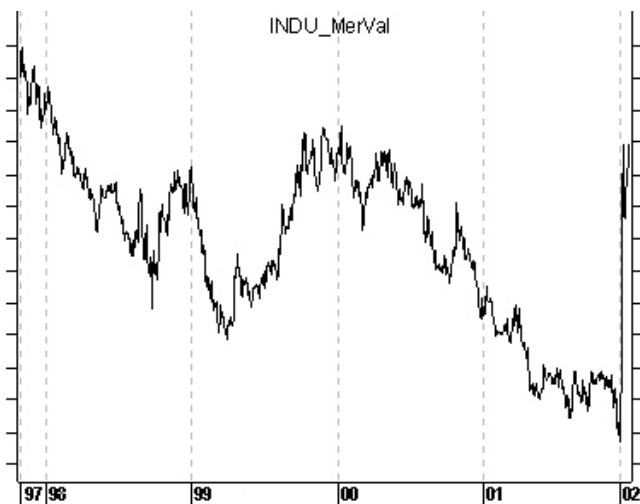


Solvay Indupa (INDU) ¿del tobogán a la rampa de lanzamiento?

Durante mucho tiempo la cotización de la empresa se fue degradando fuertemente respecto del Índice MerVal. En octubre pasado indicamos que podría haber indicios de cambios, y tras la devaluación, en unos días se recuperaron varios años de baja. Los inversores se preguntan si comprar más o vender.

Dicen que el Mercado accionario es "anticipación" y es sorprendente constatarlo tantas veces. En reiteradas oportunidades puntualizamos la caída de Indupa respecto del Índice MerVal. Pero a principios de octubre pasado alertamos sobre indicios de un cambio. Todo apareció al principio como una lateralización (tal vez por el comienzo de ciertas expectativas de devaluación), y súbitamente al anunciarse la devaluación la acción se dispara por sobre muchas otras y recuperando terreno por sobre el MerVal fuertemente.



En otro artículo reciente mostrábamos que solo un 27% de las ventas de la empresa se hacen en Argentina, por lo que cabe esperar que se mantengan bastante los ingresos en dólares, mientras que gran parte de la producción es local y habrá entonces esperar una reducción de costos. Puntualmente el hecho de que gran parte de la deuda en dólares tenga protección contra la devaluación mediante la contratación de swaps la ayudará.

Frente a este panorama uno se pregunta hasta dónde podría subir la cotización de la acción. ¿Cuál será un precio lógico?

Aumento de Capital por las Acciones Preferidas

Si bien es temprano aún, la devaluación constituye un parámetro muy fuerte en pos de la conversión de las Acciones Preferidas en Ordinarias. Dado que la no conversión significaría cobrarlas en pesos devaluados, damos por hecho la conversión.

Aumento de Capital por las ONCs

Un punto que no muchos tienen en cuenta correctamente, pero que es de suma importancia hacerlo, es que la empresa ha emitido recientemente Obligaciones Negociables Convertibles (ONC) por 80 millones de pesos.

Se suele interpretar esto como un beneficio para los accionistas que "ganarán" por efectos de la devaluación. En nuestra interpretación esto no es así, como ya lo indicamos anteriormente: todo lo contrario.

En realidad, el hecho de que las ONC puedan convertirse en acciones de la empresa actúa como una protección para el Obligacionista suscriptor. Aún cuando las ONC son en pesos, el interés se fijó en dólares a una tasa alta en comparación con las deudas en dólares. Este diferencial actúa como una compensación frente a la posible pérdida de valor del peso respecto del dólar. Si el peso no se devaluaba, el acreedor tomaba una ganancia muy alta, pero si se producía una fuerte devaluación, los Obligacionistas se quedarían con acciones que se pueden considerar a precios muy atractivos considerando la magnitud de la emisión.

En realidad, como es fácil ver, los menos protegidos eran los accionistas, pues si no se devaluaba pagaban intereses extremadamente altos y si se devaluaba perdían un 20% de la empresa. Para tener una noción más completa sugerimos revisar nuestros trabajos anteriores.

Con una tasa de conversión de \$a 1,40 por cada dólar el inversor obtendría una tasa de retorno positiva por su inversión del orden del 1,2% anual con un costo del capital del 7,5% anual en dólares. Pero con el dólar a \$a 2,10 como cerró el viernes la pérdida sería del 4,6% anual, pero aún restan casi 5 años y seguramente la tasa de cambio será mayor y por lo tanto la teórica pérdida. Nadie creará que el CS First Boston o sus clientes estarán dispuestos a perder su dinero. Por ello, ya uno puede concluir que las ONC finalmente se convertirán en acciones ordinarias y los Obligacionistas habrán pagado u\$s 0,543 por cada acción.

Claro que ese valor no debe ser considerado el precio de indiferencia entre comprar ONC o acciones, toda vez que ese precio contiene la Prima de la Opción de ejercer la Conversión. Si el negocio de Solvay Indupa evolucionara muy desfavorablemente en estos 5 años, el accionista podría perder su dinero, mientras que el Obligacionista podría optar por ponerse en la cola de los acreedores para cobrar la deuda y perder menos. Uno no puede asegurar cuánto vale para los Obligacionistas ese derecho, pero lo cierto es que a medida que el precio de la acción se acerque a los u\$s 0,45, muchos comenzarán a preguntarse si no les conviene comprar ONC en lugar de acciones. Habrá que ver si los Obligacionistas están dispuestos a vender. También habrá que considerar la diferencia de liquidez.

Será asimismo importante seguir la evolución del dólar libre en Argentina. Porque a comienzos de la devaluación la cotización se disparó a hasta los \$a 2,10, luego el precio cayó a \$a 1,80 y ahora está nuevamente en \$a 2,10. Si definitivamente el país va a un dólar libre, recibe una ayuda externa y logra que los exportadores liquiden las divisas (en un entorno de Balanza Comercial superavitaria y con la

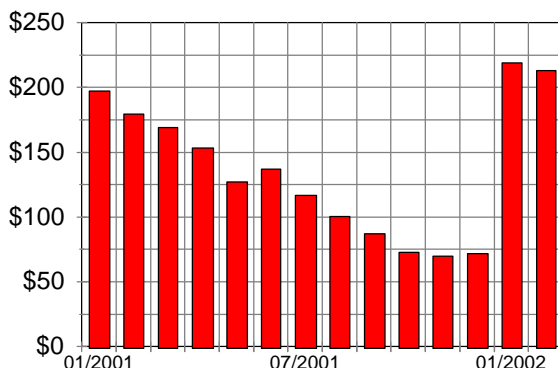
Balanza de Pagos regulada por el default en los pagos de la deuda externa), cualquier validación de precios en dólares es riesgoso en el corto plazo. A esto se contraponen los que "ven" un dólar a \$a 3 o \$a 4,50.

Los inversores de largo plazo que tengan ONC deben considerar que para incrementar la ganancia, una práctica muy útil es la de tomar algunas ganancias parciales, pues al tomarla solo como recupero del capital se incrementa bastante el retorno del saldo del capital invertido. Esto podría motivar algunas ventas de ONC. Además es posible que se le quiera dar plaza, y esta podría ser la oportunidad.

El súbito incremento de un 30% en el Floating Bursátil (cantidad de acciones que, al no estar en manos de la controlante, se podrían operar en la Bolsa), es otro elemento de peso en pos de la resistencia en los precios.

Capitalización Bursátil

(máximos mensuales en dólares)



Aumento de la Capitalización Bursátil

Siguiendo la evolución del precio de la acción hace perder de vista el aumento experimentado en la Capitalización Bursátil.

Pongámoslo en estos términos. La empresa que fue valuada por el Mercado Bursátil entre los \$M 55,2 y los \$M 72,5 en

los últimos 3 meses de 2001, pasó a cotizar hasta los \$M 213,1 durante enero si consideramos que la devaluación, motor de la suba, es motivo concurrentemente de un aumento futuro del Capital.

Evolución en los precios

Tantas veces hemos fallado al predecir la evolución futura de precios de Solvay Indupa, que no queremos hacer más futurología. No somos analistas técnicos, sino fundamentales. El aumento de volumen fue impresionante, los indicadores muestran una sobrecompra, y todos sabemos que "*muchas manos en un plato: hacen mucho garabato*".

Hay bastantes elementos fundamentales que indicarían una posible resistencia a la continuación de la tendencia de suba mostrada por los precios. Pero los traders no se guían por estas consideraciones.

El próximo Balance a publicarse no mostrará las "bondades" de la devaluación, sino, por el contrario, la de una Argentina en recesión, un Brasil con márgenes bajos por la imposibilidad de trasladar a los precios el aumento del dólar por la situación de competencia local, el precio de PVC signado por la incipiente recesión americana y los de la Soda Cáustica con la declinación que ya se había empezado a ver. Muchos se querrán aprovechar de los desprevenidos. Y volviendo a los dichos, "*a río revuelto ganancias de pescadores*". Se debe tener en cuenta que con esa suba del precio de la acción en dólares se pueden encontrar otras buenas oportunidades para esos dólares.

<http://www.ABF.com.ar/>
más informes sobre el tema
envíenos sus comentarios

Cont. Gabriel Castro
4 de febrero de 2002

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y Económica
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. Cuando no se exprese el valor, se asumen miles de dólares (\$K). Los informes se expresan generalmente en millones de dólares (\$M).