



UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
SAN MARTÍN

ESCUELA DE
ECONOMÍA
Y NEGOCIOS

Universidad Nacional de San Martín

Escuela de Economía y Negocios

Carrera: Licenciatura en Administración y Gestión Empresarial

Seminario Final de Práctica Profesional

Análisis económico financiero de Unipar Indupa S.A.I.C.

Autores:

Cornejo Gonzalo. E-mail: gcornejo.88@gmail.com

Mulé Stefanía.

Oviedo Lorena.

Tutor:

Kraus Rubén

Primer cuatrimestre de 2018

ABSTRACT

En el siguiente trabajo se hará referencia al análisis económico-financiero de la empresa Unipar Indupa SAIC, único producto a nivel local de policloruro de vinilo (PVC), desde el punto de vista de una entidad bancaria.

La compañía se encuentra en un reciente cambio de accionistas, dado que Solvay Argentina SA vendió su porción de las acciones que poseía a la brasileña Unipar Carbocloro.

El propósito del siguiente trabajo es examinar y establecer conclusiones respecto de la razón por la cual nuestro sujeto de análisis, siendo el único productor a nivel nacional de policloruro de vinilo, arriba sistemáticamente a resultados negativos. Desde el punto de vista de una entidad bancaria, llegar a la conclusión si es riesgosa o no, la asistencia crediticia a esta sociedad.

PALABRAS CLAVE

Industria Petroquímica Plástica

Policloruro de Vinilo (PVC)

Monopolio

Asistencia Crediticia

Análisis económico-financiero

ÍNDICE

ABSTRACT	2
PALABRAS CLAVE	2
CAPITULO I.....	4
OBJETIVOS.....	4
MARCO TEÓRICO.....	4
INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.....	4
ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES DENTRO DE UNA EMPRESA.....	7
ANÁLISIS EXTERNO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UNA ENTIDAD BANCARIA	8
CAPITULO II.....	15
INDUSTRIA PETROQUÍMICA PLÁSTICA	15
MERCADO INTERNACIONAL.....	18
CAPITULO III.....	20
ANÁLISIS CUALITATIVO DE LA EMPRESA	20
PRODUCTO / DEMANDA / MERCADO.....	20
ACCIONISTAS / GERENCIA.....	29
ACCESO AL CRÉDITO	32
CAPITULO IV	34
ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO	34
RENTABILIDAD.....	34
GENERACIÓN DE RECURSOS.....	38
SOLVENCIA	40
CAPITULO V	43
CONCLUSIÓN	43
ANEXOS.....	45
BIBLIOGRAFIA.....	47

CAPITULO I

OBJETIVOS

La presente tesis tiene como objeto la evaluación de la situación económica, financiera y patrimonial de una compañía. A su vez se analizará el sector donde se desarrolla la empresa, para poder comprender cómo afectan las variables externas al normal desarrollo de la misma.

A lo largo de su lectura, se intentará responder a una serie de interrogantes, tales como: ¿Es realmente rentable operar en el sector petroquímico? ¿Las utilidades de una compañía inmersa en dicho sector, están netamente relacionadas a la gestión de la empresa? ¿Su rentabilidad está estrechamente relacionada con el sector externo? ¿Cómo es posible que una empresa monopólica no pueda salir de una situación de pérdidas sistemáticas? ¿Es riesgoso asistir crediticiamente a una empresa que recaee en quebrantos sistemáticos?

Finalmente, podremos entender cuán importante es el análisis, no sólo económico y financiero de una compañía, sino también del entorno tanto a nivel local e internacional, para poder comprender cómo una empresa de ésta envergadura no puede generar utilidades, y cuáles serían las condiciones para que se pueda revertir esta situación.

MARCO TEÓRICO

INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

CONCEPTO

El análisis de los estados financieros es un proceso dirigido a implementar diversas metodologías de diagnóstico para evaluar la situación financiera, económica y patrimonial histórica y presente, y los resultados de las operaciones de una empresa, con el objetivo primario de establecer estimaciones sobre posibles condiciones y resultados futuros. Dicho accionar descansa en el conocimiento profundo del modelo contable y en el dominio de las herramientas de análisis financiero, las cuales permiten identificar y comprender la relación de distintos factores. Además, debe tenerse en cuenta el contexto económico en el cual actúa un ente, sabiendo que el mismo es sumamente cambiante y turbulento e impacta de manera directa. Los datos cuantitativos más importantes utilizados por los analistas son aquellos que se obtienen del sistema contable de la compañía, debido a que poseen el atributo de la mensurabilidad.

Es necesario que en cada una de las entidades se implementen las herramientas necesarias que ayuden a interpretar la realidad, tomar decisiones afectadas por un entorno socio-económico cambiante, en el cuál la incertidumbre de lo que pueda pasar

con las empresas es una constante, y evaluar su funcionamiento en cualquiera de los períodos de su existencia: en el pasado para apreciar la verdadera situación que corresponde a sus actividades, en el presente para realizar cambios en bien de la administración y en el futuro para realizar proyecciones es pos del crecimiento de la organización. Puede obtenerse, de esta manera, una idea respecto del potencial de la empresa y su competitividad, así como sus capacidades de endeudamiento y de cobertura, para poder posicionarla frente a su entorno financiero (a los bancos y al mercado financiero) confrontando sus características a las normas y restricciones emitidas por este entorno.

La evaluación de los estados contables busca proporcionar información útil tanto a usuarios internos (propietarios del ente, directivos, accionistas, empleados), como externos al ente (acreedores, proveedores, inversionistas, fisco, auditores externos), los cuales observarán desde distintas perspectivas. Su pilar fundamental está contemplado en la información que proporcionan, teniendo en cuenta las características de éstos destinatarios a quienes van dirigidos y los objetivos específicos que los originan.

MÉTODOS Y UTILIZACIÓN DEL ANÁLISIS

Las conclusiones obtenidas a causa de la revisión de los estados financieros son, esencialmente, cuestión de criterio y opinión personal. Por lo tanto, tal como se ha mencionado precedentemente, el análisis a realizar sobre los estados financieros dependerá del objetivo que se persiga y del usuario del mismo. Ejemplificando esta cuestión, puede verificarse lo siguiente:

- Si los accionistas buscan la valoración de sus inversiones, el análisis se enfocará en calcular el valor de la empresa mediante la realización de proyecciones de los estados contables y de sus flujos de efectivo.
- Si el análisis es realizado por una entidad bancaria, uno de sus objetivos será el cálculo de su capacidad de repago de las deudas.
- Si quien efectúa la revisión es la Dirección del ente, se focalizará en obtener conclusiones respecto del seguimiento del plan de negocios.

Existen diversos métodos para la aplicación del análisis de los estados financieros, los cuales se mencionan a continuación (aunque algunos serán mayormente comprendidos con la aplicación del caso práctico que se desarrollará más adelante):

- **Análisis vertical:** Se analiza la proporción de una partida respecto del rubro madre del mismo período, por ejemplo, visualizando qué porcentaje del total del activo representan los créditos por ventas.
- **Análisis horizontal:** Consiste en la comparación de un rubro en un momento determinado respecto de períodos anteriores, analizando así la evolución del mismo y pudiendo determinar tendencias y proyecciones.

- Aplicación de ratios o índices: Es el cociente entre dos variables que se pueden expresar en valores absolutos o relativos, las cuales se obtienen de distintas fuentes. La mayoría de las variables utilizadas para la confección de estos indicadores se pueden agrupar en dos categorías: variables de flujo (acumulación de un determinado monto de una cuenta a través del tiempo definido por el usuario) y variables de stock (saldo de la cuenta a un determinado momento dado). A continuación, se exponen algunos ejemplos de los ratios mayormente utilizados para la realización de un análisis general de una compañía, exponiéndose debajo una breve descripción:

Cuadro 1: Ratios.

Patrimoniales	Endeudamiento= P / PN
	Liquidez= $A \text{ corriente} / P \text{ corriente}$
	Solvencia= A / P
Económicos	ROE= $\text{Resultado neto} / PN$
	ROS= $\text{Resultado neto} / \text{Ventas netas}$
	ROA= $\text{Resultado neto} / A \text{ total}$
	"Efecto Palanca" o Leverage= ROE / ROA
Financieros	Prueba ácida= $(A \text{ corriente} - \text{Bienes de cambio}) / P \text{ corriente}$
	Plazo promedio de cobros= $(\text{Créditos por ventas} / \text{Ventas netas}) \times 365$
	Rotación de bienes de cambio = $(\text{Bienes de cambio} / \text{CMV}) \times 365$
	Plazo promedio de pagos= $(\text{Proveedores} / \text{Compras}) \times 365$
	Deuda financiera / Ventas
	Deuda financiera / EBITDA
Capital de trabajo neto= $A \text{ corriente} - P \text{ corriente}$	

Fuente: *Elaboración propia.*

- Índices de liquidez: Se utilizan para medir la capacidad de pago de las obligaciones en el corto plazo.
- Índices de endeudamiento: Indican la cantidad de fondos de terceros que la empresa ha utilizado para generar ganancias.
- Índices de actividad: Miden la velocidad en la que determinadas cuentas se convierten en ingresos por ventas o caja, es decir, ingresos o egresos.
- Índices de rentabilidad: Señalan la eficiencia de operación de la empresa con respecto a un determinado nivel de ventas.
- Índices de crecimiento: Tratan de evaluar la evolución en el tiempo de alguna variable de la empresa.
- Índices de valuación: Exhiben la evolución que se hace de la empresa en el mercado, y reflejan la influencia combinada de riesgos y rendimientos.
- Análisis proyectado: Mediante el estudio de determinadas tendencias de la compañía, se realiza una estimación de los estados contables, a fin de proyectar la situación futura de la misma. Este sistema es muy utilizado para verificar la viabilidad de la realización de una inversión.

- Comparación de cifras con otras empresas de la industria / mercado y estudio del contexto en el cual se desarrolla: Mediante estas comparaciones se obtiene un parámetro respecto de la ubicación de la empresa en el contexto en el cual se desenvuelve y sobre su posicionamiento activo, además de tomar conocimiento sobre la situación de sus competidores.
- Lectura de los dictámenes de los responsables de los estados contables: a fin de conocer su opinión o aclaración respecto de determinadas variables observadas en los mismos.
- Entrevistas con responsables del ente: Este método es llevado a cabo a fin de tener conocimiento de aquella información que no es plasmada en los estados contables, o para requerir aclaraciones diversas.

La aplicación de los diferentes métodos de análisis e interpretación de la información financiera de una empresa tiene como objetivo la obtención de elementos de juicio suficientes para evaluar correctamente la situación financiera y los resultados de operación de una empresa, así como demostrar la eficiencia de sus responsables, además de poder descubrir hechos económicos relevantes que le permitan a la compañía obtener un crecimiento sostenido a través del tiempo o estar alerta cuando la situación económica no sea la mejor.

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES DENTRO DE UNA EMPRESA

El análisis interno de la organización puede dar origen a un informe gerencial interno, el cual se realiza para fines administrativos y por períodos intermedios menores a un año. El administrador está en contacto íntimo con la empresa, tiene acceso a los libros de contabilidad y en general todas las fuentes de información del negocio están a su disposición. Los resultados de su trabajo son más satisfactorios que los que podría obtener un sujeto externo, debido a que el analista interno está mejor informado de las peculiaridades y movimientos del negocio. Para la toma de decisiones, la firma recurre a menudo a la comparación de las cifras e indicadores actuales con los pasados, tanto propios como de otras sociedades del mismo sector económico, a fin de determinar una posible evolución. Es decir que pone en práctica aquellos métodos descriptos en el capítulo que precede, adicionándole la cuota de subjetividad del analista para llegar a una determinación al respecto.

Es importante mencionar el apreciable papel que asume la Memoria de una sociedad, tanto para sus integrantes, como cierre de su análisis de los estados financieros, como para los usuarios externos que harán la lectura de los mismos. Los administradores deberán informar en dicha Memoria sobre el estado de la sociedad en las distintas actividades en que se haya operado durante el ejercicio y su juicio sobre la proyección de las operaciones, además de otros aspectos que se consideren necesarios para ilustrar sobre la situación presente y futura de la compañía. Se trata de una actividad bien valorada por numerosos agentes sociales y económicos. La mayoría de expertos creen que realizar una Memoria completa supone aportar transparencia y objetividad a la actividad profesional de cualquier organización, siendo relevante su practicidad,

pues la consecuencia más inmediata, además de transmitir una imagen positiva de la empresa, es aportar una importante herramienta de consulta, muy útil para tomar decisiones importantes. Además, se trata de un instrumento muy eficaz en la búsqueda de nuevos clientes, especialmente si los resultados plasmados son positivos y alentadores. De este informe debe resultar:

- Situación macroeconómica actual y sus perspectivas, tanto nacionales como internacionales, de la economía en general y del mercado en el cual la entidad se desenvuelve, en particular.
- Las razones de variaciones significativas operadas en las partidas del activo y pasivo.
- Una adecuada explicación sobre los gastos y ganancias extraordinarias, cuando fueren significativos.
- Resultado obtenido durante el ejercicio y las razones por las cuales se propone la constitución de reservas, el pago de dividendos u otra forma de distribución de utilidades.
- Estimación u orientación sobre perspectivas de las futuras operaciones.
- Las relaciones con las sociedades controlantes, controladas o vinculadas y las variaciones operadas en las respectivas participaciones y en los créditos y deudas.
- Análisis de principales ratios patrimoniales y financieros.
- Proyectos de inversión.

ANÁLISIS EXTERNO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE UNA ENTIDAD BANCARIA

INTRODUCCIÓN

La Gerencia de Riesgos Crediticios de una entidad bancaria tiene como objetivo analizar la viabilidad del otorgamiento de asistencia crediticia, tanto a sus clientes actuales como potenciales, a fin de ampliar el negocio. Además, debe evaluar la capacidad de pago futura, detectar áreas débiles y acontecimientos futuros que puedan afectar el repago y valorar la calidad crediticia de un cliente. De acuerdo a los montos solicitados, dicha gerencia se halla dividida en: pequeños créditos, PYMES (facturación anual por debajo de los \$120MM) y empresas (facturación anual superior a los \$120MM), y créditos corporativos (facturación anual superior a los \$1.500MM), a fin de poder darles el tratamiento necesario.

CONCEPTO DE RIESGO. RIESGOS FINANCIEROS

El riesgo es la posibilidad de que suceda un evento adverso, y sus consecuencias. El riesgo financiero se refiere a la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias financieras negativas para una organización. El concepto incluye la posibilidad de que los resultados financieros sean mayores o menores de los esperados.

Tipos de riesgos financieros:

- Riesgo de mercado: asociado a las fluctuaciones de los mercados financieros, y en el que se distinguen:
 - Riesgo de cambio: consecuencia de la volatilidad del mercado de divisas.
 - Riesgo de tipo de interés: consecuencia de la volatilidad de los tipos de interés.
 - Riesgo de mercado: se refiere específicamente a la volatilidad de los mercados de instrumentos financieros tales como acciones, deuda, derivados.

- Riesgo de crédito: consecuencia de la posibilidad de que una de las partes de un contrato financiero no asuma sus obligaciones.

- Riesgo de liquidez (o de financiación): se refiere al hecho de que una de las partes de un contrato financiero no pueda obtener la liquidez necesaria para asumir sus obligaciones a pesar de disponer de los activos —que no puede vender con la suficiente rapidez y al precio adecuado— y la voluntad de hacerlo.
 - Riesgo Político: consecuencia de que la liquidez de una de las partes se vea afectada por decisiones macroeconómicas tomadas por el gobierno de turno.

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS POR PARTE DE UN BANCO. MÉTODOS Y DECISIONES

Las entidades financieras solicitan cierta cantidad de información a sus clientes para poder abordar su análisis crediticio: últimos dos estados contables auditados por contador público independiente, última acta de asamblea ordinaria, última acta de distribución de cargos, manifestación de bienes de sus accionistas / socios / propietarios, descripción y comprobantes de las inversiones realizadas o a realizar,

flujo de fondos proyectado, evolución de los saldos de las principales cuentas post cierre de balance y monto de las ventas post balance, detalle deuda en el sistema financiero, detalle de seguros en vigencia, entre otras cosas, a fin de determinar tanto su situación pasada, como presente y futura. Como complemento del soporte documental, se suele solicitar una entrevista con algún responsable de la firma, a la cual no sólo acuden los oficiales comerciales, sino algún analista de Riesgos, para poder realizar las consultas que crea necesarias, tanto sobre el balance como respecto de la perspectiva futura del negocio.

Se realiza un análisis integral de la compañía para poder realizar la calificación crediticia anual del cliente, tomando como base los estados financieros actuales, comparándolos con los del año anterior, y observando la influencia de otras variables, tales como: la situación contextual, el mercado, las cifras arrojadas por otras compañías del sector. El informe de la empresa consta de los siguientes apartados, siendo las tres primeras partes de un análisis cualitativo, y los últimos, cuantitativo:

- PRODUCTO / DEMANDA / MERCADO: Historia de la compañía, productos, proveedores, clientes, posicionamiento en el mercado, relación con sus competidores.

- ACCIONISTAS / GERENCIA: Descripción de los propietarios / socios / accionistas de la sociedad y de su capacidad financiera, revisión de sus antecedentes (en Nosis y Veraz), solvencia patrimonial de los mismos, capacidad gerencial ante situaciones de adversidad, empresas que conformen grupo económico con el sujeto de crédito.

- ACCESO AL CRÉDITO: Capacidad de la empresa para obtener fondos que le permitan un desenvolvimiento financiero normal que le permita afrontar el crecimiento del negocio. Relación de la sociedad con las distintas entidades financieras, revisión de antecedentes y situación en BCRA, líneas de crédito otorgadas por otros bancos o financieras.

- RENTABILIDAD: Comportamiento de los márgenes de beneficios junto a un crecimiento de las ventas y la evolución de los índices de rentabilidad sobre ventas y sobre fondos propios. Análisis horizontal y vertical del Estado de Resultados, comparando lo obtenido con las cifras del ejercicio precedente.

– GENERACIÓN DE FONDOS: Evaluación de la generación de fondos de la compañía con la revisión del Estado de Orígenes y Aplicación de Fondos.

– SOLVENCIA: Análisis horizontal y vertical del Estado de Situación Patrimonial, realizando la comparación con el ejercicio anterior y verificando su situación financiera y patrimonial, con su nivel de apalancamiento.

Luego de cumplimentar con los apartados mencionados, se procede a valorarlos (a excepción del último ya que allí solo se desprende una conclusión) con una puntuación que va del 1 al 9, aunque en nuestro país la calificación promedio de una compañía no supera el 7, prudencialmente, por efecto del riesgo país. Para el cálculo del grado de riesgo del cliente, se obtiene el promedio ponderado, donde cada apartado cuenta con una ponderación. La escala de valoración y ponderaciones son las siguientes:

PRODUCTO / DEMANDA / MERCADO: 15%

ACCIONISTAS / GERENCIA: 10%

ACCESO AL CRÉDITO: 10%

RENTABILIDAD: 15%

GENERACIÓN DE FONDOS: 35%

SOLVENCIA: 15%

Óptima -----> 9

Buena -----> 8 / 7

Aceptable -----> 6 / 5

Deficiente -----> 4 / 3

Mala -----> 2 / 1

Vale aclarar que, para considerar que una compañía exhibe una situación razonable, su valoración debe ser superior a 5. Una sola área calificada de mala es suficiente para considerar así la calificación global de la sociedad. Dos áreas deficientes, calificación global deficiente.

CONCLUSIÓN DE LA ENTIDAD FINANCIERA. VIABILIDAD DE ABORDAR UN RIESGO CREDITICIO

Tal como ocurre dentro de una compañía con el análisis de los estados financieros, las conclusiones de cada uno de los apartados precisan no sólo de los resultados del informe de la situación económica, financiera o patrimonial de la misma, sino del criterio personal del analista. Si dicha empresa exhibe una buena o aceptable calificación promedio, además de operar dentro de un mercado que no posee inconvenientes para poder continuar desarrollándose, la entidad financiera puede abordar el negocio sin inconvenientes, aunque hay que tener en cuenta que, en mayor o menor medida, el riesgo del crédito siempre está presente, debido a que, si bien podemos estimar cómo será el futuro de una firma, no deja de ser sólo una proyección, sujeta a cierto grado de incertidumbre. Es allí donde el analista debe demostrar el valor agregado de su trabajo, mostrando cómo sus estimaciones logran asemejarse con la realidad.

Para obtener el límite del monto de la asistencia crediticia a otorgar, es importante considerar:

- Proporcionalidad del mismo en relación al volumen del negocio.
- Destino de los fondos.
- Averiguar si el importe solicitado va a ser suficiente para este destino que se le dará.
- Nivel de utilización de la asistencia otorgada y relación con la rentabilidad que este cliente le brinda al banco.
- Garantías / fianzas que el cliente va a conferir para respaldar sus obligaciones, las cuales acercarán la probabilidad de cobro a la certeza, pero sin asegurarla jamás.
- Líneas de crédito en el sistema financiero, verificando si se encuentran cubiertas por alguna garantía. Analizar que tipo de entidad bancaria es su principal fuente de financiamiento (bancos de primera línea, bancos públicos, bancos del exterior, entre otros).
- Graduación del crédito: Es el límite que se puede otorgar a un cliente en función a su **RPC (responsabilidad patrimonial computable)**. La RPC se calcula como: $(CAPITAL + RESERVAS + RESULTADOS ACUMULADOS) - APORTES IRREVOCABLES - CRÉDITOS FINANCIEROS CON SOCIEDADES VINCULADAS$. El Banco Central de la República Argentina presta particular atención a la diversificación de una cartera crediticia de una

entidad financiera, entre el mayor número de empresas y entre las diferentes actividades económicas, de manera de evitar la concentración del riesgo por operaciones a un conjunto reducido de clientes o que se refieran a un determinado sector que puedan comprometer significativamente el patrimonio de los bancos. Es por ello que se permite otorgar una asistencia crediticia que no supere el 100% de la RPC de un cliente o, como excepción, que no supere el 300% de la RPC de un cliente y el 2,5% de la RPC de la entidad financiera, previa aprobación de su Directorio.

LA PERSPECTIVA DE LA EMPRESA VS. LA VISIÓN DE LA ENTIDAD FINANCIERA

Del análisis de los estados financieros pueden desprenderse distintas opiniones conforme al punto de vista desde el cual se sitúe quien los revise. Si bien son muchos los ítems en los cuales también pueden observarse similitudes, es interesante verificar las principales diferencias, las cuales podrían ser captadas en su totalidad en la realización de un análisis integral, siguiendo los pasos antes descritos, tanto desde la perspectiva de la firma, como de la entidad financiera. Es por ello que, a modo de ejemplo, se adjunta el siguiente cuadro:

Cuadro 2: Perspectiva de la empresa vs. la visión de la entidad bancaria

Situaciones a presentarse en los estados financieros	¿Qué piensa la compañía?		¿Qué podría percibir el banco?	
↓ Bienes de cambio	+	Reducción de costos y de utilización de espacio en almacenes por producirse o comprarse lo que se necesita, una vez que ya se encuentra solicitada por el cliente, a fin de intentar suprimir ineficiencias (aplicación de metodología <i>Just in Time</i>).	-	Se produce o se adquiere menor cantidad de bienes de cambio por una posible caída de la actividad, es decir que la firma puede pensar que venderá menos.
↑ Deuda financiera	+	Buen acceso al crédito, logrando obtener los fondos necesarios para la cobertura de sus necesidades.	-	Dependencia de financiación bancaria para llevar a cabo su operatoria, considerándose una forma costosa en comparación con el respaldo que podría obtenerse por parte de sus proveedores o sus propios accionistas.
Exhibición de una elevada rentabilidad	-	Si bien es importante poseer un resultado positivo, a causa del mismo será relevante el impacto del correspondiente impuesto a las ganancias, razón por la cual muchas veces suele "escondersse" parte de esta rentabilidad.	+	La compañía ha logrado generar mayor cantidad de fondos, entendiéndose que estaría "ganando más dinero" y mostrándose más rentable.
↑ Capitalización del PN	+	Mayor independencia financiera por aumento del peso de los fondos propios y menor endeudamiento.	+	Se exhibe mayor respaldo patrimonial y autonomía financiera, observándose que cuanto mayor sea el capital, mayor será el grado de supervivencia de la empresa.
	-	Se aumentaría la porción inmovilizada del patrimonio neto, reduciéndose su libre disponibilidad.		

Fuente: Elaboración propia.

CAPITULO II

INDUSTRIA PETROQUÍMICA PLÁSTICA

La industria química se divide en dos grandes grupos de productos que dependen del insumo base que origina sus respectivas cadenas productivas. Por un lado, se encuentran aquellas cadenas que tienen origen en la transformación del petróleo o el gas natural, que dan lugar a la obtención de petroquímicos (en su gran mayoría corresponden a químicos orgánicos). Por otro lado, el resto de las cadenas, cuyo origen son insumos minerales que forman parte de la química propiamente dicha. En nuestro análisis solo nos enfocaremos en la primera familia de productos.

La cadena de producción de la industria petroquímica-plástica finaliza en el último eslabón del proceso con la industria transformadora plástica. La transformación parte de la industria química con el insumo base y luego de diferentes procesos químicos se obtiene el producto final con características físico-químicas. Después se detallan procesos que escapan de ésta industria y es allí donde el sector del plástico aparece.

Las principales materias primas plásticas producidas y utilizadas en nuestro país son resinas termoplásticas¹: polietileno de baja densidad (PEBD), polietileno de alta densidad (PEAD), polipropileno (PP), tereftalato de polietileno (PET), policloruro de vinilo (PVC) y poliestireno (PS).

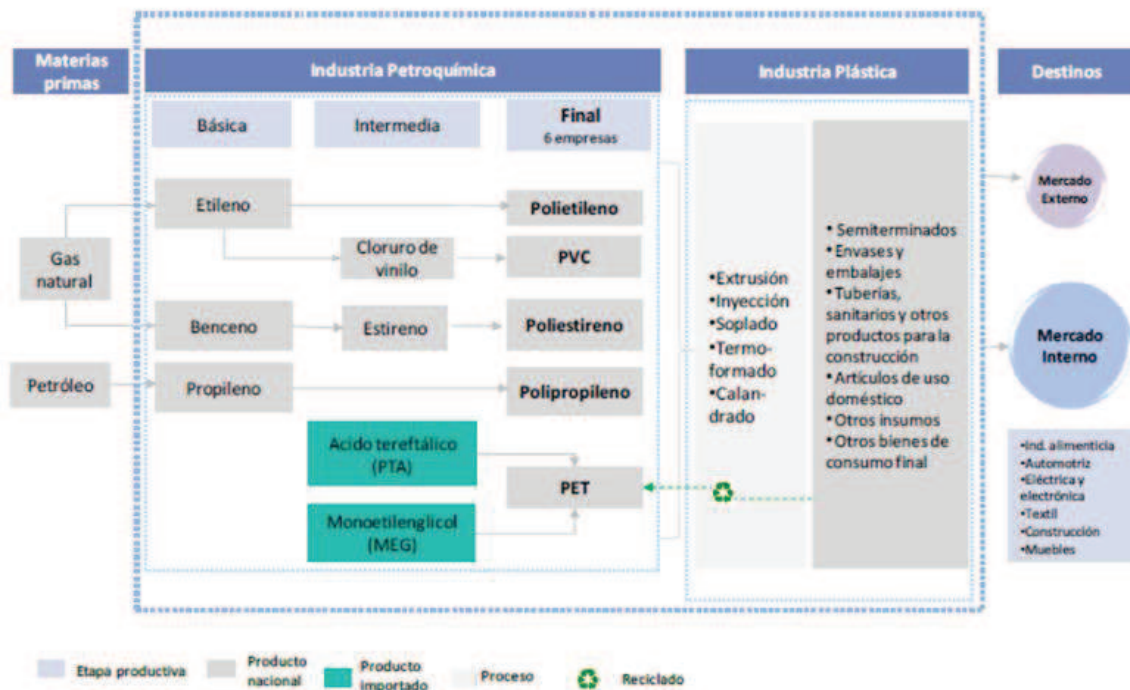
En Argentina, la materia prima principal utilizada para la obtención de plástico es el gas natural. A partir de este insumo se elaboran los polietilenos y el PVC, mientras que los subproductos de la refinación de petróleo son usados para la producción de PP y PS. El único de los materiales que requiere de insumos importados (ácido tereftálico y monoetilenglicol) es el PET.

La industria plástica, por su parte, elabora una gran variedad de productos plásticos a través de distintos procesos productivos, los cuales son utilizados en una proporción significativa como insumo por otras industrias. Encontramos cinco procesos de transformación principales utilizados para la elaboración de productos: 1- extrusión, 2- inyección, 3- soplado, 4- calandrado y 5- termoformado. Habitualmente, dos de estos procesos son combinados para que un producto tome la forma definitiva. Se obtiene una diversidad de productos a partir de estos procesos mencionados, que pueden ser agrupados en cinco categorías: 1- semiterminados; 2- envases y embalajes; 3- tuberías, 4- sanitarios y otros materiales para la construcción; 5- artículos de uso doméstico.

Los productos plásticos suelen ser demandados por una gran cantidad de industrias tales como la alimenticia, automotriz, eléctrica y electrónica, textil, insumos para la construcción, muebles, entre otras. Es por ello, que la importancia económica de esta cadena se debe fundamentalmente a su carácter de productora de insumos de uso difundido.

¹ Son clasificados como termoplásticos aquellos plásticos que pueden ser recalentados y vueltos a moldear.

Cuadro 3: Cadena de Valor de la Petroquímica Plástica.



Fuente: Informes de cadena de valor. Industria Petroquímica Plástica

En la industria petroquímica las economías de escala no son sólo a nivel de planta sino también de la firma o grupo, por la amortización de algunos costos fijos (comercial, administrativo y financiero) y los gastos en investigación y desarrollo (I+D). Por lo tanto, se caracteriza por ser altamente capital intensiva, en la cual la inversión se torna viable a partir de una cierta escala mínima que permite diluir los costos fijos y en la que existe una importante penalización cuando decrece el porcentaje de la capacidad utilizada.

Adicionalmente, el hecho de aumentar la capacidad instalada en ésta industria requiere de un período de tiempo considerable, por lo que la oferta de productos petroquímicos reacciona lentamente a los cambios de la demanda. Una vez logrado el objetivo de aumentarla, se produce un salto importante en la fabricación. A su vez, se requieren inversiones de significativas sumas de dinero para afrontar la misma, se trata de un mercado que tiende a estar concentrado, y consecuentemente hay relativamente pocos inversores potenciales.

Otro dato a destacar, es que este eslabón de la cadena de producción, depende de los ciclos de precios internacionales, tanto del precio de las materias primas ya sea petróleo y/o gas; y el balance entre la capacidad instalada y la demanda, que a nivel global depende principalmente del nivel de actividad en los países asiáticos y en las economías más desarrolladas.

Las materias primas plásticas son en general bienes del tipo *commodity*, por lo tanto, poseen escasa diferenciación de producto, un grado de transabilidad alto y donde la

competencia se da fundamentalmente vía precio. Una de las características principales de un mercado de commodities es que los márgenes de ganancias son más exiguos o escasos.

En cuanto a la estructura de mercado, la producción de estos bienes presenta un alto grado de concentración debido, en gran medida, a que la escala mínima de producción es elevada. Este aspecto le confiere cierto poder para trasladar aumentos de precio a sus clientes, los fabricantes de productos plásticos, en su mayoría pymes. Cabe señalar que las materias primas plásticas se venden al sector transformador en forma de pellets, cuyo precio interno se encuentra cercano al de paridad de importación, siendo sensible a las variaciones del precio internacional de los hidrocarburos, del tipo de cambio y de la política comercial (aranceles).

Las principales firmas son PBB Polisor (polietileno), **Unipar Indupa (PVC)**, Petroken y Petroquímica Cuyo (polipropileno), Petrobras (poliestireno) y DAK Americas (PET).

Tanto en el caso del polipropileno como del poliestireno existen dos empresas productoras. En cambio, cada uno de las restantes materiales son producidos por una sola empresa. El capital accionario es extranjero a excepción de las dos productoras de polipropileno que son de origen nacional. Por consiguiente, podemos decir que este sector presenta aquí, como en otras partes del mundo, una fuerte presencia de empresas multinacionales.

Cuadro 4: Empresas productoras de resinas plásticas.

Resina	Empresa	Accionistas	Origen del capital
Polietileno	PBB Polisor	Dow Chemical	EE.UU
PVC	Unipar Indupa	Unipar Carbocloro	Brasil
Polipropileno	Petroken Petroquímica Ensenada	Grupo Inversor Petroquímica	Argentina
	Petroquímica Cuyo	Grupo Inversor Petroquímica	Argentina
Poliestireno	Petrobras	Petrobras	Brasil
	Basf	Basf	Alemania
PET	DAK Americas	Alfa	México

Fuente: Elaboración propia con base Cadena de Valor Petroquímica Plástica.

La industria petroquímica requiere de elevados costos de inversión para alcanzar tamaños de planta que resulten eficientes. Por sus características técnicas, es uno de los sectores industriales con mayor capital intensivo, con importantes economías de escala. Esta condición genera altas barreras a la entrada, lo que explica la concentración en unas pocas empresas, en su mayoría multinacionales extranjeras.

Para fortalecer esas barreras de ingreso del sector, aparecen algunos casos de integración vertical, siendo el ejemplo más claro el de la cadena etano-etileno-polietileno mediante la asociación Dow Chemical-MEGA. La empresa MEGA, integrada por YPF (38% de las acciones), Petrobras (34%) y Dow Chemical (28%), recibe gas natural de YPF y vende etano a PBB Polisor, existiendo para tal efecto contratos de aprovisionamiento de largo plazo entre las distintas empresas.

YPF, además de ser accionista de la compañía MEGA, participa en la industria petroquímica en la producción de propileno en las refinerías de La Plata y Luján de Cuyo para la producción de polipropileno por parte de Petroken y Petroquímica Cuyo, respectivamente.

Adicionalmente, fuera de la cadena petroquímica-plástica, YPF es el principal productor de aromáticos (polo petroquímico de Ensenada) y tiene participación accionaria en Profertil S.A., principal productor de urea.

Otros acuerdos de aprovisionamiento que existen en este mercado son:

- Entre empresas petroquímicas: como la venta de etileno de PBB Polisor (Dow Chemical) a Solvay Indupa o de propileno de Petrobras a Petroquímica Cuyo.
- Entre petroquímicas y petroleras: por ejemplo, YPF le vende propileno a Petroken y a Petroquímica Cuyo.

MERCADO INTERNACIONAL

Durante el período 2011-2014, se observa que la producción mundial de plásticos tiene una tendencia creciente de 11,5 %. China se destaca como el principal productor llegando a representar para 2014 el 26% del total. Le siguen Europa que suma el 20%, los países del NAFTA², con una participación del 19% y el resto corresponde a los países asiáticos excluido Japón. China, además de ser el primer productor mundial, es el país que ha tenido el mayor crecimiento. Si se compara con la situación del año 2006, su participación ganó 4 puntos porcentuales. Otras regiones que han ganado participación son el resto de los países asiáticos, África y Medio Oriente.

Con menor importancia se encuentra América Latina, con una participación del 5%, donde el principal país productor es Brasil.

A la evolución de las diferentes regiones productoras en los años recientes, se le suma el surgimiento hacia mediados de la década pasada de países de Medio Oriente como productores orientados a la exportación a partir de la disponibilidad de gas natural a bajo costo y en base a una estrategia de agregación de valor de sus recursos naturales.

Por otro lado, Estados Unidos ha desarrollado recursos no convencionales (fundamentalmente shale gas) que tendrán su impacto en los próximos años. En efecto, la situación de la industria petroquímica en este país cambió radicalmente, con una fuerte inversión vinculada al aprovechamiento petroquímico del gas natural. De esta manera, se perfila como un jugador destacado en esta industria, especialmente en la cadena etano-etileno-polietileno donde se espera la maduración de importantes inversiones que lo posicionarán como un gran exportador de polietileno orientado al abastecimiento regional en un futuro.

²NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte (Estados Unidos, Canadá y México).

Asimismo, encontramos desequilibrios entre la demanda local y la capacidad instalada que tienen las industrias. Estos desequilibrios determinan los flujos del comercio mundial de materias primas plásticas entre regiones. Teniendo en cuenta los dos principales plásticos (polipropileno y polietileno), las regiones que presentan superávit son Oriente Medio y en menor medida Norteamérica. Se estima que alrededor de un tercio de la producción global de estos productos es consumida en otro país distinto al de origen.

Entre los principales países exportadores de materias plásticas se encuentran importantes productores como Arabia Saudita y Estados Unidos, mientras que los principales importadores corresponden a países con consumo elevado, encabezando la lista China, quien es seguido por los países europeos y Estados Unidos.

En la industria petroquímica los factores clave que determinan el grado de competitividad de la producción son: la disponibilidad, el precio de abastecimiento del recurso y las escalas de producción.

Las mayores escalas de producción se encuentran hoy en Medio Oriente (principalmente en Irán, Qatar y Arabia Saudita) si tomamos como referencia la capacidad de etileno. Esto se debe especialmente al acceso de materias primas a bajo costo y dimensionadas para el mercado mundial, aumentando en promedio la capacidad de las plantas a nivel internacional.

Localmente, cabe referenciar la estructura de la petroquímica argentina con la brasilera, teniendo en cuenta el alto nivel de entrelazamiento comercial. Por ejemplo, en la producción de etileno, se presentan diferencias de hasta cinco veces en el tamaño de planta.

Sumado a estas diferencias en el tamaño de la planta, debe considerarse la dinámica de los últimos años de la petroquímica brasileña y su expansión hacia otros países. Hoy en día Brasil posee una industria muy concentrada, con empresas pertenecientes a grupos económicos locales y con gran colaboración estatal. También cuentan con un importante apoyo crediticio por parte del BNDES (El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social) para el financiamiento de su desarrollo. Por tal motivo, concluimos que el soporte brindado por parte del gobierno, ha generado un proceso de expansión regional y mundial de la industria petroquímica brasilera.

CAPITULO III

ANALISIS CUALITATIVO DE LA EMPRESA

PRODUCTO / DEMANDA / MERCADO

Unipar Indupa S.A.I.C. es el único productor de PVC y soda cáustica en Argentina y el segundo productor de PVC en Brasil. Sus plantas operativas se encuentran localizadas en Bahía Blanca (Argentina) y Santo André (Brasil) y las ventas de la compañía se encuentran fuertemente concentradas en dichos mercados, siendo marginales las exportaciones a otros países de la región.

Imagen 1: Planta de Bahía Blanca, Argentina.



Imagen 2: Planta de Santo André, Brasil.



La compañía participa principalmente en el segmento petroquímico del Mercosur a través de la producción de PVC (producto más importante en términos de ventas), siendo la producción de soda cáustica y cloro, el resultado de su integración vertical en el proceso de producción de PVC. Unipar Indupa vuelca su producción primeramente al mercado interno, exportando luego el excedente.

La compañía ha demostrado una reducción del 36% en el total de las exportaciones en relación al año anterior, debido principalmente a un aumento en la demanda del mercado local.

La sociedad tiene una capacidad de producción instalada de PVC de 520.000 toneladas por año (300.000 toneladas en Brasil y 220.000 en Argentina). El mercado de PVC regional, que consume aproximadamente 1,4 millones de toneladas anuales, está compuesto principalmente por Brasil que demanda anualmente alrededor de 1 millón de toneladas; y Argentina donde el consumo de PVC alcanza 350 mil toneladas por año. El consumo de PVC se encuentra estrechamente vinculado a la actividad del sector de la construcción (aproximadamente el 50% de las ventas de este producto están relacionadas con ese sector), lo cual incrementa la volatilidad en su demanda. Las principales aplicaciones del PVC en el sector de la construcción están relacionadas a la fabricación de tubos, conexiones, cables y perfiles. A continuación, detallaremos todas sus aplicaciones:

Industria automotriz

El contenido de plástico utilizado en la fabricación de automóviles es cada vez mayor dado que el PVC es un producto muy liviano y fácil de moldear. Además, soporta las condiciones climáticas, resiste la abrasión y los aceites e hidrocarburos. Se utiliza tanto para las decoraciones de los vehículos como para la seguridad.

Existen tipos de PVC especiales, reforzados con fibras de vidrio que permiten tal rigidez y estabilidad dimensional lineal que compite con el aluminio. Por otro lado, el PVC plastificado se implementa en revestimientos de protección de chapa de acero soldadas y piezas que se encuentran en la parte inferior de los vehículos. Sus ventajas incluyen: la impermeabilización, protección contra la corrosión, durabilidad y la facilidad con que puede ser gelificada en hornos de secado de pinturas a bajas temperaturas.

Otro gran uso dentro de los automóviles son los burletes para las puertas y cristales. El PVC por ser versátil permite cumplir con los diseños más desafiantes para realzar el confort del interior de los vehículos. Tapizados, alfombras, paneles de puertas y tableros son realizados con PVC. Además, el PVC puede brindar distintas texturas semejando cueros u otros materiales. Los cueros artificiales se pueden encontrar prácticamente en todas partes. También el PVC plastificado es el producto preferido para la fabricación de tableros y paneles interiores, debido a su atractiva apariencia, su capacidad para soportar altas temperaturas y su resistencia a la abrasión. Por último, los cables de automóviles son realizados a menudo con PVC plastificado de alto peso molecular siendo altamente eficaz en términos de costo.

Construcción civil

Es en el rubro más apreciado debido a su economicidad, seguridad y funcionalidad además del diseño estético que ofrece.

Dentro del rubro, el PVC es el material más utilizado para la fabricación de:

- Marcos y ventanas: ya que permite obtener una amplia gama de colores, son resistentes a los rayos UV y a condiciones climáticas adversas y prácticamente no necesita ningún elemento para su conservación y basta solo agua con jabón para mantenerlos en perfecto estado de conservación.
- Persianas: generando productos de amplia gama de colores, resistentes a las condiciones climáticas, fáciles de instalar y casi libre de mantenimiento.
- Resinas: utilizadas para la fabricación de perfiles de ventanas y puertas con excelentes propiedades tales como estabilidad térmica intrínseca, fácil gelificación y procesamiento a alta velocidad, reducen la sensibilidad a la humedad.
- Selladores de poliuretano: sistemas de poliuretano elastoméricos se utilizan generalmente en los cimientos de los edificios.
- Cercas: de PVC rígido, con excelentes propiedades mecánicas, durabilidad, resistencia a la intemperie, humedad y agentes atmosféricos y muy buena resistencia a la luz ultravioleta.
- Lonas: de PVC plastificados, ofrecen excelente protección contra los agentes atmosféricos y son capaces de soportar las más adversas condiciones climáticas
- Revestimiento: otorgan elegancia a nuestros hogares, y son los preferidos por los consumidores, ya que no requieren prácticamente mantenimiento y se encuentran en gran variedad de texturas y colores.
- Techos y canaletas: especialmente chapas onduladas, por su transparencia y fuerte resistencia al impacto y la capacidad de soportar condiciones climáticas adversas. El PVC plastificado se utiliza para la producción de membranas aislantes para techos debido a su durabilidad y excelente resistencia a las condiciones climáticas.
- Pisos, alfombras y revestimiento para paredes: especialmente en hospitales y estadios deportivos, ofreciendo diferentes ventajas tales como su versatilidad ya que puede ser utilizado para producir una amplia gama de modelos, facilidad de instalación mantención y limpieza.
- Muebles: las telas revestidas con PVC plastificado pueden decorar una amplia gama de mobiliarios; recubriendo mesas o dando una apariencia de cuero natural a sofás y sillas.

- Barandas de escaleras: tanto de PVC plastificado como rígido, con excelentes propiedades mecánicas, lo que les permiten ser moldeados en una variedad de formas y espesores, con facilidad de mantenimiento.
- Cableado eléctrico: generalmente aislado con el uso de cintas aislantes realizadas con PVC plastificado de alto peso molecular, ofreciendo alta flexibilidad y bajos costos. Canalizaciones
- Cajas eléctricas: son producidas por el proceso de inyección de PVC rígido, debido a sus propiedades aislantes y resistencia al fuego, calidad del acabado superficial y durabilidad.
- Enchufes de pared: con excelentes propiedades de aislamiento fabricados mediante el moldeo por inyección, pudiendo seleccionar diversos colores.
- Membranas impermeables: son frecuentemente realizadas con PVC flexible, dada su excelente resistencia a la intemperie.
- Tubos para alcantarillas, desagües y cloacas: son fáciles de instalar, livianos pero fuertes y de larga duración, capaces de soportar altas presiones.

Bienes de consumo

El PVC juega un papel fundamental en nuestra vida diaria, y lo encontramos en un sinnúmero de productos que ni siquiera nos imaginamos, tales como:

- Calzado: tanto para botas y zapatos como para zapatillas deportivas; por su flexibilidad y resistencia muchos fabricantes eligen el PVC ante la necesidad de un cuero sintético flexible o de suelas fabricadas mediante el método de la inyección; ya que es capaz de soportar condiciones meteorológicas adversas, logrando propiedades antiestáticas y excelente resistencia a la abrasión.
- Telas plastificadas o sintéticas: recubiertas con PVC se utilizan para prendas específicas y diseños de vanguardia. El material es particularmente valorado por su resistencia y por su amplio rango de colores y diseños.
- Muebles de jardín: tales como sillones, sillas de playa y sombrillas, soportando todas las condiciones climáticas, haciéndolos durables y de fácil limpieza.
- Guantes de jardín: otorgándoles flexibilidad y cualidades hipo alérgicas, durante un proceso conocido como inmersión o moldeo, en general sobre algodón o tejidos sintéticos.
- Mangueras de jardín: debido a su flexibilidad, transparencia, resistencia a las bajas temperaturas, características UV y capacidad para soportar condiciones climáticas adversas, el PVC plastificado es la elección principal para la fabricación de mangueras de jardín.

- Tapicería: desarrollada a partir de resinas de PVC logrando un excelente acabado superficial, muy buenas propiedades mecánicas sumadas a la facilidad de limpieza y mantenimiento. Una ventaja adicional es la gama casi ilimitada de diseños que permite, gracias a la facilidad con la que pueden ser impresas, realizar todo tipo de desarrollos según preferencias del usuario.
- Juguetes: tales como baldes y palas, bloques de construcción, muñecas, pelotas, coches por ser no tóxico, flexible, tener buenas propiedades mecánicas, facilidad para ser moldeado en muchas formas y poder abarcar una amplia gama de colores distintos.
- Equipaje: especialmente de PVC rígido ya que es particularmente valorado por su fuerte resistencia a la tensión y a las manchas. El PVC Plastificado (tipo emulsión) puede ser utilizado para producir imitación al cuero natural. Las valijas de este material tienden a ser flexibles, durables y económicas.
- Tarjetas bancarias: tanto las tarjetas como la banda magnética son hechas de PVC a través de un proceso de extrusión.
- Artículos de librería: como por ejemplo cubiertas y carpetas, fabricadas de láminas de PVC rígido cristal, rígido coloreado o semirígido.

Electricidad y electrónica

Por ser un material altamente resistente, de bajo costo, fuerte durabilidad y excelentes propiedades de aislamiento, el PVC es ampliamente utilizado para la fabricación de materiales eléctricos tales como:

- Cajas eléctricas y fusibles
- Enchufes de pared

Cuidado de la salud

El PVC es no tóxico y se utiliza en entornos hospitalarios en diferentes productos y en la construcción del edificio, a continuación, se detallan los usos más relevantes:

- Pisos: de hospitales ya que son de alto tránsito, cálidos al pisar, económicos y fáciles de mantener limpios, pues su superficie está libre de poros y con muy pocas uniones. Son de bajo mantenimiento, no necesitan pulido o tratamiento posterior, son higiénicos y resistentes al fuego.

- Bolsas para sangre, suero y bolsas para diálisis: mediante un proceso denominado calandrado. El PVC plastificado o semirígido que por su alta pureza no provoca efectos perjudiciales sobre la salud humana
- Guantes quirúrgicos: debido a su flexibilidad, facilidad de fabricación y calidades hipoalergénicas, fabricados por el proceso de inmersión o moldeo.

Embalaje

El PVC es ampliamente utilizado para el envasado debido a su flexibilidad, ligereza, transparencia, estabilidad, facilidad de esterilización e impermeabilidad. Es un producto seguro e higiénico, convirtiéndolo en una excelente opción para los alimentos y medicinas contra la contaminación. Una de sus principales ventajas es su bajo costo y su facilidad de termoformado.

- Recipientes plastificados: tales como productos farmacéuticos y cosméticos son envasados en botellas de vidrio recubiertas con una capa de PVC, aumentando así la durabilidad de la botella y limitan la dispersión del vidrio en caso de rotura de la botella. Los recipientes se producen utilizando el método conocido como inmersión.
- Bandejas, cajas, films para alimentos: manteniendo la frescura y sabor de los alimentos. El PVC puede ayudar a crear una barrera formidable para protección de nuestros alimentos, ya que es resistente, durable y no tóxico, y también requiere menos energía durante el proceso de fabricación, produciendo con ello un beneficio ambiental significativo.
- Envases: Ya sea para el envasado de alimentos y líquidos o cosméticos y productos químicos.
- Tapas y sellos: se realiza un plastificado de PVC para tapas metálicas de botellas de vidrio y recipientes que permanezcan estancos. Los envases para alimentos pueden ser pasteurizados o esterilizados, gracias a las excelentes propiedades térmicas de los cierres de los adhesivos termo-sellables.

Tubos y conexiones

Los tubos y conexiones de PVC son utilizados en todo el mundo para las nuevas estructuras y sustitución de los sistemas de plomería existentes, debido en parte porque es económico, fácil de instalar y reparar, no reacciona con otros materiales de la construcción y no representa riesgos de incendio ya que es ignífugo. Además, tienen excelentes propiedades mecánicas y muy buena resistencia química. Los tubos de PVC pueden resistir fuertes movimientos, lo que es popular para su uso en áreas donde hay sedimentación periódica de la tierra.

- Tubos para conducción de agua: son construidos de PVC rígido, debido a que tienen excelentes propiedades mecánicas, buena resistencia química, transparencia, durabilidad y baja fluencia. Estos se fabrican por extrusión.
- Tubos para plomería: no es corrosivo y es resistente a la corrosión química, por lo que las tuberías de PVC son resistentes a la mayoría de los ácidos, aceites, álcalis, efluentes domésticos y agentes oxidantes.
- Tuberías sin presión: como las tuberías de alcantarillado y drenaje, el PVC es una buena opción debido a sus excelentes propiedades mecánicas, resistencia química y facilidad de montaje.

En línea con el crecimiento en la actividad de la construcción en Argentina, la demanda de PVC en el país aumentó sostenidamente desde 2003 y hasta el primer semestre de 2008, cuando comenzó a evidenciarse una desaceleración producto del menor nivel de actividad económica. En este contexto, se observó una importante retracción en la demanda interna, con una menor participación de las obras públicas en el mercado de caños y conexiones que canaliza el grueso del consumo del PVC. Dicha tendencia comenzó a revertirse a mediados de 2009, evidenciado por cierta reactivación de la demanda impulsada por la actividad de la construcción, las obras públicas y la industria de filmes y laminados y se extendió hasta 2013. Durante 2017, en el mercado argentino de PVC suspensión, se registró un aumento del 18% en la demanda aparente en comparación con 2016, debido principalmente a la mayor utilización de este producto destinado a la obra pública y a la vivienda.

Unipar Indupa produce su propio cloro, el cual, procesado con el etileno, resulta en cloruro de vinilo (VCM) que luego es utilizado para la fabricación de PVC. Asimismo, debido a que el cloro y la soda cáustica son co-productos de la electrólisis de la sal, la compañía también produce soda cáustica. La capacidad de producción actual de soda cáustica de la compañía asciende a 355.000 toneladas anuales (170.000 toneladas en Brasil y 185.000 en Argentina). Los usuarios finales de este producto están relacionados principalmente con la industria de petróleo y química, y de papel y pulpa. En el ejercicio 2017, las ventas totales de soda cáustica, considerando al mercado interno y las exportaciones, registraron una reducción del 14% en relación al período anterior, generado por diversos inconvenientes de producción en sus respectivas plantas. La compañía mantiene una fuerte posición de mercado en el segmento de soda cáustica en Argentina, contando con un 50% del share de soda cáustica líquida del país y prácticamente la totalidad del share de soda cáustica en perlas, alrededor del 95%.

El fuerte posicionamiento que mantiene la compañía entre los productores de PVC del Mercosur se ve fundamentalmente respaldado por su competitiva estructura de costos, derivada de su adecuada integración vertical y las reducciones en consumos específicos de materias primas que surgen de las continuas mejoras tecnológicas introducidas. Según lo informado por la compañía, a partir del 2017 la empresa ha empezado a beneficiarse del soporte técnico y acceso a avanzadas tecnologías de producción brindadas por su accionista, Unipar Carbocloro. Asimismo, el efecto

combinado de las tarifas para las importaciones extra-Mercosur y los elevados costos de flete desalientan en cierta medida la competencia externa. Las plantas de la compañía en Argentina y Brasil se encuentran localizadas en puntos cercanos a importantes centros de consumo y con un buen acceso a vías de exportación, situación que permite alcanzar una buena logística de distribución de sus productos.

En Argentina, la empresa posee una capacidad de producción de 165.000 toneladas de cloro y 240.000 toneladas de VCM anuales, lo que le permite cubrir casi la totalidad de sus necesidades de materia prima (para producir PVC). Asimismo, luego de las importantes ampliaciones de capacidad llevadas a cabo en su planta de Brasil, la capacidad de producción de PVC anual se incrementó a aproximadamente: 300.000 toneladas de PVC; 170.000 toneladas de soda cáustica y 300.000 toneladas de VCM. Como resultado, la capacidad total de producción anual de la sociedad se incrementó a 355.000 toneladas de soda cáustica y 520.000 toneladas de PVC, permitiendo equilibrar en mejor medida la producción de ambas plantas y reducir los envíos a Brasil de VCM (lo que redundaría en menores costos de flete, así como también libera capacidad de producción para abastecer al mercado doméstico argentino).

El etileno es la principal materia prima del PVC, representando aproximadamente el 60% del costo variable total de producción, seguido por el cloro con aproximadamente el 30%. Por otro lado, las principales materias primas para la producción de cloro, son la sal y la energía eléctrica. Con respecto a la sal, a la compañía se le otorgaron los derechos de concesión de una salina a 440 km de Bahía Blanca. En el caso de la energía eléctrica, nuestro sujeto de crédito adquiere el 80% mediante su controlada Solalban Energía y el restante 20% en el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), en donde cuenta con contratos a mediano plazo (interrumpibles).

Actualmente, la energía eléctrica representa aproximadamente el 65% del costo de producción de soda cáustica por lo que resulta de gran importancia el mantenimiento de la competitividad tanto en el precio como en el abastecimiento. Es por ello que la sociedad cuenta con un proyecto de generación eléctrica en sociedad con la firma Albanesi S.A. (Solalban Energía S.A.), del cual Unipar Indupa participa en un 58% del paquete accionario. De este modo la sociedad debería mitigar significativamente su exposición a las restricciones energéticas del mercado local.

Cuadro 4: Nivel de producción de principales productos.

Producto	2016	2017	Var.
Producción de PVC	212.579	187.361	-13,5%
Producción de VCM	214.188	186.961	-14,6%
Soda Cáustica Líquida	153.251	132.372	-15,8%
Soda Cáustica Sólida	15.645	15.768	0,8%

Fuente: EECC Unipar Indupa (cierre 2017)

La actividad de la empresa se vio afectada por imprevistos que impactaron negativamente en los volúmenes de producción. En el inicio del 2017 la producción de VCM sufrió cortes de energía externos y paradas de planta por mantenimiento, que redujeron sensiblemente la producción de dicho producto en los meses de Enero y Febrero. En Junio la producción de Soda Caustica se vio afectada por la rotura de un transformador de energía eléctrica, afectando al 50% de la producción del producto

durante 40 días. Por otro lado, en Julio el proveedor de Etileno declaro fuerza mayor por la rotura de varios hornos de craqueo, por lo cual se redujo al mínimo la producción de PVC -el Etileno es una MP indispensable para la producción de PVC-. Por estos hechos la sociedad decidió adelantar la parada bianual de mantenimiento, que tuvo lugar en Agosto de 2017 y se realizó exitosamente, con una duración de 23 días. Luego de esta parada, todas las unidades de producción operaron con buenos niveles de productividad.

Mercado Externo

En cuanto a las exportaciones, podemos indicar que disminuyeron un 36% respecto del 2016 debido al aumento en la demanda del mercado local, dado que la compañía suele exportar los excedentes de producción del mercado interno en el mercado internacional.

Desde agosto de 2014, el precio internacional del PVC comenzó una caída prolongada, hasta febrero y abril del 2015, en donde se observó una leve recuperación, para luego continuar a la baja hasta fin de año, alcanzando su más bajo nivel, similar al registrado a mediados de 2009. Esta situación estuvo explicada por la baja acentuada del precio del petróleo crudo, una demanda global débil a lo largo del año, y aún más marcada durante el último trimestre, y la fuerte presión a la baja en los precios de Asia, y menor demanda, lo que motivó a exportadores de EE.UU. a buscar mercados en Latinoamérica para sus excedentes de producto, con precios de venta considerados de “dumping” por la empresa. En el transcurso del 2017, los precios se mantuvieron en 1000 y 1250 US\$ por tonelada, ubicándose por encima de los niveles del 2016, donde la tonelada de PVC se ubicó entre los 800US\$ y 900US\$/ton.

Concluyendo, podemos decir que nuestro sujeto de crédito es uno de los principales productores de PVC de la región, destacando que es una empresa con una adecuada integración vertical que le permite un fuerte posicionamiento en los mercados donde se desarrolla.

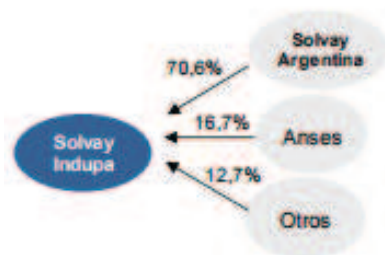
VALORACION APARTADO: 6,5

ACCIONISTAS / GERENCIA

Indupa -Industrias Patagónicas- fue fundada en Río Negro en el año 1948, como productora de cloro, soda caustica y PVC. En 1986 se muda al Polo Petroquimico de Bahia Blanca. En los años 1993 y 1995 entra en convocatoria de acreedores y la empresa se estatiza. Luego la compañía se privatiza, siendo su primer comprador un consorcio integrado por Dow, Itochu e YPF. En 1996 el Grupo Solvay –de capitales belgas- adquiere el 51% del paquete accionario y se conforma Solvay Indupa.

Hasta el año 2016 el paquete accionario se conformaba de la siguiente manera.

Cuadro 5: Paquete accionario de Solvay Indupa en 2016.



Fuente: Informes de cadena de valor. Industria Petroquímica Plástica

A partir del 27 de diciembre de 2016, la empresa es controlada por la compañía brasilera Unipar Carbocloro S.A. (calificada por Santander Brasil con un rating de 5,7 y una calificación de R 150MM) quien actualmente detenta el 87,76% del paquete accionario.

El Grupo Unipar Carbocloro a nivel regional mantiene sólidas posiciones de mercado en las principales áreas de productos químicos y petroquímicos – cloro, dicloroetano, soda cáustica, ácido clorhídrico, hipoclorito de sodio, PVC. El restante 12,24% de las acciones flotan en la Bolsa de Buenos Aires.

Unipar Carbocloro

Es la mayor productora de soda-cloro de América Latina. Con sede en San Pablo, Unipar produce más de 880mil toneladas de sosa cáustica, cloro y PVC. Su planta principal se encuentra ubicada en Cubatao (San Pablo), la empresa también cuenta con plantas en Santo André (San Pablo) y Bahía Blanca (ARG – producto de la adquisición de Indupa).

La gestión es llevada adelante por profesionales del mercado, liderados por Frank Geyer (accionista mayoritario). Es importante destacar que el Sr. Geyer hizo “delación premiada” (afirmó haber recibido recursos de Odebrecht en la venta de Quattor cuya contabilización / tributación no fue confirmada) y fue condenado al pago de R 32 MM a las arcas públicas de Brasil, como multa compensatoria por su participación (valor ya pagado). Después de tal acontecimiento con el Sr. Frank, el mismo fue alejado de la compañía y la consultoría Estater asumió, pero en el Oct / 17 dejó sus actividades y el

Sr. Frank regresó a la gestión. La gestión de Estater era liderada por el socio y fundador Persio Freire Rodrigues de Souza.

Unipar comenzó en 1969 como un holding de inversiones, vinculadas a la industria química de Soda y Cloro así como en inversiones en la Petroquímica Unión. La empresa evoluciona para ser una consolidadora del polo petroquímico paulista que forma a Quattor. Este movimiento dejó el grupo más apalancado. La venta de Quattor a Braskem permitió el des-apalancamiento del grupo.

Des-apalancada, Unipar hace inversiones en Tecsis, empresa especializada en palas eólicas. Adicionalmente Carbocloro se vuelve controlada integral de Unipar, cambiando el nombre de la empresa a Unipar Carbocloro.

Después que el CADE (Consejo Administrativo de Defensa Económica -de Brasil-) vetara la compra de Solvay Indupa por parte Braskem, la empresa argentina con inversiones en la región Sudeste de Brasil es comprada por Unipar Carbocloro. Esta compra más que dobla el tamaño de la empresa, aumentando la participación de la empresa en PVC. Este movimiento es interesante porque evita la entrada de un nuevo actor en el sector químico en el SE brasileño así como mantiene a Indupa como protagonista en Argentina.

Cuadro 6: Principales números de Unipar Carbocloro (EECC individuales)

	dic-15		dic-16		dic-17			dic-15	dic-16	dic-17
Ventas	858.976	100%	889.706	100%	984.234	100%	Activo Circulante	362.629	423.603	390.326
EBITDA	282.279	33%	296.281	33%	401.133	41%	Activo Fijo	1.207.081	1.669.491	1.752.091
EBIT	203.953	24%	186.670	21%	332.253	34%	Total Activo	1.665.054	2.164.121	2.206.223
Resultado Neto	87.833	10%	280.836	32%	302.657	31%	Pasivo Corriente	293.480	428.544	535.036
Cash Flow	169.240		218.542		312.473		Pasivo No Corriente	544.351	653.829	680.262
Free Cash Flow	232.506		-299.303		267.646		Total Pasivo	837.831	1.082.373	1.215.298
DFN/EBITDA	1,56		1		1		PN	827.223	1.081.748	990.925
Apalancamiento	1		1		1,2		PN+Pasivo	1.665.054	2.164.121	2.206.223
Scan	No						Deuda Bancaria	626.505	559.087	734.229

Expresado en miles de reales.

Fuente: Elaboración propia.

Adquisición de Indupa

El principal motivo para la salida de Solvay era el escenario incierto y las restricciones de la oferta de gas y materias primas. Las políticas que regulaban la oferta de gas y el precio de la energía fueron críticas para el desempeño débil que la empresa presentaba.

En diciembre de 2013 Braskem anuncia el acuerdo para la adquisición de Indupa. El valor por la compra era de USD 290MM. Solvay Indupa tenía una capacidad de producción de 540 mil toneladas de PVC y 350 mil toneladas de soda. Si la compra se materializara Braskem pasaría a contar con la capacidad de 1,25 millones de toneladas de PVC y 890 mil toneladas de soda al año.

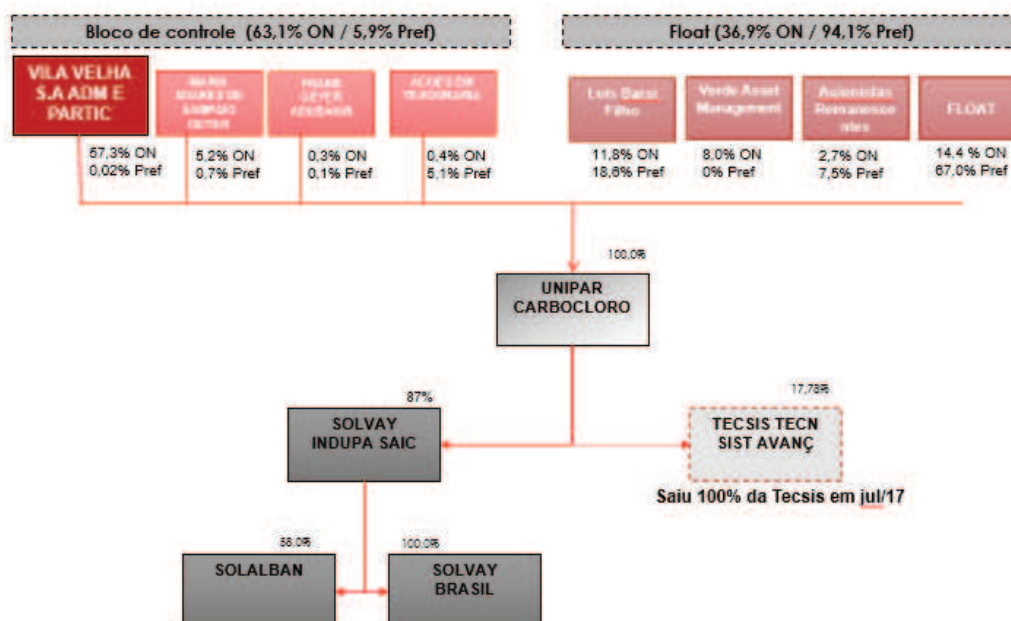
En noviembre de 2014 el CADE veta la adquisición de Indupa por parte de Braskem. La justificación residía en la exclusividad de producción del PVC-S y PVC-E en el

mercado brasileño y estos tipos de PVC se utilizan especialmente en el sector de la construcción. El tribunal del CADE entendió que por la operación se crearía "una fuerte concentración por parte de Braskem en esos mercados".

En mayo de 2016 Unipar Carbocloro comunica un hecho relevante anunciando la adquisición de Indupa. El primer destaque en relación a la adquisición hecha por Braskem fue el precio. El precio pagado fue de USD 202 MM, USD 88MM inferior al acordado por Braskem. El principal motivo de la adquisición era para Unipar, y sigue siendo, el fortalecimiento de su posición en la fabricación de cloro, soda y otros productos químicos derivados, además de integrar a su cartera el negocio de vinílicos (PVC), en Brasil y Argentina.

En diciembre de 2016 el CADE aprobó la adquisición sin restricciones.

Cuadro 7: Composición accionaria del Grupo.



Fuente: Unipar Carbocloro.

Es importante destacar que Unipar Carbocloro posee una calificación de Fitch de AA-.

A modo de conclusión podemos indicar que la empresa cuenta con una importante trayectoria en el mercado y si bien podemos considerar un riesgo que uno de sus principales accionistas haya sido acusado en la causa de "lava jato" (inconveniente ya solucionado por parte del accionista), dicha situación fue analizada por la calificadora de riesgos Fitch Ratings y aun así valoro a la empresa con una calificación de AA-(bra).

VALORACION APARTADO: 5,5

ACCESO AL CRÉDITO

Unipar Indupa opera con un importante abanico de entidades bancarias, con las cuales opera principalmente con líneas de préstamos en moneda extranjera. A cierre de balance, Diciembre 2017 la deuda totalizaba \$ 851,7MM, estructurada un 22% en el largo plazo y compuesta por: un 8% por préstamos en moneda local con una tasa promedio del 22,65%; un 39% por préstamos en moneda extranjera con una tasa promedio del 2,92% -en USD-; un 13% por acuerdos en cuenta corriente con una tasa promedio del 33,7%; un 18% por valores cesionados con una tasa promedio del 23,27% y un 22% por deuda financiera con el grupo Solvay por USD 10MM, con una tasa del 3% -en USD- (estructurada prácticamente en el largo plazo, con vencimiento en 2026 a pagar a partir de 2022). Por otro lado, si consideramos la facturación de la compañía, podemos indicar que su deuda financiera representa 66 días de ventas, indicador que consideramos aceptable.

A continuación, exponemos un cuadro comparativo de la deuda informada por el cliente a Marzo 2018 y la deuda informada por la Central de Riesgos del BCRA a Febrero 2018:

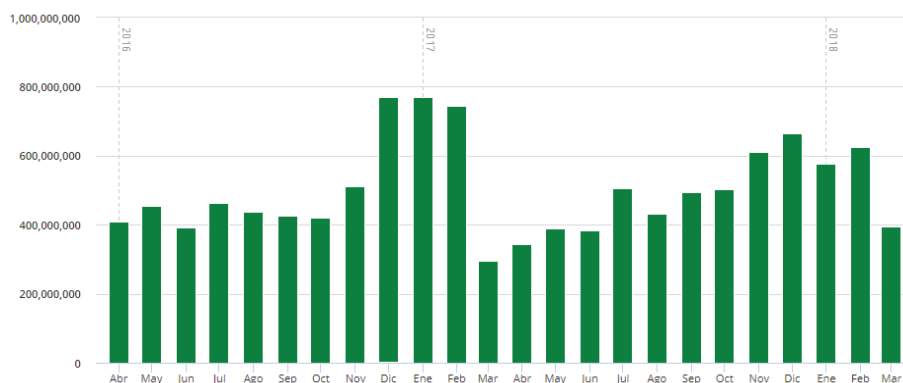
Cuadro 8: Deuda informada por el cliente vs deuda informada por BCRA

Entidad	Deuda en \$	Deuda en USD	Total (\$)	BCRA
ICBC	60,00	5,41	168,96	166,92
Pcia. Buenos Aires	18,73	1,50	48,88	51,73
BBVA	70,60	8,90	249,94	198,92
Santander	60,00	0,00	60,00	60,54
Nacion Argentina	20,00	1,00	40,15	148,07
TOTAL	229,33	16,80	567,92	626,18
Tipo de cambio 20,15				
<i>Expresado en millones.</i>				

Fuente: Elaboración propia.

Es importante destacar que las líneas utilizadas por la empresa no cuentan con ningún tipo de colateral.

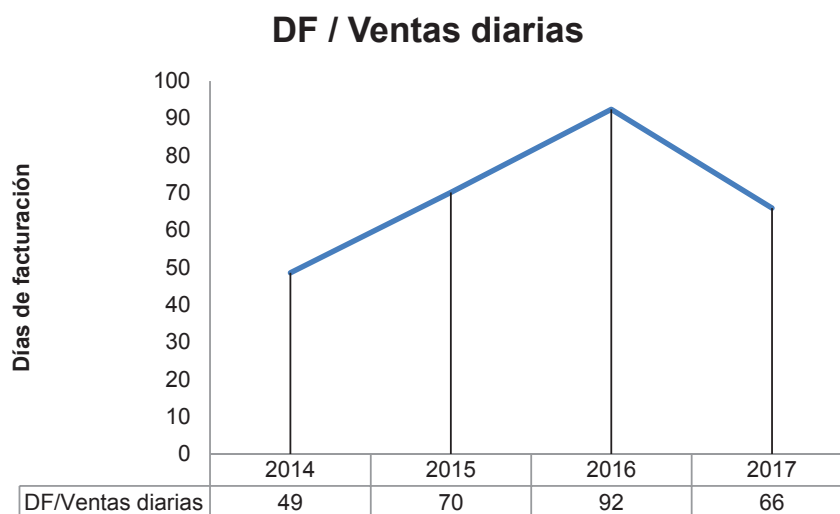
Gráfico 1: Evolución de la deuda en el sistema financiero argentino.



Fuente: NOSIS SAC.

Entendemos que la diferencia corresponde además del desfase de tiempo a valores cesionados no declarados como deuda post-balance por el cliente. Por otro lado, es importante destacar que tampoco se incluye la deuda con el Grupo Solvay por USD 10MM anteriormente mencionada, por lo cual su deuda financiera a Marzo 2018 alcanzaría un valor de \$ 827MM, la cual representa 64 días de facturación, indicador el cual consideramos aceptable.

Gráfico 2: Evolución del indicador deudas financieras / facturación.



Fuente: Elaboración propia.

A modo de conclusión podemos indicar que Unipar Indupa posee un adecuado acceso al crédito, sustentado por su trayectoria en el sector y su mejora en su situación patrimonial – financiera. Destacando que opera con un importante abanico de entidades bancarias, que le brindan asistencia tanto en moneda local como en moneda extranjera.

VALORACION DEL APARTADO: 6,0

CAPITULO IV

ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO

RENTABILIDAD

Cuadro 9: Cuadro de Estados de Resultados.

UNIPAR INDUPA SAIC						
CUADRO ECONOMICO						
<i>Analista: Cornejo Gonzalo Esteban</i> <i>Auditado por: Deloitte</i>	31/12/2015 ANUAL 365 \$ Miles		31/12/2016 ANUAL 365 \$ Miles		31/12/2017 ANUAL 365 \$ Miles	
		%		%		%
Ingresos por Ventas o Sevicios	2.619.106.000	100%	3.670.510.000	100%	4.713.133.000	100%
Costo de Producción (*) - Resultado por Tenencia	-2.283.982.000	-87%	-3.181.450.000	-87%	-3.943.475.000	-84%
RESULTADO BRUTO	335.124.000	13%	489.060.000	13%	769.658.000	16%
Gastos Administración (*)	-55.603.000	-2%	-72.562.000	-2%	-84.800.000	-2%
Gastos Comercialización (*)	-256.361.000	-10%	-368.814.000	-10%	-411.855.000	-9%
Otros Gastos Operativos (*)	-31.931.000	-1%	-44.687.000	-1%	-54.713.000	-1%
Alta de Provisiones Operativas	-5.966.000	0%	-2.427.000	0%		
Ingr. Prom. Industrial / Reemb. Export.						
RESULT. EXPLOTACION	-14.737.000	-1%	570.000	0%	218.290.000	5%
Amortización B.de Uso	-52.927.000	-2%	-63.878.000	-2%	-65.204.000	-1%
Amortización Intangibles			-12.000	0%	-14.000	0%
Res.Inversiones Permanentes	-295.015.000	-11%	-134.258.000	-4%	447.944.000	10%
Otros Ingresos						
Otros Egresos	-31.234.000	-1%	-318.472.000	-9%	-16.112.000	0%
RESULT. ANTES DE I.e I.	-393.913.000	-15%	-516.050.000	-14%	584.904.000	12%
Resultados Fin.Gen.por Activos						
- Intereses	13.534.000	1%	18.534.000	1%	42.133.000	1%
- R.E.I.						
- Diferencias de Cambio	121.226.000	5%	81.071.000	2%	107.209.000	2%
- Otros						
Resultados Fin.Gen.por Pasivos						
- Intereses	-196.782.000	-8%	-232.472.000	-6%	-103.926.000	-2%
- R.E.I.						
- Diferencias de Cambio	-81.205.000	-3%	-86.880.000	-2%	-86.075.000	-2%
- Resultado por Tenencia						
- Otros						
RESULT. DE OP. ORDINARIAS	-537.140.000	-21%	-735.797.000	-20%	544.245.000	12%
Ingresos Extraordinarios			19.991.000	1%		
Egresos Extraordinarios						
Participación Minoritaria						
RESULT. ANTES DE IMPUESTOS	-537.140.000	-21%	-715.806.000	-20%	544.245.000	12%
Impuestos	76.819.000	3%	-58.567.000	-2%	-52.022.000	-1%
RESULTADO NETO	-460.321.000	-18%	-774.373.000	-21%	492.223.000	10%

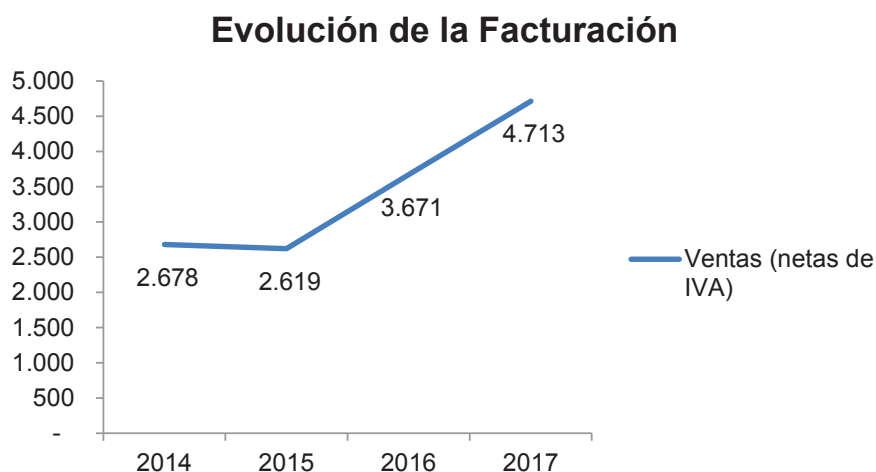
*Deducidas amortizaciones

Fuente: Elaboración propia en base a EECC Unipar Indupa.

La facturación de la compañía en el ejercicio finalizado en Diciembre 2017 alcanzó un total de \$ 4.713MM, lo cual denota una evolución del 28,41% con respecto al período anterior. Si bien en 2017 el nivel de producción de PVC se redujo un 12% 8con respecto al año 2016 -año record de producción-), la empresa pudo incrementar el volumen de sus ventas en el mercado local en un 30%, alcanzando un incremento de su cuota de mercado de 10pp. En cuanto a las exportaciones podemos indicar que

disminuyeron un 36% respecto al ejercicio análogo anterior, como consecuencia en parte de la mayor demanda del mercado externo y en parte de la menor disponibilidad de resina debido a la caída de la producción mencionada. Por otro lado, podemos destacar que sus precios en dólares se demostraron en caída, pero por el efecto de la devaluación sus precios en pesos prácticamente se mantuvieron estables.

Gráfico 3: Evolución de las ventas.

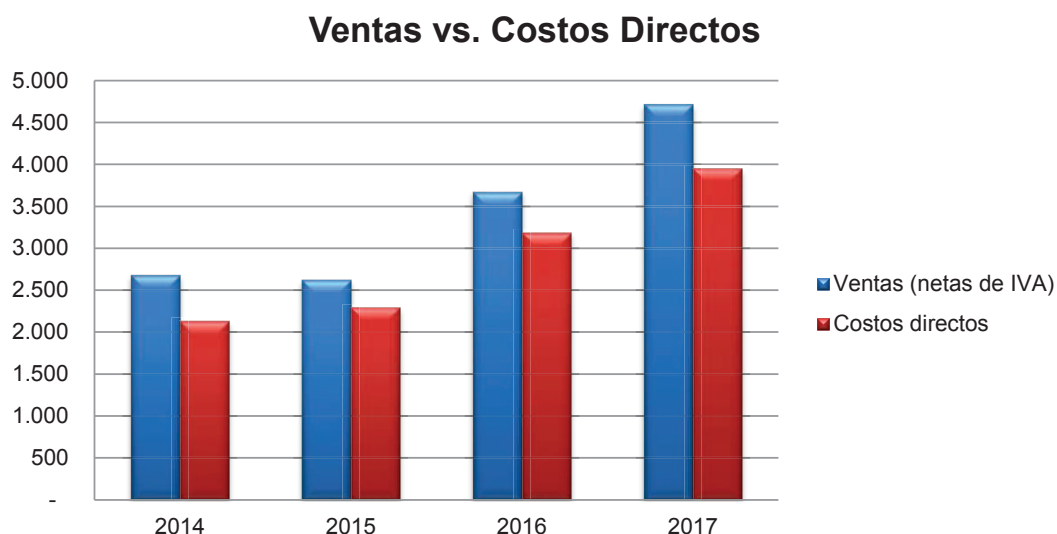


Expresado en millones de pesos.

Fuente: *Elaboración propia en base a EECC de Unipar Indupa*

Los costos directos demostraron un incremento interanual del 24% en valores nominales, pero si consideramos su incidencia respecto a las ventas, esta variación fue de -3pp. Es importante destacar que las compras de materia prima representan el 56% del CMV. Por otro lado, los costos de producción representan un 44% del CMV y sus principales partidas son, Sueldos y jornales (\$594MM, con una participación del 34% de los costos y una evolución entre ejercicios del 32%) y Energía y Combustibles (\$553MM, con una participación del 32% de los costos y una evolución entre ejercicios del 124%).

Gráfico 4: Ventas netas vs Costos Directos anuales.



Fuente: Elaboración propia en base a EECC Unipar Indupa.

En cuanto a los gastos de estructura podemos indicar que demostraron un incremento interanual del 13% en valores nominales, pero si los consideramos en proporción a las ventas, estos redujeron su incidencia en 1pp. Sus principales partidas son, Fletes (\$224MM, con una participación del 45% de los gastos y una evolución interanual del 7%), Sueldos y jornales (\$ 73,7MM, con una participación del 15% de los gastos y una evolución entre ejercicios del 8%) y Honorarios y retribuciones por servicios (\$81,7MM, con una participación del 16% de los gastos y una evolución entre ejercicios del 67%). Estas erogaciones representan el 76% del total de los gastos de estructura de la empresa.

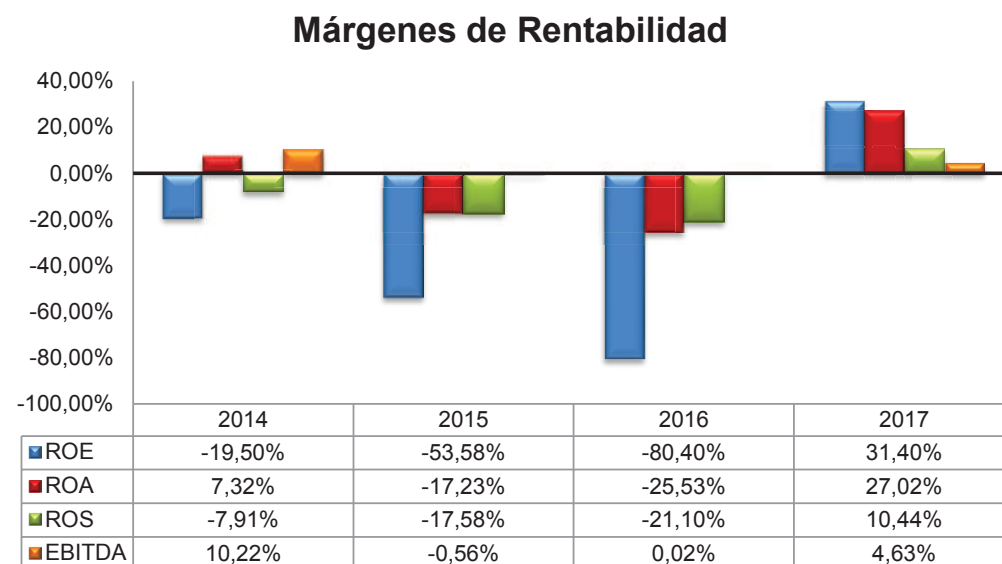
De esta forma la empresa arribó a un EBITDA de \$218MM, con un margen sobre ventas del 5%, resultado el cual consideramos aceptable, dado que presentó un incremento de 5pp con respecto al obtenido en el ejercicio anterior.

Posteriormente es importante destacar el impacto de resultados por inversiones permanentes por un total de \$447,9MM, compuestos principalmente por la participación de la empresa en la sociedad Solalban Energía S.A. de la cual posee el 58% de su paquete accionario.

Con respecto a los resultados financieros podemos destacar -dentro de los generados por activos-, intereses ganados por \$42MM (generados por asistencia a clientes y por colocaciones) y diferencias de tipo de cambio por \$107MM (generados por créditos a Sociedades Vinculadas y deudores del exterior). Por otro lado, dentro de los generados por pasivos, podemos destacar intereses perdidos por \$103MM (generados por el apalancamiento financiero), diferencias de tipo de cambio por \$86MM (generados por sus pasivos que principalmente están valuados en moneda extranjera).

Finalmente se imputa el IIGG, generando un Resultado Neto de \$492MM, con un margen sobre ventas del 10%, el cual consideramos aceptable, dado que la empresa revierte una situación de más de 3 años consecutivas de pérdidas.

Gráfico 4: Márgenes de Rentabilidad anuales.



Fuente: Elaboración propia en base a EECC de Unipar Indupa

A modo de conclusión, podemos indicar que Unipar Indupa alcanzó una evolución en la facturación del 28,4%, donde si bien sus precios en dólares se demostraron en caída, por efecto de la devaluación, sus precios en pesos se mantuvieron estables y sus ventas a nivel local demostraron un incremento que ronda el 30% (ganando de esta forma 10pp de market share). En cuanto a su margen EBITDA podemos indicar que si bien es reducido (5%) lo consideramos aceptable, dado que la empresa logró revertir pérdidas operativas luego de varios años. En cuanto a su ROS podemos decir que se ve influenciado por la participación en su controlada Solalban Energia, la cual le permitió alcanzar un margen del 10%.

VALORACION DEL APARTADO: 6,0

GENERACIÓN DE RECURSOS

Cuadro 10: Cuadro de Estado de Origen y Aplicación de Fondos.

UNIPAR INDUPA SAIC			
ESTADO DE USOS Y FUENTES DE FONDOS	31/12/2015 ANUAL 365 \$ Miles	31/12/2016 ANUAL 365 \$ Miles	31/12/2017 ANUAL 365 \$ Miles
<i>Analista: Cornejo Gonzalo Esteban</i>			
<i>Auditado por:</i>			
	<i>Deloitte</i>	<i>Deloitte</i>	<i>Deloitte</i>
Ganancia (Pérdida) Ord. antes de Impuestos	-537.140.000	-735.797.000	544.245.000
Ganancia (Pérdida) Extraordinaria antes de Impuestos	0	19.991.000	0
Impuesto a las Ganancias del ejercicio	76.819.000	-58.567.000	-52.022.000
Provisión para impuestos / Gratificaciones al Personal	0	0	0
Honorarios Directores / Síndicos a Resultados	0	0	0
Amortización Bs. de Uso + Intangibles + Inversiones	52.927.000	63.890.000	65.218.000
Variación de Provisiones de Pasivo	-1.049.000	310.708.000	-145.622.000
Amortización Gastos Pagados por Adelantado	0	0	1.808.000
Rdo. por Tenencia Bienes de Cambio	0	0	0
Rdo. Inversiones Permanentes	295.015.000	134.258.000	-447.944.000
Part. Minoritaria en Rdos. Inversiones Permanentes	0	0	0
GENERACION PROPIA DE FONDOS	-113.428.000	-265.517.000	-34.317.000
(Aumento) Disminución Capital de Trabajo	343.857.000	-746.562.985	145.407.683
(Aumento) Disminución Otros Act. / Pas.	-106.327.000	-102.256.000	-10.196.000
(Aumento) Gastos Pagados por Adelantado	-1.717.000	-1.496.000	0
Ajuste Ejercicios Anteriores / Ajuste por Inflación	5.866.000	345.819.000	54.054.000
GENERACION NETA DE FONDOS OPERATIVOS	128.251.000	-770.012.985	154.948.683
(Inversión) Desinversión Neta Bienes de Uso	-240.902.000	-105.328.000	-326.005.000
(Aumento) Dism. Intangibles - Llaves	0	0	0
(Aumento) Disminución de Intangibles - Gts. Reorg.	0	-71.000	0
(Inversión) Desinversión Soc. Vinculadas	14.288.000	-154.991.000	-47.738.000
Aumento (Disminución) Saldos Soc. Vinc.	-37.521.000	-156.729.000	5.739.000
Otras Inversiones	0	4.000	-4.000
FREE CASH FLOW	-135.884.000	-1.187.127.985	-213.059.317
Dividendos y Honorarios Netos	0	0	0
Aumento (Disminución) Dif. Impositivo	0	0	0
Amortización D.Bancarias y Financieras L.P.	0	0	0
Variación D.Bancarias y Financieras L.P.	2.200.000	160.635.000	24.223.000
Aportes Netos de Capital	0	1.091.024.000	0
CASH FLOW NETO	-133.684.000	64.531.015	-188.836.317
Aumento (Disminución) Disp. + Inversiones C.P.	11.292.000	329.919.000	-290.868.000
Aumento (Disminución) Deuda Banc.y Financ. C.P.	144.976.000	265.387.985	-102.031.683
	0	0	0
DEUDA BANCARIA CP AL INICIO	356.314.000	501.290.000	766.677.985
-Variación CDI	0	0	0
-Variación D. Financiera	144.976.000	265.387.985	-102.031.683
-Variación O. Negociables / P. Sindicados	0	0	0
-Variación Deuda Banc. y Financiera C.P.	144.976.000	265.387.985	-102.031.683
-Tramo Corriente Deuda Banc. y Financiera LP	0	0	0
DEUDA BANC. Y FINANCIERA CP AL CIERRE	501.290.000	766.677.985	664.646.302
DEUDA BANC. Y FINANCIERA LP AL CIERRE	2.200.000	162.835.000	187.058.000
DEUDA BANC. Y FIN. TOTAL AL CIERRE	503.490.000	929.512.985	851.704.302

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
VARIACION CAPITAL DE TRABAJO	343.857.000	-746.562.985	145.407.683
Créditos por ventas	-7.467.000	-698.313.985	-14.623.317
Bienes de Cambio	46.112.000	-176.864.000	33.165.000
Proveedores	274.407.000	-13.070.000	46.756.000
Deuda Social y Fiscal	30.805.000	141.685.000	80.110.000
DEUDA BANC. Y FIN. / EBITDA	-418,53	48,66	3,27
DEUDA BANC. Y FIN. / GENERACION PROPIA	-4,44	-3,50	-24,82
EBITDA / INTERESES	-0,07	0,00	2,10

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC de Unipar Indupa.

La compañía presenta una generación de fondos propios deficitaria (-\$34,3MM), neta de resultados de inversiones permanentes y de resultados por tenencia). Para poder hacer frente a sus necesidades la empresa tuvo que hacer uso de sus disponibilidades y a la realización de su capital de trabajo. Dentro de sus principales aplicaciones podemos destacar las inversiones en CAPEX (principalmente en maquinarias, material rodante y obras en curso), reducción de la deuda financiera y el incremento de sus inversiones permanentes en sociedades relacionadas y el incremento de la asistencia a sociedades del grupo Solvay (principalmente con Solvay Vinyls Holding AG).

A continuación, se expone un Estado de Origen y Aplicación de Fondos (EOAF) resumido.

Cuadro 11: Cuadro de Estado de Origen y Aplicación de Fondos resumido.

Orígenes		Aplicaciones		Capital de trabajo	
Disp. g Inv. CP	290,87	CAPEX	326,01	Créditos por Venta	-14,62
Capital de Trabajo	145,41	Deuda Financiera	77,81	Bs. de Cambio	33,17
Ajuste Ej. Anterior	54,05	Inv. Soc Vinculadas	47,74	Proveedores	46,76
Créditos Fiscales	18,36	Generación de Fondos	34,32	Deuda Soc. y Fisc.	80,11
Saldos Soc. Vinc.	5,86	Créd. Grupo Solvay	27,53	Total	145,41
		Otros Activos/Pasivos	1,15		
Total	514,55	Total	514,55		

Expresado en millones de pesos.

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC de Unipar Indupa.

Repago: La DFN de la compañía a cierre de balance ascendió a \$745,6MM, requiriendo de 3 años y 5 meses para el repago de sus obligaciones en el sistema financiero, considerando su EBITDA, destacando que su DFN representa 58 días de facturación, indicador el cual consideramos aceptable. A su vez el 22% de su deuda se encuentra estructurada a largo plazo y dentro del corto plazo un 18% corresponde a deuda autocancelable.

En conclusión, podemos anunciar que la compañía opera con una generación de fondos propios deficitaria, debiendo recurrir a la utilización de sus disponibilidades y a la realización de su capital de trabajo para para poder cubrir sus necesidades de fondos. Por otro lado, demuestra indicadores de repago extensos, pero destacando que su deuda se encuentra bien estructurada.

VALORACION DEL APARTADO: 4,5

SOLVENCIA

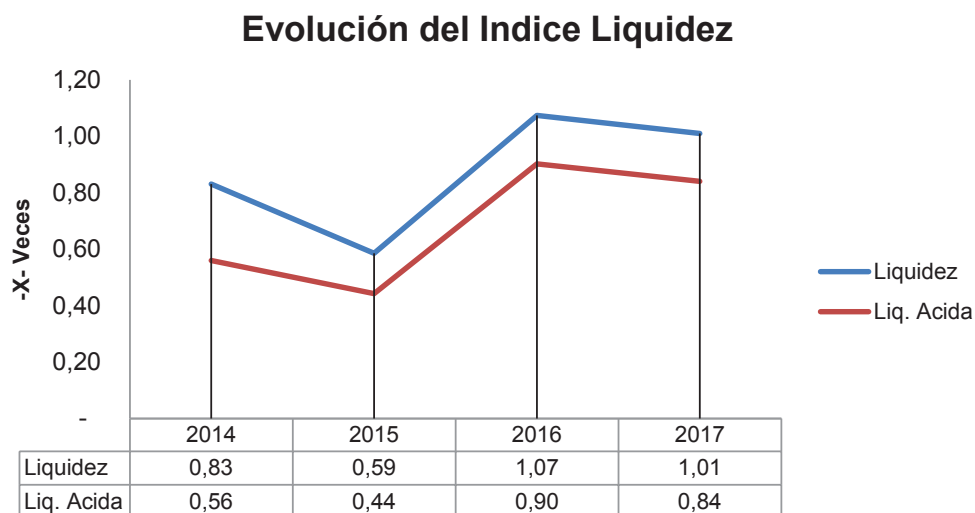
Cuadro 12: Cuadro de Estado de Situación Patrimonial y Ratios.

UNIPAR INDUPA SAIC						
RATIOS Y ESTADO PATRIMONIAL						
CUIT N°: 30502150819						
Analista: Cornejo Gonzalo Esteban						
Auditado por: Deloitte						
	31/12/2015 ANUAL		31/12/2016 ANUAL		31/12/2017 ANUAL	
	365	%	365	%	365	%
	\$ Miles		\$ Miles		\$ Miles	
	Deloitte		Deloitte		Deloitte	
VENTAS NETAS	2.619.106.000		3.670.510.000		4.713.133.000	
RESULTADO NETO	-460.321.000		-774.373.000		492.223.000	
LIQUIDEZ CORRIENTE (Veces)	0,59		1,07		1,01	
ENDEUDAM. TOTAL (Veces)	2,54		1,97		1,30	
D. FINANCIERA/ EBITDA (Veces)	-418,53		48,95		3,27	
COMPRAS	1.401.274.000		2.294.148.000		2.236.854.000	
ROT. DE EXISTENCIAS (Días)	32		43		32	
ROT. DE ACTIVOS (Veces)	1,23		0,98		1,13	
PROMEDIO DE PAGOS (Días)	190		120		134	
PROMEDIO DE COBROS (Días)	55		102		87	
RENTAB. DEL ACTIVO (%)	-17,23%		-25,53%		27,02%	
RENTABILIDAD/ P.N. (%)	-53,58%		-80,40%		31,40%	
RENTABILIDAD/ VENTAS (%)	-17,58%		-21,10%		10,44%	
EVOLUCION DE VENTAS (%)	-2,19%		40,14%		28,41%	
ACTIVO CP	820.688.000	39%	2.353.176.985	63%	2.041.196.302	49%
Disponibilidades	67.032.000	3%	396.951.000	11%	106.083.000	3%
Créditos por Ventas	262.025.000	12%	960.338.985	26%	974.962.302	23%
Otros Créditos	67.738.000	3%	140.785.000	4%	171.549.000	4%
Créditos Soc. Vinculadas	224.206.000	11%	478.551.000	13%	445.216.000	11%
Bienes de Cambio	199.687.000	9%	376.551.000	10%	343.386.000	8%
ACTIVO LP	1.307.968.000	61%	1.404.021.000	37%	2.139.727.000	51%
Inversiones L.P.	380.330.000	18%	401.059.000	11%	896.745.000	21%
Cuentas a Cobrar	180.753.000	8%	228.120.000	6%	209.161.000	5%
Créditos Soc. Vinculadas	15.048.000	1%				
Bienes de Uso	683.332.000	32%	724.782.000	19%	985.583.000	24%
Bienes Intangibles	43.489.000	2%	43.548.000	1%	43.534.000	1%
Otros Activos No Corrientes	5.016.000	0%	6.512.000	0%	4.704.000	0%
TOTAL ACTIVO	2.128.656.000	100%	3.757.197.985	100%	4.180.923.302	100%
PASIVO CP	1.402.149.000	66%	2.190.407.985	58%	2.020.307.302	48%
Deuda Bancaria y Financiera	501.290.000	24%	766.677.985	20%	664.646.302	16%
Proveedores	584.635.000	27%	571.565.000	15%	618.321.000	15%
Deuda Sociedades Vinculadas	146.502.000	7%	229.070.000	6%	201.474.000	5%
Deudas Sociales y Fiscales	153.154.000	7%	265.019.000	7%	333.407.000	8%
Otros Pasivos	16.178.000	1%	46.978.000	1%	54.455.000	1%
Divid. y Hon. a Pagar						
Previsiones	390.000	0%	311.098.000	8%	148.004.000	4%
PASIVO LP	94.604.000	4%	272.417.000	7%	319.966.000	8%
Deuda Bancaria y Financiera	2.200.000	0%	162.835.000	4%	187.058.000	4%
Proveedores						
Deudas Sociales y Fiscales	74.914.000	4%	91.001.000	2%	87.156.000	2%
Otros Pasivos	16.018.000	1%	17.109.000	0%	26.808.000	1%
Previsiones	1.472.000	0%	1.472.000	0%	18.944.000	0%
TOTAL PASIVO	1.496.753.000	70%	2.462.824.985	66%	2.340.273.302	56%
PARTICIPACION MINORITARIA						
PATRIMONIO NETO	631.903.000	30%	1.294.373.000	34%	1.840.650.000	44%
Capital Social	503.746.000	24%	1.505.307.000	40%	1.124.523.000	27%
Reservas de Resultados						
Resultados no Asignados	588.478.000	28%	563.439.000	15%	223.904.000	5%
Resultado del Ejercicio	-460.321.000	-22%	-774.373.000	-21%	492.223.000	12%
TOTAL PASIVO + P.N.	2.128.656.000	100%	3.757.197.985	100%	4.180.923.302	100%

Fuente: Elaboración propia en base a los EECC de Unipar Indupa.

La compañía opera con capital de trabajo positivo (\$20MM) y liquidez de 1,01x (1,07x en 2016), la cual se sustenta principalmente por créditos por venta (23% de sus activos); operando con un plazo promedio de cobros de 88 días (102 en 2016). En cuanto a sus Bienes de Cambio podemos indicar que representan el 8% de sus activos y presentan una rotación de 32 días (43 en 2016). Por otro lado, es importante destacar que la empresa créditos con sus relacionadas por un total de \$445MM, compuestos principalmente por USD 7,67MM de créditos comerciales y USD 15,67MM por prestamos financieros (principalmente con Unipar Indupa do Brasil SA).

Gráfico 5: Evolución de los Índices de Liquidez.

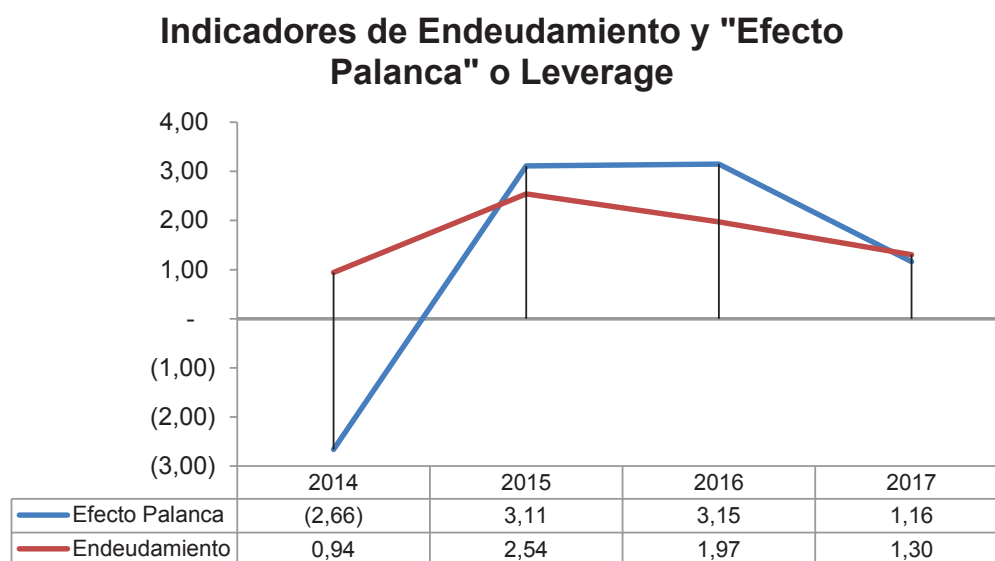


Fuente: Elaboración propia en base a los EECC de Unipar Indupa.

Sus obligaciones se encuentran dispuestas un 14% en el largo plazo y un 86% en el corto. Siendo su principal dispuesto la deuda financiera, la cual representa un 36% de sus pasivos, estructurada un 22% en el largo plazo. Por otro lado, la deuda con proveedores representa un 26% de sus pasivos, con los cuales operan con un plazo promedio de pagos de 134 días. A su vez es importante destacar que la empresa posee una deuda comercial con sociedades vinculadas por un total de \$201MM, compuesta por deuda con sociedades relacionadas del exterior por un total de USD 2,5MM y \$154MM correspondientes a deuda comercia con Solalban Energía SA.

En cuanto a su nivel de endeudamiento, podemos indicar que, si bien es superior a la unidad, demuestra una importante mejora con respecto a los períodos anteriores (1,3x en 2017, vs 1,97x y -2,54x en 2016 y 2015 respectivamente). En cuanto al “Efecto Palanca” podemos decir que, a partir del año 2015, la empresa obtiene un indicador mayor a 1, por lo cual le es conveniente financiarse mediante capital financiero. De todas formas, es significativo destacar que al cierre de ejercicio 2017, éste indicador demuestra una caída, acercándose a un valor de 1, es decir, que el efecto palanca sería neutro. Si ésta tendencia se mantendría, el incremento de la deuda afectaría la rentabilidad de la sociedad.

Gráfico 6: Indicadores de Endeudamiento y “Efecto Palanca” o Leverage.



Fuente: Elaboración propia en base a los EECC de Unipar Indupa.

La estructura de capital se encuentra conformada por un 56% de fondos de terceros y un 44% de fondos propios. Donde el Capital Social (\$1.124MM) representa el 61% del Patrimonio Neto (\$1.840MM), demostrando un apropiado nivel de capitalización, de todas formas es importante destacar que \$ 720MM corresponden a aportes irrevocables. En cuanto a su política de dividendos podemos indicar que es aceptable, ya que dados los quebrantos en los que ha incurrido la empresa en los ejercicios anteriores, no han realizado retiros de dividendos.

Para concluir, podemos indicar que la empresa mantiene una estructura financiera y patrimonial aceptable y opera con una liquidez ajustada, sustentada principalmente por sus créditos por venta y stocks; a su vez presenta un aceptable índice de endeudamiento, demostrando una mejora con respecto a los períodos anteriores. Por otro lado, es importante resaltar una apropiada política de retiro de dividendos.

VALORACION DEL APARTADO: 5,0

CAPITULO V

CONCLUSIÓN

Podemos apreciar, en base a lo expuesto en este documento, que Unipar Indupa es el único productor nacional de PVC, quien a su vez, gracias a su integración vertical, produce cloro, soda cáustica y VCM. Si bien nuestro sujeto de análisis opera con apropiados márgenes de rentabilidad, éstos son generados principalmente por sus controlantes Solalban Energía y Unipar Indupa do Brasil. Lo cual repercute de forma negativa en la generación genuina de fondos de Unipar Indupa (deficitaria). De todas formas, es importante destacar que la adquisición de Indupa por parte de Unipar Carbocloro, gracias a cambios en la gestión de la empresa y a la reducción de costos (principalmente en la planta de Brasil), la empresa logró obtener resultados positivos luego de varios años de quebrantos consecutivos.

Por tal motivo, llegamos a la conclusión que el cambio de gestión afectó positivamente a la empresa. Podemos suponer que, como la sociedad estaba en planes de venta desde el año 2013, sus accionistas concentraron sus esfuerzos en vender la compañía y no en otorgarle un óptimo rendimiento. Con el traspaso de mando, la sociedad logro revertir los quebrantos sistemáticos durante varios años a través de la reducción de costos e inversiones. Dicha política, les permitió obtener una mayor productividad. La planta de Santo André es la que presentó una mayor atención por parte de su controlante, dado que se encuentran en el mismo país. También es la que exhibió un resultado muy superior a los obtenidos en años anteriores, permitiéndole a Unipar Indupa obtener resultados positivos (por poseer el 100% del paquete accionario).

De todas formas, no debemos dejar de lado el contexto donde la empresa se desarrolla. Un tipo de cambio retrasado afecta negativamente a sus márgenes de rentabilidad, dado que la inflación soportada por la empresa es mayor a la variación del tipo de cambio, por lo cual la empresa no puede trasladar a precio el incremento de sus costos. Es por ello que una apreciación de la moneda estadounidense, le permite a la sociedad arribar a mejores resultados.

Desde el punto de vista de una entidad bancaria, éste es un sujeto de crédito el cual un banco de primera línea tiene que participar de su financiamiento. Al ser el único productor de PVC a nivel local, presenta un importante volumen de actividades, las cuales pueden aportar a la entidad financiera ingresos por su actividad transaccional, permitiéndole obtener una importante rentabilidad más allá de la generada por el spread. Del mismo modo, al ser el primer eslabón de la cadena de valor, tiene un gran conocimiento de los siguientes eslabones (sus clientes), lo cual le puede permitir a la entidad financiera obtener mayor conocimiento de la industria y de qué forma poder asistirle.

A su vez es importante destacar que un banco tomaría como un factor muy positivo las acciones llevadas a cabo por su nuevo accionista y el cual cuenta con una calificación de AA-(bra) de Fitch Ratings.

Sería recomendable de todas formas ingresar con un ticket inicial no mayor a USD 5MM clean (a sola firma). Y luego, en base al comportamiento ir incrementando la asistencia, en base a nivel de reciprocidad -ingresos generados al banco, más allá de los generados por sus tasas activas, como por ejemplo, acreditación de sueldos, comercio exterior, pagos, cobros, etc.- con la sociedad.

INFORMACION POSTERIOR AL CIERRE DE LOS EECC.

Es importante mencionar que el peso argentino sufrió una depreciación de su valor del 51%, entre el cierre de los EECC -Diciembre 2017- y finales del mes de Junio 2018 (considerando la cotización del dólar mayorista). Esta variación afecta de forma positiva a la empresa bajo análisis, dado que el precio de sus productos es en dólares estadounidenses. De esta forma consideramos que esta situación afectara de forma positiva a los márgenes de rentabilidad de la sociedad, dados que sus precios se incrementarían en mayor proporción que la inflación soportada por la empresa.

VALORACION GLOBAL DE LA EMPRESA: 5,35

La calificación global de la empresa es algo acotada en referencia a la envergadura de la misma. Esto se debe a que el factor más importante a la hora de valorar a un cliente es la capacidad de generar fondos propios, y la empresa se encuentra atravesando un período de recuperación, donde a pesar de haber obtenidos resultados positivos, su generación de fondos es deficitaria, debido a que su ganancia proviene principalmente de la participación en otras sociedades (Unipar Indupa do Brasil y Solalban Energia). De todas formas, entendemos que esta situación se optimizaría en los próximos ejercicios, donde la mejora de los procesos, las reducciones de los costos y la apreciación del dólar norteamericano, le permitirán a la compañía obtener un resultado operativo más grueso, permitiéndole generar fondos de acuerdo a la dimensión de la empresa.

ANEXOS

ESTADO DE RESULTADOS EECC UNIPAR INDUPA

UNIPAR INDUPA S.A.I.C. (Nota 1 a los estados financieros separados)
ESTADO DEL RESULTADO INTEGRAL SEPARADO CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO
TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2017

(Presentado en forma comparativa)
(en miles de pesos)

	31-12-17	31-12-16
Ventas netas (nota 17)	4.713.133	3.670.510
Costo de ventas (anexo F)	(4.007.098)	(3.246.618)
Ganancia bruta	706.035	423.892
(PÉRDIDA) GANANCIA OPERATIVA		
Gastos de distribución y comercialización (anexo H)	(412.476)	(369.391)
Gastos de administración (anexo H)	(85.498)	(73.134)
Otros gastos (anexo H)	(54.989)	(44.687)
Resultado de inversiones permanentes	447.944	(134.258)
Otros ingresos y egresos netos (nota 18)	(16.112)	(298.481)
Ganancia (pérdida) antes de resultados financieros	584.904	(496.059)
RESULTADOS FINANCIEROS		
Generados por activos		
Intereses	42.133	18.534
Diferencias de cambio	107.209	81.071
Generados por pasivos		
Intereses y gastos financieros	(103.926)	(232.472)
Diferencias de cambio	(86.075)	(86.880)
Resultado antes del impuesto a las ganancias	544.245	(715.806)
IMPUESTO A LAS GANANCIAS (nota 5)	(52.022)	(58.567)
GANANCIA / (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	492.223	(774.373)
OTROS RESULTADOS INTEGRALES		
Diferencia de conversión	79.525	82.198
Planes de pensión	(25.471)	(99.629)
RESULTADO INTEGRAL TOTAL	546.277	(791.804)
Resultado por acción (nota 21)		
Básico	1,32	(1,91)

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL EECC UNIPAR INDUPA

UNIPAR INDUPA S.A.I.C. (Nota I a los estados financieros separados)
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA SEPARADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2017
 (Presentado en forma comparativa)
 (en miles de pesos)

	31-12-17	31-12-16
<u>ACTIVO</u>		
<u>ACTIVO NO CORRIENTE</u>		
Llave de negocio	43.489	43.489
Inversiones (anexo C)	896.745	401.059
Bienes de uso (anexo A)	985.583	724.782
Activos intangibles (anexo B)	45	59
Otros créditos (nota 6)	97.841	64.601
Impuesto diferido (nota 5)	111.320	163.519
Total del Activo no Corriente	2.135.023	1.397.509
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>		
Bienes de cambio (nota 7)	340.519	374.697
Otros créditos (nota 6)	466.255	560.057
Créditos por ventas (nota 8)	1.070.411	539.568
Efectivo y equivalentes (nota 9)	106.083	396.951
Total del Activo Corriente	1.983.268	1.871.273
Total del Activo	4.118.291	3.268.782
<u>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</u>		
<u>CAPITAL Y RESERVAS</u>		
Capital social (nota 10)	414.283	414.283
Resultados acumulados - incluye resultado del ejercicio	91.026	(781.981)
Otros componentes del patrimonio neto	1.335.341	1.662.071
Total del Patrimonio Neto	1.840.650	1.294.373
<u>PASIVO</u>		
<u>PASIVO NO CORRIENTE</u>		
Préstamos (nota 11)	187.058	162.835
Planes de pensión (nota 12)	74.940	62.007
Previsiones (anexo E)	18.944	1.472
Cargas fiscales (nota 14)	23.020	28.994
Cuentas por pagar (nota 15)	16.004	17.109
Total del Pasivo no Corriente	319.966	272.417
<u>PASIVO CORRIENTE</u>		
Préstamos (nota 11)	602.014	283.845
Previsiones (anexo E)	148.004	311.098
Otras deudas (nota 13)	6.396	51.690
Cargas fiscales (nota 14)	74.566	53.254
Remuneraciones y cargas sociales (nota 16)	258.841	211.765
Cuentas por pagar (nota 15)	867.854	790.340
Total del Pasivo Corriente	1.957.675	1.701.992
Total del Pasivo	2.277.641	1.974.409
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	4.118.291	3.268.782

BIBLIOGRAFIA

- Bolsa Comercial de Buenos Aires. [En línea]. [Consulta: 05 de Mayo de 2018]. Disponible en:
<https://www.bolsar.com/Vistas/Sociedades/EstadosContables.aspx>
- Comisión Nacional de Valores. [En línea]. [Consulta: 05 de Mayo de 2018]. Disponible en:
<http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/Zips.asp?Lang=0&CodiSoc=31722&DescriSoc=UNIPAR%20INDUPA%20SOCIEDAD%20AN%D3NIMA%20INDUSTRIAL%20Y%20COMERCIAL&TipoDocum=1&TipoArchivo=1&TipoBalance=2>
- COMUNICACIÓN “A” 5203. (2011). Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras, de BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. [En línea]. [Consulta: 22 de Abril de 2018] Disponible en:
<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5203.pdf>
- COMUNICACIÓN “A” 5398. (2013). Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras. Clasificación de deudores. Previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad. Modificaciones, de BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. [En línea]. [Consulta: 22 de Abril de 2018] Disponible en:
<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5398.pdf>
- Dermine, J. & Bissada, Y. (2003). La Gestión de los Activos y Pasivos Financieros. Madrid, España: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). El valor del dinero en el tiempo. En Administración Financiera Corporativa (pp. 93-125). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Riesgo y rendimiento de valores financieros. En Administración Financiera Corporativa (pp. 170-198). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Contratos Financieros. En Administración Financiera Corporativa (pp. 269-294). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Costo del Capital. En Administración Financiera Corporativa (pp. 304-328). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Por qué es importante la estructura de capital. En Administración Financiera Corporativa (pp. 463-484). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Cómo administrar la estructura del capital. En Administración Financiera Corporativa (pp. 495-531). México: Pearson Education.

- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Por qué es importante la política de dividendos. En Administración Financiera Corporativa (pp. 532-556). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Administración del efectivo y del capital de trabajo. En Administración Financiera Corporativa (pp. 596-622). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Administración de las cuentas por cobrar y del inventario. En Administración Financiera Corporativa (pp. 630-653). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). El capital y el proceso de inversión bancaria. En Administración Financiera Corporativa (pp. 734-759). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Deuda a largo plazo. En Administración Financiera Corporativa (pp. 766-794). México: Pearson Education.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). Finanzas corporativas multinacionales. En Administración Financiera Corporativa (pp. 963-991). México: Pearson Education.
- Ministerio de Hacienda. (2016). Informes de cadenas de valor. Industria Petroquímica Plástica, de Presidencia de la Nación. [En línea]. [Consulta: 05 de Abril de 2018]. Disponible en:
https://www.economia.gob.ar/peconomica/docs/2017/SSPE_Cadena_de_Valor_Petroquimica_Plastica.pdf
- Ministerio de Justicia y de Derechos Humanos. Ley 21.526, Ley de Entidades Financieras. [En línea]. [Consulta: 04 de Abril de 2018]. Disponible en:
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/16071/texact.htm>
- Ministerio de Justicia y de Derechos Humanos. Ley 19.550, Ley de Sociedades Comerciales. [En línea]. [Consulta: 10 de Abril de 2018]. Disponible en:
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>
- Revista Petroquímica. [En línea]. [Consulta: 12 de Mayo de 2018]. Disponible en:
<https://www.revistapetroquimica.com/>
- Solvay Indupa. [En línea]. [Consulta: 04 de Abril de 2018]. Disponible en:
<https://www.solvaygroup.com.ar/es/index.html>
- Torrellas, F.. (1979). Crisis y Reforma del Crédito. Madrid, España: Ediciones ICE.
- Unipar Carbocloro. [En línea]. [Consulta: 20 de Mayo de 2018]. Disponible en:
http://www.uniparcarbocloro.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
- Unipar Indupa. [En línea]. [Consulta: 04 de Abril de 2018]. Disponible en:
http://www.uniparindupa.com/default_pt.asp?idioma=0&conta=28&v=3

- Villegas, J.C., Fronti de García, L.,Chaves O., Acuña, P. & Ricardo, J.M. (1996). El rol que cumplen los Estados Contables en la toma de decisiones. En Contabilidad: Presente y Futuro (pp.30-34). Buenos Aires, Argentina: Ediciones Machi.
- Villegas, J.C., Fronti de García, L.,Chaves O., Acuña, P. & Ricardo, J.M. (1996). Usuarios de los informes contables y de los Estados Contables, sus necesidades. En Contabilidad: Presente y Futuro (pp. 37-42). Buenos Aires, Argentina: Ediciones Machi.
- Villegas, J.C., Fronti de García, L.,Chaves O., Acuña, P. & Ricardo, J.M. (1996). Estado de Resultados. En Contabilidad: Presente y Futuro (pp. 541-548). Buenos Aires, Argentina: Ediciones Machi.
- Villegas, J.C., Fronti de García, L.,Chaves O., Acuña, P. & Ricardo, J.M. (1996). Estado de Evolución del Patrimonio Neto. En Contabilidad: Presente y Futuro (pp. 549-552). Buenos Aires, Argentina: Ediciones Machi.
- Villegas, J.C., Fronti de García, L.,Chaves O., Acuña, P. & Ricardo, J.M. (1996). Estado de Origen y Aplicación de Fondos. En Contabilidad: Presente y Futuro (pp. 553-568). Buenos Aires, Argentina: Ediciones Machi.