

Recomendación: **VENDER**
 Precio objetivo (12m): ARS 260

30 de junio de 2023

Resumen financiero

Precio acción	ARS 323,50
Rendimiento esperado (base)	-19,5% ARS
Capitalización bursátil (M de USD)	54,2
Valuación compañía (M de USD)	215,0
Beta vs. S&P 500	0,78
Precio Máx. (52 sem.)	ARS 395,00
Precio Mín. (52 sem.)	ARS 98,10
Variación (YTD en ARS)	133,89%

Múltiplos de valuación

	2021	2022	2023e	2024e
EV/EBITDA	197,8	-	-	-
PE	-	-	-	-
PBV	0,3	0,5	0,7	0,6
PS	0,5	0,3	0,5	0,4

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	125,5	106,3	110,5	121,6
Crec. YoY	-	-15,3%	4,0%	10,0%
EBIT	-28,0	-43,3	-34,7	-28,8
Crec. YoY	-	54,9%	-19,9%	-17,0%
EBITDA	1,6	-30,1	-13,3	-11,5
Crec. YoY	-	-	-55,8%	-13,6%
Res neto	-52,2	-36,3	-32,4	-20,9
Crec. YoY	-	-30,5%	-10,7%	-35,5%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	1,1%	-12,2%	-5,7%	2,0%
Margen operativo	-22,3%	-40,8%	-31,4%	-23,7%
Margen neto	-41,6%	-34,1%	-29,3%	-17,2%
Margen EBITDA	1,3%	-28,4%	-12,0%	-9,5%
ROE	-29,7%	-30,3%	-44,8%	-23,7%
ROA	-8,5%	-6,9%	-6,6%	-3,8%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda Neta/EBITDA	161,8x	-6,3x	-12,1x	-12,1x
Deuda Neta/PN	149,2%	297,5%	199,2%	145,5%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	-11,2	8,1	-1,5	-1,5
CF de inversión	-5,9	73,9	34,0	34,0
CF financiero	36,1	27,5	31,8	31,8
Dif de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0
CF neto	19,0	109,5	64,3	64,3

EBITDA y resultado neto negativos no nos permiten ser optimista. Inversiones pueden ayudar a mitigar esta debilidad en el futuro.

RESUMEN EJECUTIVO

En esta primera cobertura, recomendamos **VENDER** la acción de San Miguel (SAMI.BA), con un precio objetivo a ARS 260 (downside de 19,5% en pesos a 12 meses).

En Argentina, se registró en los últimos 12 meses al 31 de marzo de 2023 una inflación del 104%, y una devaluación interanual del peso argentino contra el dólar americano de 81% en el mismo período, esto representa una pérdida de competitividad real de 23% las operaciones de Argentina en los 12 meses.

San Miguel ha experimentado un incremento significativo en la proporción de deuda en su estructura de capital, como consecuencia de la disminución de los resultados netos en los últimos años y el aumento de la deuda financiera para mantener las operaciones. En marzo de 2023, esta representaba el 80%, en comparación con un promedio del 48% durante el periodo 2016-2020.

Todo lo anterior decantó en un EBITDA de -ARS 571 M en el 1ºT23, profundizando la tendencia negativa que ya venía arrastrando en el 1ºT22 (-ARS 424 M). El margen EBITDA fue del -32% en el 1ºT23, en comparación con el -46,9% en el 1ºT22. El EBITDA sobre el resultado bruto fue del 6% en el 1ºT23, en comparación con el 2% hace un año.

Hasta marzo de 2023, la deuda corriente de San Miguel alcanzaba los USD 158 M, mientras que la cantidad de efectivo en caja era de USD 84 M. Esto resulta en una cobertura del 53%, inferior al 116% registrado en diciembre de 2022, cuando la cantidad de efectivo en caja era de USD 111 M y la deuda corriente ascendía a USD 95 M.

Del total de la deuda a corto plazo a marzo de 2023, USD 95 M corresponden a las Obligaciones Negociables (ONs) Clase V y VII, las cuales vencen en el primer trimestre de 2024.

Inversiones

En el segmento de ingredientes naturales, la compañía tiene planes de expansión en Uruguay para cumplir con un contrato firmado con una contraparte de renombre con la que la empresa ha mantenido una relación de varios años. Se estima que la inversión total necesaria para este proyecto sea de aproximadamente USD 30 M en los próximos 4 años, de los cuales se requerirían USD 13 M en 2023. La empresa ha asegurado financiamiento del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) para llevar a cabo esta iniciativa.

Además, la compañía está avanzando en el desarrollo de una planta en Sudáfrica para la provisión de ingredientes naturales mediante un contrato de largo plazo. Esta expansión demandaría una inversión cercana a los USD 22 M, lo que permitiría aumentar la diversificación geográfica y escalar las operaciones. La empresa también está considerando la posibilidad de asociarse con un socio local para llevar a cabo las inversiones necesarias para adaptar la planta.

Descripción de San Miguel

San Miguel es una empresa argentina con más de 60 años de experiencia en la producción, procesamiento, industrialización y comercialización de frutas frescas y productos derivados. Se destaca en particular por su liderazgo en el procesamiento de limón, donde posee una participación global del 15%. Además, cuenta con un perfil exportador, ya que entre el 80% y 90% de sus ventas consolidadas provienen de exportaciones.

Actualmente, la empresa se encuentra en una etapa de reconfiguración estratégica a largo plazo. Su enfoque se centra en el desarrollo de proyectos industriales que se basan en ingredientes naturales de mayor valor agregado, reafirmando así su posición como líder mundial en el procesamiento de limón.

Esta nueva estrategia tiene como objetivo reducir la exposición al riesgo climático asociado al segmento de frutas frescas. Además, busca disminuir la volatilidad de los ingresos y los requisitos de capital de trabajo. A su vez, al tratarse de productos perecederos con menor flexibilidad en el transporte, se espera que esta estrategia también ayude a reducir los costos logísticos.

Durante 2022, la empresa decidió vender sus subsidiarias en Perú y Sudáfrica, las cuales se dedicaban exclusivamente al negocio de frutas frescas. Sin embargo, mantuvo sus operaciones en Argentina y Uruguay, donde el negocio de frutas frescas ha representado en promedio el 28% y el 66% de las ventas respectivamente en los últimos 3 años.

De cara al futuro, la empresa tiene la expectativa de reducir la participación de las frutas frescas en Argentina, enfocándose en producir únicamente para abastecer una parte de la demanda de procesamiento local y cumplir con acuerdos comerciales ya establecidos. Por otro lado, en Uruguay, la empresa tiene previsto disminuir relativamente su participación en el segmento de frutas frescas, debido al crecimiento anticipado del segmento de ingredientes naturales.

Además, la nueva compañía en Sudáfrica se dedicará exclusivamente al negocio de procesamiento, centrándose en esa área de especialización.

Distribución de ingresos por geografía y segmento de negocio

Los ingresos operativos netos del 1ºT23 (totalizaron ARS 1.781 M) se encuentran distribuidos geográficamente representando un porcentaje de la facturación total de la compañía de la siguiente manera:

- Argentina: ARS 338,4 M (19,0%),
- Uruguay: ARS 1.442,6 M (81,0%).

En términos de distribución por segmentos operativo, en el período la compañía vendió su producción de la siguiente manera:

- Productos industriales: ARS 1.617 M (91,0%),
- Fruta Fresca: ARS 164 M (9,0%).

El segmento de frutas frescas presenta una rentabilidad y generación de flujos volátiles, con una mayor estacionalidad y altas necesidades de capital de trabajo. Sin embargo, la empresa ha encontrado formas de mitigar esta volatilidad a través del segmento de productos elaborados. Este segmento contribuye a estabilizar los ingresos gracias a los contratos a mediano y largo plazo con grandes contrapartes a precios fijos. Además, la empresa se beneficia de la integración vertical al elaborar productos industriales utilizando su propia materia prima.

Entre los productos industriales que se elaboran se encuentran aceites, jugos concentrados, jugos no concentrados, cáscaras deshidratadas, aromas y esencias, entre otros. Esta diversificación de la gama de productos ayuda a reducir la dependencia exclusiva del negocio de frutas frescas y aporta una mayor estabilidad en los ingresos y flujos de efectivo de la empresa.

Inversiones

En el segmento de ingredientes naturales, la compañía tiene planes de expansión en Uruguay para cumplir con un contrato firmado con una contraparte de renombre con la que la empresa ha mantenido una relación de varios años. Se estima que la inversión total necesaria para este proyecto sea de aproximadamente USD 30 M en los próximos 4 años, de los cuales se requerirían USD 13 M en 2023. La empresa ha asegurado financiamiento del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) para llevar a cabo esta iniciativa.

Además, la compañía está avanzando en el desarrollo de una planta en Sudáfrica para la provisión de ingredientes naturales mediante un contrato de largo plazo. Esta expansión demandaría una inversión cercana a los USD 22 M, lo que permitiría aumentar la diversificación geográfica y escalar las operaciones. La empresa también está considerando la posibilidad de asociarse con un socio local para llevar a cabo las inversiones necesarias para adaptar la planta.

Esta inversión se lleva a cabo en el marco del proyecto tendiente a reconfigurar la estrategia del negocio a largo plazo, con un enfoque más profundo en el desarrollo de proyectos industriales basados en ingredientes naturales -desde Sudáfrica, Argentina y Uruguay-. En ese sentido, la Sociedad a través de su subsidiaria Sunshine Natural Ingredients (Pty) Ltd., desarrolla esta nueva planta industrial en Sudáfrica.

De acuerdo con lo proyectado, dicha planta contará con estándares tecnológicos de procesamiento de limón de última generación, con la finalidad estratégica de desarrollar productos industriales para una diversidad de clientes clave en todo el mundo.

Desempeño operativo 1ºT23

Al cierre del 1ºT23 los ingresos ascendieron a ARS 1.781 M, un aumento del 96,9% en comparación con el 1ºT22. Las ventas de ingredientes naturales fueron de ARS 1.617 M, un crecimiento del 118% YoY. En lo que respecta a aceite, el volumen de venta del 1ºT23 aumentó en 192 toneladas respecto al mismo período del 2022; jugo y cáscara, mostraron una disminución del 17% y un aumento del 6% interanual, respectivamente.

Los precios promedio en USD sufrieron una leve caída con relación al mismo período del año anterior, producto de un desbalance entre oferta y demanda vinculado a elevados niveles de stocks.

El resultado bruto se profundizó en terreno negativo al ubicarse en -ARS 33 M en el 1ºT23 luego de haber registrado -ARS 9 M en el 1ºT22. En ese sentido, el margen de utilidad bruta se volvió más negativo al pasar de -0,9% en el primer trimestre de 2022 a -1,9% durante el primer trimestre de este 2023.

Es importante mencionar los incrementos en los precios de las materias primas a nivel global y de la energía, que impactaron directamente en los precios de una gran variedad de productos necesarios para la operatividad, desde el campo hasta la planta industrial. Las condiciones de competitividad, esto es, la relación entre la evolución de la moneda y el índice de precios se ha visto desmejorada en todos los países en donde opera la compañía, en particular en Argentina.

RESULTADOS FINANCIEROS 1ºT23 en M de ARS

	Variación %				
	1T23	4T22	1T22	4T22/3T22	4T22/4T21
Ingresos por Ventas	1.781	4.811	905	-63	97
Resultado bruto	-33	-1.308	-9	-97	267
Resultado operativo	-672	-2.652	-602	-75	12
Ganancia o pérdida neta	-1.010	-1.934	-995	-48	2
EBITDA	-571	-1.994	-424	-71	35
Deuda Bruta	48.326	49.058	38.538	-1	25
Deuda Neta	37.968	31.483	32.657	21	16
Deuda Neta/EBITDA	-66	-16	-77	321	-14

Fuente: San Miguel

En Argentina, se registró en los últimos 12 meses al 31 de marzo de 2023 una inflación del 104%, y una devaluación interanual del peso argentino contra el dólar americano de 81% en el mismo período, esto representa una pérdida de competitividad real de 23% las operaciones de Argentina en los 12 meses.

En Uruguay, observamos una apreciación promedio de 8% del Peso Uruguayo (moneda en la que se denomina gran porción de sus costos) frente al Dólar, mientras que la inflación para el mismo período fue de 7%. Es decir, que en el período de 12 meses se registró una suba de los costos denominados en Pesos Uruguayos de aproximadamente 15%.

El EBITDA fue de -ARS 571 M en el 1ºT23, profundizando la tendencia negativa en comparación con el 1ºT22, cuando se ubicó en -ARS 424 M.

Como resultado, el margen EBITDA fue del -32% en el 1ºT23, en comparación con el -46,9% en el 1ºT22. El margen EBITDA varió de acuerdo con el margen de utilidad bruta. El EBITDA sobre el resultado bruto fue del 6% en el 1ºT23, en comparación con el 2% hace un año.

Los resultados financieros netos medidos en dólares fueron USD 2,6 M a marzo 2023, contra USD 4,7 M a marzo 2022. Esta variación se debe principalmente al impacto positivo de diferencias de cambio de USD 4 M, generadas por el ingreso de divisas al país de parte del producido de las ventas de subsidiarias como parte del proceso de reconversión estratégica.

La pérdida generada en el 1ºT23 se debió principalmente a un incremento significativo en los costos medios de ventas que se incrementaron 82% YoY, sumado a la reestructuración del negocio y al incremento den 137% YoY de otros egresos.

La deuda neta al final del primer trimestre, expresada en dólares, ascendió a USD 171 millones, en comparación con los USD 278 millones registrados al cierre de marzo de 2022. Esta disminución se atribuye a las ventas de subsidiarias mencionadas previamente, las cuales han proporcionado a la compañía niveles significativos de liquidez.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que San Miguel finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de +4% en dólares, impulsada por una mayor producción especialmente en el negocio de productos industriales o ingredientes naturales que representan el 91% de los ingresos de la compañía.

A su vez, estimamos que el margen bruto se ubique en -5,7% desde el -12,2% de 2022. Calculamos un resultado operativo de -USD 34,7 M, mientras su margen operativo se ubicaría en -31,4% en 2023, luego del -40,8% en 2022. Cabe destacar que el mismo ha mejorado ante el majo más eficiente en los costos y gastos.

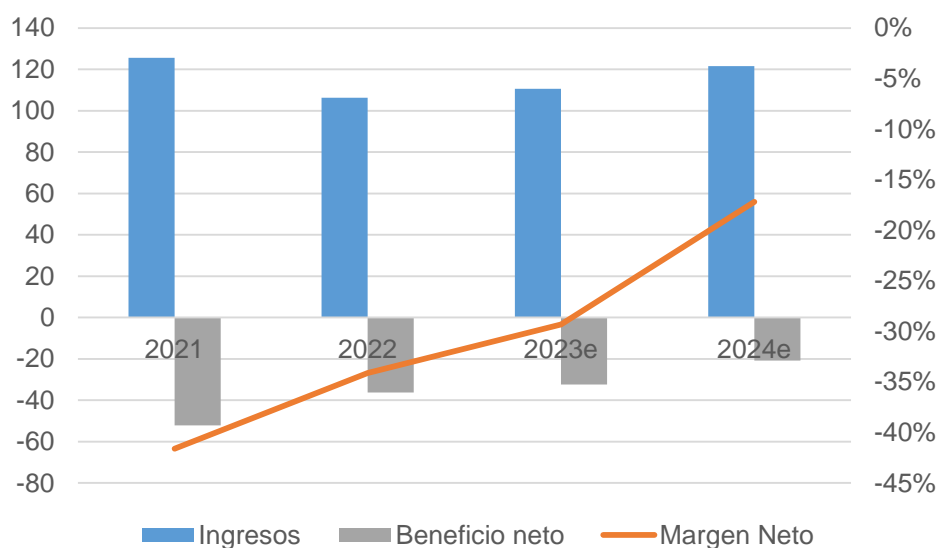
Se espera que el resultado financiero neto se ubique en valores positivos que no impactarían en el resultado antes de impuestos. El margen neto mostraría un avance a -29,3% en 2023 desde el -34,1% registrado en 2022, con lo cual la empresa trata de mejorar la generación y crecimiento de la rentabilidad.

Esperamos que el EBITDA registre una suba respecto a 2022, por lo que también habría un margen EBITDA a -12,0% en 2023 desde el -28,4% anterior.

Por otro lado, su ROE y ROA finalizarían 2023 en -67,9% y -7,6% respectivamente superando los números de 2022 de -30,3% para la rentabilidad sobre el patrimonio y de -6,9% para la rentabilidad sobre el activo.

La deuda financiera neta como proporción del patrimonio se ubicará en torno a 199,2% en 2023, siendo una cifra menor a la observada en 2022 (297,5%) ante la disminución de su deuda e incremento patrimonial.

SAN MIGUEL: evolución del ingreso, beneficio y margen neto



Fuente: elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

También la deuda financiera neta en función del EBITDA registraría un aumento, ubicándose en torno a -12,1x a fines de 2023, frente a lo observado en 2022 (-6,3x).

Se espera una leve disminución del apalancamiento, ya que el capital equivaldría al 15,0% del activo en 2023 y 16,7% en 2024, luego que en 2022 el indicador era de 14,0%.

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares aumentarían +10,0%, al tiempo que la compañía sigue gestionando desarrollar nuevos negocios y plantas de producción como la reciente acordada para establecerse en Sudáfrica.

Por su parte, proyectamos que el margen bruto se ubicaría en 2,0%, mientras que su margen operativo sería de -23,7%, el margen neto en -17,2% y el margen EBITDA en -9,5%. No obstante, no podemos estimar un PE *forward* 2024 ante las expectativas de pérdidas anuales.

Gráfico de precio histórico

El precio de la acción de SAMI cotiza por encima de sus medias móviles de 50 y 200 ruedas, las que a su vez marcaron un *golden cross* a principios de enero de 2023.

SAN MIGUEL (SAMI): últimos 12 meses, precio en ARS. MA de 50 y 200 ruedas.



Fuente: Trading View

El precio de la acción de SAMI a tipo de cambio oficial está lateralizando en los últimos 5 años y ubicándose cerca de niveles de 2013. Ha registrado una caída significativa si vemos el valor de su cotización entre los años 2016 y 2019 donde llegó a tocar niveles de USD 8. El resultado de esta performance es peor si tomamos en cuenta los dólares implícitos.

SAN MIGUEL (SAMI): últimos 12 meses, precio en USD a tipo de cambio oficial. MA de 50 y 200 ruedas.



TradingView

Fuente: Trading View

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	125,5	106,3	110,5	121,6
Costo de ventas	-124,1	-119,2	-116,9	-119,2
Resultado bruto	1,4	-13,0	-6,3	2,4
Gastos operativos	-29,4	-30,4	-28,4	-31,2
Otros ajustes operativos	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado operativo	-28,0	-43,3	-34,7	-28,8
Resultado financiero neto	4,8	-8,6	3,8	10,6
Resultado antes de impuesto	-47,4	-33,9	-30,9	-18,2
Impuesto a las ganancias	-4,9	-2,4	-1,5	-2,7
Ganancia o pérdida neta	-52,2	-36,3	-32,4	-20,9
EBITDA	1,6	-30,1	-13,3	-11,5
Deuda financiera	297,5	289,6	275,1	266,9
Efectivo y equivalentes	35,5	99,4	114,4	128,1
Deuda financiera neta	262,0	190,2	160,8	138,8
Deuda neta/EBITDA	161,8x	-6,3x	-12,1x	-12,1x
Deuda neta/patrimonio	149,2%	297,5%	199,2%	145,5%
Patrimonio neto	175,7	63,9	80,7	95,4
Cantidad de acciones totales	40,7	40,7	40,7	40,7
Activo total	617,9	440,4	538,0	570,1
Relación Patrimonio/Activo	28,4%	14,5%	15,0%	16,7%
Capitalización bursátil	58,4	31,3	54,2	54,2
Valor de la empresa	320,4	221,4	215,0	193,0

Fuente: información pública de la empresa

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved