potencial de demanda importante. Pero hay que ser precavidos sobre la posible reacción del mercado a medida que vayan llegando los sucesivos Balances. Los efectos de baja demanda por la situación en el Mercosur, o la suba esperada en sus costos en Argentina, o el efecto de la Prima de Emisión antes apuntada, cuando no un cambio no previsto del precio de sus productos por la situación en EEUU puede hacer que el mercado entre en dudas.

Su relación con otras especies de similar riesgo:

Solvay Indupa está radicada en Argentina y Brasil, no es Europa o EEUU. Tampoco su acción opera como ADR en otros mercados. Por ello, el precio de la acción no puede analizarse en forma aislada de su contexto local.

Su negocio depende de precios internacionales (en una economía que podría tambalear) y del crecimiento de las economías de Brasil y Argentina, en ese orden.

Con independencia de sus fundamentos, no podemos dejar de tener en cuenta que el precio de la acción de Solvay Indupa pasó del tobogán a la rampa de lanzamiento. Y el 987% de aumento no es algo puntual. Es un verdadero récord. Y es posible que tarde o temprano muchos no piensen que otras acciones sean más atractivas, dado que ésta ya ajustó bastante.



Aún cuando uno considere que la acción podría cotizar al doble en dólares, está rodeada de muchas acciones con un *upside* probable en dólares más importante, y con fundamentos también buenos en relación con sus ingresos futuros en relación con el precio de la acción. Y operando en el mismo contexto. El hecho de que al mirar la lista de empresas argentinas, uno se encuentre con una larga lista de empresas que siendo optimistas podríamos considerar en una situación muy delicada, no obsta para que no encontremos el otro extremo: hay varias empresas con precios mucho más atractivos en dólares.

A medida que vayan llegando los Balances, y el mercado tome debida cuenta de la realidad, es posible la diferencia que logró INDU se vaya achicando. Nada sucede de un día a otro. En informe aparte analizamos algunos datos técnicos de la operativa de la acción.

- 📄 [Http://www.ABF.com.ar/](http://www.ABF.com.ar/)
- 📁 Más informes sobre el tema
- ✉ Envíenos sus comentarios

Cont. Gabriel Castro
7 de agosto de 2002

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y de Economía
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial

El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Hacemos el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero no damos garantías. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aún las basadas en la información provista, por lo que no se asume responsabilidad alguna. El entorno de inversión es el largo plazo. Los cuadros se expresan en miles de pesos (\$aK), los informes en millones de pesos (\$aM), o eventualmente en unidades, miles o millones de dólares estadounidenses (\$, K\$, M\$).