

Solvay Indupa (INDU)

Reseña

La empresa se desempeña en uno de los Sectores más afectados por las crisis en Argentina, con problemas competitivos y de tipo de cambio en Brasil, con precios internacionales de sus productos buenos en Soda Cáustica, pero malos en su producto principal el PVC y en el etileno, su principal Materia Prima. Paralelamente está muy endeudada, a altas tasas y con pobre generación de fondos por la situación descripta. El precio de la acción parece reflejar más que el cuadro negativos mencionado.

Controlantes

Es desde 1996 una subsidiaria del holding de la industria petroquímica y medicina Solvay de Bélgica, uno de los mayores productores de PVC del mundo. La gerencia ha manifestado que no es intención de Solvay de retirar a la empresa de cotización de la Bolsa de Buenos Aires.

Negocio

Tiene una capacidad de producción de 284 KTn de Soda Cáustica (SC), 360 KTn de Monómero Vinílico (CVM) y 446 KTn de PVC en el Polo Petroquímico de Bahía Blanca (Argentina) y Santo Tomé (Brasil), siendo el mayor productor del Mercosur. Sus productos los vende además del Mercosur ampliado (Chile y Bolivia), en Sudáfrica. Su producto principal es el de PVC.

En esta industria, los precios de sus productos y de su componente principal (el etileno) oscilan continuamente, siendo éstos los que determinan muchas veces el volumen de producción y los resultados operativos. Las oscilaciones son amplias y muy prolongadas en el tiempo. En períodos de precios bajos sufre fuertes pérdidas, pero cuando se recuperan, las ganancias suelen compensar a los malos momentos y dejar un margen bueno en el largo plazo.

En Argentina se desarrolló una gran reorganización de actividades desde la toma de control de Solvay, la que incluyó la compra de la Planta de la controlante (Solvay) en Brasil, a fines de 1997, la inversión de \$M 66 en la ampliación de las Unidades de Electrólisis (SC y CVM) en Bahía Blanca, para abastecer una esperada demanda creciente en Argentina de SC y derivados clorados y satisfacer una esperada demanda creciente de CVM para abastecer a la Planta de Brasil, las que se implementaron a fines del primer trimestre de 1999. Además invirtió M\$ 55.3 en la ampliación de la Unidad de PVC, que comenzó a estar operativa a fin de 1999.

En 1999 la caída de precios, especialmente el PVC, la han afectado seriamente, principalmente en Argentina pues no había protección arancelaria antidumping. Los precios se fueron recuperando paulatinamente hacia fines de año, pero no fue aprovechada a pleno pues su nueva Planta no estaba operativa. Luego de poner en operaciones las ampliaciones de producción de PVC durante el 1^{er} trimestre de 2000, se produce nuevamente una fuerte baja del precio del PVC concurrentemente con una suba del precio del etileno; una combinación fatal. Más adelante, si bien el mercado mejoró en Brasil comenzó la competencia de productos provenientes de Asia que no tenían protección arancelaria. Paralelamente, el mercado doméstico no pudo absorber los

volúmenes de la nueva Planta dada la recesión imperante, hubo exceso de stocks. Sobre fines de 2000 se produjo un serio incidente en la nueva Planta de Argentina, y si bien la producción fue mejorando, se percibe aún una importante capacidad ociosa.

En Brasil la devaluación del real la afectó. Aunque tardíamente, se le reconoció ahora una protección de mercado por dumping en Argentina, que si bien no pareció aplicable en su momento, le brindó un resguardo importante.

Resultados por Tenencias

Respecto de la tenencia de activos en Brasil, la empresa suele tener resultados positivos o negativos de relativa importancia: dependen de la devaluación o revaluación del real, y de cómo se produce ese proceso durante el trimestre.

Respecto de los Pasivos, el tema es muy importante en esta empresa por dos factores: porque está muy endeudada y por el alto costo del endeudamiento.

El grupo de control posee una política de tomar seguros de cambio para sus deudas en moneda extranjera, lo que es cuestionado por algunos accionistas con el criterio de que todo el negocio se maneja en relación al dólar. La política le genera una tasa efectiva muy alta en dólares y fuertes pérdidas por Pasivos en forma constante.

La controlante está convencida de la devaluación del peso argentino, y en lugar de tomar las protecciones como propias, las hace en su controlada afectando la posición de accionistas minoritarios que descreen de la devaluación y/o sus efectos negativos en una empresa con su negocio en dólares. Hasta el momento esta política de la controlante le ha hecho perder en Argentina varios millones de dólares, aunque ha rendido sus frutos con la devaluación del real en Brasil. Claro que las situaciones de ambos países respecto a una devaluación son diametralmente opuestas.

La empresa tiene deudas muy fuertes: por el proceso del Concurso Preventivo previo a la toma de control por el grupo Solvay, por la inversión en la construcción de la nueva Planta en Argentina, concurrentemente con la compra al contado de la Planta de Brasil al grupo de control. Este endeudamiento es concomitante que una situación de mercado (precios y volúmenes) que no es propicia para generar los fondos suficientes para saldar deudas:

- MU\$ 84 en Obligaciones Negociables (ON) no cotizables del Concurso con una tasa del 6% anual, pero con gran parte de ella con seguro de cambio que incrementa la tasa. La empresa ha recomprado un 15% de la deuda a sus tenedores.

- MU\$S 66,1 con el Lease de una Planta, pero que finalmente no fue exitoso por planteos impositivos del gobierno nacional. Se va a cancelar.
- M\$ 65 en Acciones Preferidas que fueron suscriptas casi en un 100% por el grupo de control.
- MU\$S 50 de deuda doméstica se financió en Brasil mediante la reducción del Capital de su controlada en combianción con un préstamo en dólares por prefinanciación de exportaciones. Antes se hacían swaps de la deuda a reales a tasas que la empresa consideraba convenientes.
- Recientemente la empresa obtuvo un crédito de la controlante por MU\$S 84 y a una tasa baja, garantizada con la tenencia de acciones de la controlada de Brasil.
- \$M 80 en Obligaciones Negociables convertibles en acciones que consolidan altos intereses en dólares en el largo plazo, y con el riesgo por un lado de que una baja del dólar frente al peso aumente su deuda final, o que los prestamistas se queden eventualmente con hasta un 20% de la empresa si el negocio mejora con el tiempo, y con muy bajos riesgos.

Perspectivas del negocio

El aumento de la capacidad productiva en Argentina le debería permitir mejorar su competitividad mediante el incremento de sus márgenes por el incremento de la producción con poco incremento de sus costos fijos. Pero la demanda no se lo permite, pues sus márgenes en gran medida dependen, como dijimos, de los volúmenes y de los precios de sus productos y su materias primas.

- Los precios del PVC se mantienen bajos. La tendencia es poco clara, dado que una recesión mundial haría caer los precios, pero una devaluación del dólar frente a otras monedas podría mantenerlos o hacerlos subir.
- Los precios de SC se mantienen muy altos, pero la tendencia debería ser hacia la baja. En general, el bajo precio del PVC desalienta la producción de SC y mantiene altos sus precios.
- El contexto de Brasil no permite que la devaluación del real se traslade a los precios en la misma magnitud, mientras que el Factor de Convergencia en Argentina permite una leve mejora en los precios.
- Volúmenes en Brasil: el país está teniendo problemas energéticos que desalientan la producción local favoreciendo la exportación desde Argentina. La economía se está frenando y no favorece al crecimiento de los volúmenes.
- Volúmenes en Argentina: la larga y aguda recesión no permite lograr volúmenes aceptables y no es claro un cambio de tendencia.
- El precio del etileno se encuentra en baja y una situación de recesión contribuiría a la profundización de la baja.

La empresa enfatiza importantes perspectivas futuras. La crisis asiática canceló muchos planes de construcción de nuevas Plantas. El prolongado período de crisis de precios desde entonces a mantenido esta situación y las Plantas no se levantan de un día a otro, por lo que solo el crecimiento vegetativo mundial debería producir un desbalanceo entre la oferta y la demanda de PVC.

Información Bursátil

Esta acción hace tiempo que cotiza a precios que giran entre los bajos a los extremadamente bajos. La última suba fuerte concluyó en febrero de 2000 en que tocó los \$ 0,94, cuando el mercado esperaba una combinación de muy buenos precios del PVC junto con los nuevos volúmenes que posibilitaba la nueva Planta.

Ya en ese momento muchos esperaban el retorno a los rangos de \$1,10 - \$1,30 de 1997, y luego mucho más allá, pero una serie continua de malos resultados con altas expectativas, y otros factores, han llevado los precios a pasar mínimos históricos tanto en precios como en su relación con el Índice MerVal, superando holgadamente los malos momentos de la Convocatoria de Acreedores.

Ni la buena calificación de sus acciones por Standard & Poors cambió este panorama (perspectivas de obtención de ganancias: buena), y tal vez solo mantiene el descrédito general, toda vez que dicha calificación habilitó la posibilidad de que la acción forme parte de la Cartera de los Fondos de Pensión (AFPJ) y casi un año después la acción de Solvay Indupa es la única empresa calificada que no forma parte de estos fondos.

No hay señales de índole técnico que indiquen un cambio de tendencia. Tampoco los habrá desde el punto de vista fundamental mientras los balances no reviertan la sucesión de pérdidas. Sin embargo, desde este punto de vista, la extremadamente baja Capitalización Bursátil y el hecho de que un cambio de tendencia de precios haría revertir la situación de pérdidas, son claros fundamentos para muchos para no vender o para arriesgarse a entrar. Otro punto fundamental negativo es que el accionista no debería esperar dividendos en efectivo por muchos años, algo que ayuda mucho con Capital Bursátiles muy subvaluados.

Una serie de rumores bursátiles, de esos que siempre se dan en estos casos y nunca se confirman, una extraña divergencia entre indicadores de volumen desde hace casi un año unida a precios que suben justo al momento de cierre agregan descrédito al papel.

Click para ver más informes sobre el tema

27 de setiembre de 2001

Cont. Gabriel Castro
<http://www.ABF.com.ar/>

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y de Economática
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 pesos (K\$). Los informes se expresan generalmente en millones de pesos (M\$).