

2 de noviembre de 2023

Resumen financiero

Precio acción	ARS 10.550
Rendimiento esperado	+108% ARS (+6% USD)
Capitalización Bursátil (M de USD)	475,2
Valuación Compañía (M de USD)	426,7
Precio Máx. (52 sem.)	ARS 12.176
Precio Mín. (52 sem.)	ARS 3.602
Variación (12M en ARS)	+160,8%

Múltiplos de valuación

	2021	2022	2023e	2024e
EV/EBITDA	3,6	1.123,6	-	-
PE	5,4	7,5	7,3	8,8
PBV	1,2	1,6	1,1	1,0
PS	0,2	0,2	0,2	0,2

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	3.873,1	2.882,8	2.450,4	2.327,9
Crec. YoY	-	-25,6%	-15,0%	-5,0%
EBIT	117,4	-17,2	-52,6	-111,6
Crec. YoY	-	-114,7%	205,3%	112,1%
EBITDA	140,2	0,5	-34,9	-93,9
Crec. YoY	-	-99,7%	-	-
Res neto	126,9	75,7	65,5	53,9
Crec. YoY	-	-40,3%	-13,6%	-17,7%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	16,5%	19,6%	20,1%	20,3%
Margen operativo	3,0%	-0,6%	-2,1%	-4,8%
Margen neto	3,3%	2,6%	2,7%	2,3%
Margen EBITDA	3,6%	0,0%	-1,4%	-4,0%
ROE	33,8%	16,8%	16,8%	12,0%
ROA	12,4%	6,2%	6,0%	4,7%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda Neta/EBITDA	-1,2x	-108,7x	1,4x	0,5x
Deuda Neta/PN	-31,9%	-14,0%	-11,5%	-10,4%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	167,6	156,1	140,8	154,8
CF de inversión	-71,9	-95,2	-64,4	-57,2
CF financiero	-56,7	-19,2	-26,2	-34,0
Dif de cambio	-137,0	-123,2	-86,4	-115,5
CF neto	-98,0	-81,5	-36,2	-51,9

RESUMEN EJECUTIVO

Recomendamos **MANTENER** la acción de Mirgor (MIRG) con un precio objetivo de **ARS 21.600** y un **upside** de **+108%** en pesos (**+6%** en dólares) a **12 meses** como **escenario más probable**. A la compañía se le ha dificultado mantener los resultados positivos alcanzados durante los trimestres anteriores como consecuencia de la situación macroeconómica y sus resultados en dólares se han visto impactados por la depreciación del peso.

En cuanto a la actividad industrial en Tierra del Fuego y con relación a la extensión del Régimen Promocional, las diferentes sociedades del Grupo han cumplimentado la instancia de adhesión para seguir potenciando sus actividades industriales y maximizar el desarrollo sostenido que ha venido mostrando en los últimos años. No obstante, el Grupo sigue a la espera de la reglamentación del Decreto N°727/2021 en lo que refiere a la posibilidad de aplicar, el 40% del monto correspondiente al aporte mensual obligatorio, a proyectos de inversión productivos propios.

La acción sube en lo que va del año un 95%, pero dicho rendimiento se encuentra por debajo de la inflación acumulada en el mismo período de 114%, y de la suba del dólar de 98%, ya que el mercado preveía que el próximo gobierno iba a quitar beneficios fiscales a empresas de este tipo por el régimen industrial promocional de Tierra del Fuego.

Todo esto a pesar de la demanda de productos tecnológicos y electrónicos locales, la diversificación sectorial de los clientes a los que sirve, y el desarrollo de las operaciones de retail, le permiten seguir expandiéndose. **Si el cash flow neto es negativo es debido a la persistente inversión productiva.**

Mirgor registró una suba del 20% el lunes luego de las elecciones generales del pasado 22 de octubre, recuperando buena parte de lo perdido en las últimas semanas.

En este sentido, estamos ante una compañía muy vulnerable a las decisiones políticas. En el caso que el oficialismo continúe con la próxima gestión de gobierno, Mirgor es una buena inversión. Pero un cambio de signo político no sería tan positivo para la compañía.

Las ventas del segundo trimestre de 2023 fueron de ARS 152.538 M, registrando una caída del 3,4% con relación a los ingresos del mismo período del año anterior, que fueron de ARS 157.965 M, considerando las mismas en moneda homogénea.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Mirgor finalizaría 2023 con una caída en sus ingresos de -15% en dólares, impactada fuertemente por la depreciación del tipo de cambio local a pesar que la demanda de productos electrónicos le permite a la compañía continuar expandiendo sus actividades.

Se espera que el resultado financiero neto permanezca en valores positivos que impactarían en el resultado antes de impuestos. El margen neto se ubicaría en 2,7% en 2023 desde el 2,6% registrado en 2022.

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares caerían -5,0%, al tiempo que continúe creciendo la demanda de productos tecnológicos e industriales, en el marco de los beneficios impositivos y aduaneros otorgados por el Régimen de Promoción Industrial para las actividades desarrolladas en Tierra del Fuego.

Las ventas de Mirgor cayeron un 3,4% YoY en el 2°T23

Durante el 2°T23, la actividad económica estuvo marcada por la incertidumbre que generó el comportamiento y evolución de las principales variables económicas que, de forma directa o indirecta, terminan afectando a los sectores industriales en los cuales se desarrolla el Grupo Mirgor.

Para las empresas que consolidan balance en Mirgor, sigue siendo un desafío continuo afrontar los incrementos de precios que afectan al mantenimiento de la estructura y negocios del Grupo. Ello es así ya que atienden mercados de bienes de consumo durables muy sensibles al índice de inflación como así también las variaciones del tipo de cambio.

Durante este período, se mantuvieron las dificultades para obtener las licencias necesarias para nacionalizar componentes, insumos y bienes. Estas restricciones afectan las actividades productivas y comerciales del grupo ya que entorpecen el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones con proveedores del exterior, el abastecimiento de las líneas de producción y los distintos canales de comercialización.

Aunque el Grupo Mirgor hace mucho foco en la búsqueda de eficiencias operativas y en aumentar la productividad, por medio de la optimización en el uso de los recursos y de las inversiones, se le dificulta mantener los resultados positivos alcanzados durante los trimestres anteriores.

De ello se desprende que, tanto los ingresos como los beneficios disminuyeron con respecto al año anterior. En concreto, la compañía argentina reportó ingresos por ARS 152.538 M, lo que representa una caída del 3,4% frente a los ARS 157.965 M del año anterior.

El resultado neto total pasó de los ARS 5.554 M del 2°T22 a los -ARS 1.475 M del último período. A su vez, el margen bruto fue del 24,5%, aumentando casi cuatro puntos en relación al margen anterior, pasando a los ARS 37.390 M desde los ARS 32.763 M.

Los gastos administrativos se vieron incrementados en un 60,7%, teniendo una fuerte incidencia en éste el incremento de sueldos y jornales, debido al aumento de la dotación de personal durante el ejercicio y el impacto inflacionario en el rubro completo.

En cuanto a los gastos comerciales, tuvieron un incremento del 16,8% con relación al mismo 2022, mientras que pasaron de tener otros ingresos operativos por ARS 356 M en el 2°T22 a -ARS 5.027 M en el 2°T23.

El margen operativo del período fue del 5,84%, pasando a ARS 8.902,9 M en el 2°T22 desde los ARS 15.162,4 M de ganancia operativa en el mismo período de 2022.

Los resultados financieros netos durante este ejercicio generaron una pérdida de miles de -ARS 1.369 M, los cuales representan un -0,89% sobre ventas, mientras que en el mismo período del ejercicio 2022 generaron una pérdida de -ARS 7.362, siendo un -4,66% sobre ventas.

Durante el período en cuestión, cabe mencionar que se observó un aumento de la producción en la industria automotriz del 16,3% respecto de la producción del año anterior. En cuanto a las ventas nacionales, el segundo trimestre mostró un aumento del 14,4% en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Este incremento en las ventas genera un acumulado de 14,1% en los dos primeros trimestres de este año 2023.

Mirgor registró una caída del 12,1% en cuanto a la producción de equipos de climatización y del 14,5% en la producción de equipos de autorradio, comparado respectivamente con el 2°T22. La producción de sistemas de climatización para autos fue de 29.814 unidades frente a las 33.903 unidades que se produjeron en igual período de 2022 y la producción de equipos de autorradio fue de 32.880 unidades frente a las 38.449 unidades producidas en el segundo trimestre del año 2022.

En cuanto a la facturación, Mirgor registró una disminución del 9,4% en equipos de climatización y de un 3,5% en lo referido a equipos de autorradio en comparación con los volúmenes vendidos en el 2°T22. En el 2°T23, las ventas de sistemas de climatización para autos fueron de 30.299 unidades frente a las 33.432 unidades en igual período de 2022. Asimismo, las ventas de autorradio fueron de 36.415 unidades frente a las 37.720 unidades que se vendieron en el segundo trimestre del año anterior.

Respecto al segmento de telefonía celular, la demanda aparente al 2°T23 aumentó un 4,0% respecto del mismo período de 2022. La producción nacional acumulada tuvo un incremento del 1,7% mientras que la importación una disminución del 51,0% respecto al mismo periodo de 2022. Samsung siguió siendo la principal marca del mercado (con una participación del 52% en unidades) y concentró su volumen en la gama media y baja. Motorola presentó una participación del 37% manteniendo su posición de primer seguidor, focalizándose en gama media.

En cuanto al Grupo Mirgor, durante el 2°T23, la producción disminuyó un 17,0% en comparación al mismo trimestre del año anterior, pasando a 1.415.750 unidades desde las 1.705.733 registradas en el mismo período de 2022.

En lo que a las ventas del grupo se refiere, éstas han disminuido en un 13,2% en el año 2°T23 respecto del mismo período del año anterior. Las mismas alcanzaron las 1.265.405 unidades desde las 1.457.046 registradas en el mismo período de 2022.

La demanda aparente de televisores nacionales para el primer semestre del año mostró un crecimiento del 5,6% respecto del mismo período del 2022. La producción nacional acumulada tuvo una disminución del 8,3% mientras que la importación aumento un 88,1% en comparación con el mismo periodo del 2022.

De parte de Mirgor, la producción de los aparatos de TV durante el 2°T23 disminuyó un 2,0%, pasando a 97.679 unidades desde las 99.696 registradas en el mismo período de 2022.

En cuanto a las ventas, se ha registrado un aumento de un 7,3% en el 2°T23 respecto del mismo período del año anterior. Las mismas alcanzaron las 91.532 unidades desde las 85.298 unidades registradas en el 2°T22.

Respecto a la actividad industrial en Tierra del Fuego y con relación a la extensión del Régimen Promocional, las diferentes sociedades del Grupo han cumplimentado la instancia de adhesión, y al momento se encuentran a la espera de las aprobaciones de rigor de los proyectos presentados por Mirgor, mientras que, los proyectos de latec, Brightstar Fueguina y de Famar Fueguina ya han sido aprobados. Dicha aprobación le da al Grupo la visibilidad de seguir potenciando sus actividades industriales y maximizando el desarrollo sostenido que ha venido mostrando en los últimos años.

Asimismo, el Grupo sigue a la espera de la reglamentación del Decreto N°727/2021 en lo que refiere a la posibilidad de aplicar el 40% del monto correspondiente al aporte mensual obligatorio, a proyectos de inversión productivos propios que se enmarquen en los objetivos y sean aprobados por el Comité Ejecutivo del Fondo para la Ampliación de la Matriz Productiva Fueguina (FAMPF). Bajo este marco, el Grupo ha presentado ante la Comisión correspondiente el proyecto de inversión del Puerto de Rio Grande, que a la fecha se encuentra a la espera de su aprobación para poder aplicar los fondos.

Respecto a la actividad de venta minorista, la compañía ha continuado su actividad logrando desarrollar de forma eficiente todos sus canales de venta online, permitiéndose capturar la demanda de los consumidores que generó un gran aumento de ventas, mejorando aún más la performance de los años anteriores e incorporándose a plataformas de compras virtuales de terceros (tiendas digitales).

Por otro lado, la compañía invertirá más de USD 400 M en los próximos cinco años. Está avanzando la construcción de ONTEC, para la cual anunció una inversión de USD 71 M, y en Tierra del Fuego ampliaron la planta de producción de plaquetas electrónicas y software. Hoy, después de 7 meses de operación luego de la ampliación productiva, la planta modelo está a más del 85% de la capacidad de diseño. Además, durante los próximos años potenciará su presencia regional, tras el desembarco en Uruguay y Paraguay en 2022. El objetivo a futuro es diversificar sus operaciones con nuevos negocios, pero que a la vez potencien los negocios que ya se tienen.

De esta manera busca lograr: I) Integración vertical en el sector automotriz (el acero inoxidable se usa para cubrir las baterías en los autos eléctricos); II) Tratar de generar negocios por fuera del régimen, aprovechando las alianzas estratégicas con Samsung y Toyota para vender alimentos en Corea y Japón; y III) Tratar de ampliar los negocios de retail en Latinoamérica: primero en Uruguay y Paraguay, luego en Chile, Perú y Colombia.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Mirgor finalizaría 2023 con una caída en sus ingresos de -15% en dólares, impactada fuertemente por la depreciación del tipo de cambio local a pesar que la demanda de productos electrónicos le permite a la compañía continuar expandiendo sus actividades.

Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 20,1% frente al 19,6% de 2022. Calculamos una caída del resultado operativo a -USD 52,6 M, mientras que su margen operativo se ubicaría en -2,1%. Proyectamos que el EBITDA refleje una variación significativa respecto al año anterior, con el margen EBITDA ubicándose en -1,4% en 2023.

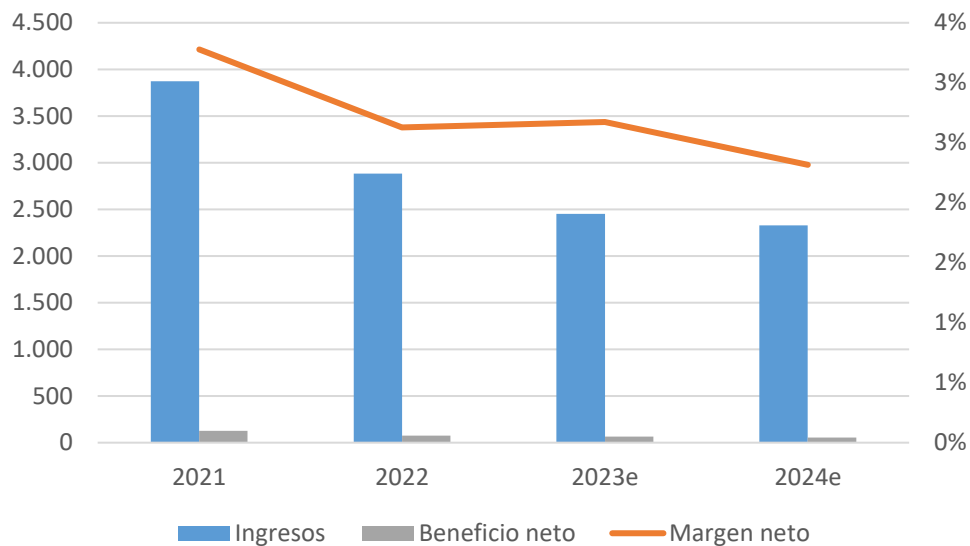
Se espera que el resultado financiero neto permanezca en valores positivos que impactarían en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 2,7% en 2023 desde el 2,6% registrado en 2022.

De esta manera, podemos estimar un Price-to-Earnings (PE) *forward* 12M para este año de 7,3x ante los menores beneficios netos esperados, partiendo de un PE *trailing* 12M de 7,5x en 2022. Su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 16,8% y 6,0% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del capital cerraría en valores negativos, en torno a -11,5% en 2023. Es una cifra inferior a la observada en 2022 (-14,0%) ante las expectativas de una caída de su efectivo.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA se ubicaría en torno a 1,4x a fines de 2023. La misma registraría un disminución en 2024 a 0,5x, lo que daría cuenta de una inexistente dificultad para administrar sus pasivos a futuro. Se espera que el apalancamiento se reduzca, ya que el capital equivaldría al 37,8% del activo en 2023, para luego alcanzar el 40,6% en 2024.

MIRGOR: evolución del ingreso, beneficio y margen neto



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

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares caerían -5,0%, al tiempo que continúe creciendo la demanda de productos tecnológicos e industriales, en el marco de los beneficios impositivos y aduaneros otorgados por el Régimen de Promoción Industrial para las actividades desarrolladas en Tierra del Fuego.

Por su parte, proyectamos una estabilización del margen bruto a 20,3%, mientras que su margen operativo se ubicaría en -4,8%, el margen neto en 2,3% y el margen EBITDA en -4,0%. De esta forma, podemos estimar un PE *forward* 2024 de 8,8x ante las expectativas que continúen disminuyendo las ganancias netas.

Ratios comparables

Tomando como muestra algunas de las empresas industriales y tecnológicas más importantes, Mirgor exhibe buenas cifras operativas y patrimoniales.

Mirgor registra un PE *trailing* 12M muy alto. Sin embargo, el Price-to-Book value (PBV) *trailing* 12M se encuentra entre los niveles más bajos, al igual que el Price-to-Sales *trailing* 12M y EV/EBITDA *trailing* 12M. Esto daría cuenta de una posible subvaluación en la cotización de la empresa argentina, al menos bajo estas métricas.

En lo que refiere al margen neto, Mirgor se encuentra cerca de compañías como la japonesa Fujitsu General y la china Hisense Home Appliances, dando cuenta que mantiene una sólida performance operativa. No obstante, Ingersoll Rand y Lennox International presentan niveles positivos superiores a los de la empresa argentina.

En términos de retornos, el ROE y ROA permanecen fuertemente positivos, y en relación con el resto de la muestra, la empresa argentina presenta las mejores cifras, por lo que está bien posicionada frente a la competencia en términos operativos.

Si analizamos el patrimonio neto como proporción del activo, Mirgor exhibe un valor moderado frente al resto, facilitando la administración de pasivos a largo plazo por el bajo apalancamiento, y elevando las posibilidades de invertir en nuevos proyectos a futuro.

ANÁLISIS COMPARATIVO RATIOS COMPARABLES: empresas industriales tecnológicas

Nombre	Precio	País	Ticker	Cap. Bursátil	P/B	P/E Trail.	EV/EB Trail.	P/S	Marg.Net	ROE	ROA	PN / A
				USD M	Trail.12m	12m	12m	Trail. 12m	(%)	(%)	(%)	(%)
Mirgor	9.645,0	Argentina	MIRG	475,3	1,66	139,19	3,29	0,33	1,98	14,29	4,46	31,24
Daikin Industries	21.630,0	Japón	6367	42.522,2	2,64	23,69	11,49	1,54	6,70	11,79	6,00	50,91
Ingersoll Rand	60,7	EE.UU.	IR	24.494,5	2,60	36,01	17,07	3,79	10,61	7,56	4,74	62,65
Lennox International	370,5	EE.UU.	LII	12.986,2	81,42	24,09	17,04	2,64	10,97	-	-	5,52
Fujitsu General	2.680,0	Japón	6755	1.965,9	2,09	34,52	13,88	0,86	2,81	6,01	3,01	50,04
Hisense Home Appliances	23,8	China	000921	4.285,3	2,37	11,62	8,80	0,38	5,77	22,91	4,69	20,49
Recrusul	1,0	Brasil	RCSL4	29,9	348,41	-	20,47	2,28	-19,06	-	-	0,71

Fuente: Refinitiv

Gráfico de precio histórico

El precio de la acción de Mirgor cotiza en pesos por debajo de los ARS 10.000, y coincide con el valor de la media móvil de corto plazo (50 ruedas), la cual permanece por encima del promedio de 200 ruedas luego de haber marcado un *golden cross* a mediados de agosto de 2022.

MIRGOR (MIRG): últimos 2 años, precio en ARS. MA de 50 y 200 ruedas.



Fuente: Trading View

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	3.873,1	2.882,8	2.450,4	2.327,9
Costo de ventas	-3.235,4	-2.316,4	-1.957,6	-1.854,8
Resultado bruto	637,6	566,4	492,8	473,1
Gastos operativos	-520,3	-583,6	-545,4	-584,7
Resultado operativo	117,4	-17,2	-52,6	-111,6
Resultado financiero neto	19,8	111,5	134,6	191,1
Resultado antes de impuesto	137,2	94,2	82,0	79,5
Impuesto a las ganancias	-10,2	-18,5	-16,5	-25,6
Ganancia o pérdida neta	126,9	75,7	65,5	53,9
EBITDA	140,2	0,5	-34,9	-93,9
Efectivo y equivalentes	176,6	55,2	54,1	55,7
Deuda financiera	1,8	5,4	5,6	5,9
Deuda financiera neta	-174,8	-49,8	-48,5	-49,7
Deuda neta/EBITDA	-1,2x	-108,7x	1,4x	0,5x
Deuda neta/patrimonio	-31,9%	-14,0%	-11,5%	-10,4%
Patrimonio neto	547,5	356,7	422,2	476,1
Cantidad de acciones totales	180,0	175,0	175,0	175,0
Activo total	1.388,3	1.052,4	1.117,8	1.171,7
Relación patrimonio/activo	39,4%	33,9%	37,8%	40,6%
Capitalización bursátil	680,7	564,3	475,2	475,2
Valor de la empresa	505,9	514,6	426,7	425,5

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.