



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración de Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo final de graduación
Valuación de MIRGOR S.A.C.I.F.I.A.

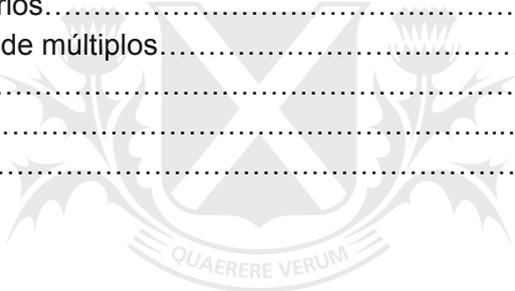
Autor: Martín J. Bellocq
DNI: 33.110.861

Director: Alejandro E. Loizaga

Ciudad Autónoma de Buenos Aires
Septiembre de 2017

Índice

1. Objetivos de la tesis.....	3
2. Metodología de valuación.....	4
3. Descripción de la empresa	4
4. Análisis financiero de la empresa.....	7
5. Análisis de la industria.....	13
6. Contexto macroeconómico.....	16
7. Contexto sectorial: automotriz y electrónica.....	19
8. Valuación a través del descuento de flujos de fondos libres.....	30
9. Análisis de escenarios.....	36
10. Valuación a través de múltiplos.....	40
11. Conclusión.....	42
12. Anexo.....	42
13. Bibliografía.....	56



Universidad de
SanAndrés

1. Objetivos de la tesis

El objetivo de este trabajo es obtener una valuación de la firma Grupo Mirgor a 31 de diciembre de 2016. A través de la utilización de diferentes métodos de valuación obtendremos el valor razonable de la compañía que según la NIIF 13 de IFRS es "el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición (es decir, un precio de salida)."

Gráfico 1.1: Logo de Grupo Mirgor

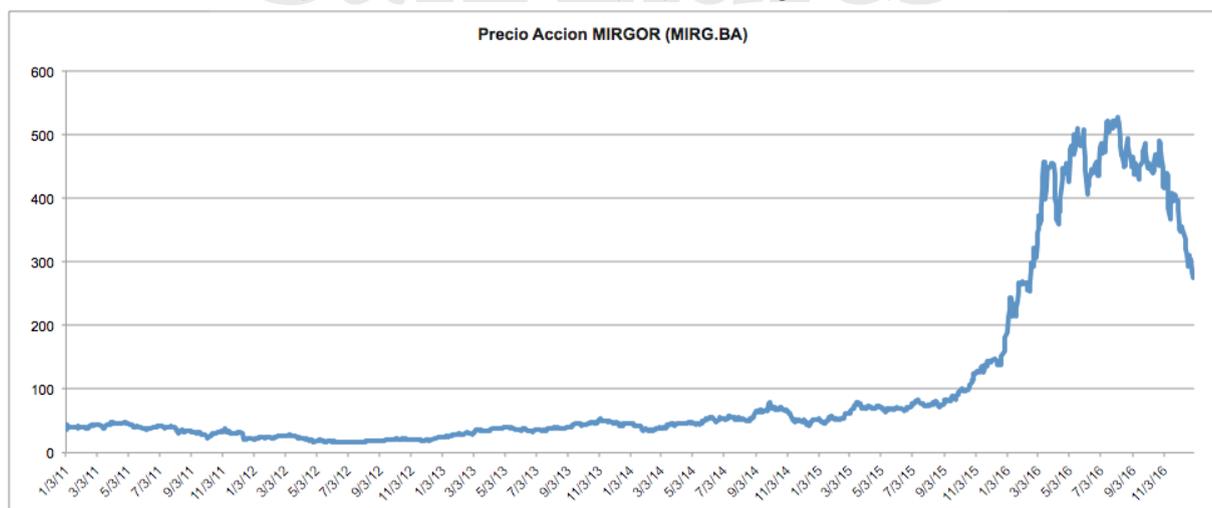


Fuente: Página web Mirgor

El interés surge de realizar una valuación de la compañía argentina que cotice en el mercado financiero local para detectar una posible infravaloración o sobrevaloración de la empresa.

Como podemos ver en el siguiente gráfico, el precio de su acción que cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha pasado de 35 pesos en Enero de 2011 a 282 pesos en Diciembre de 2016. Esto representa un crecimiento del 684% en seis años.

Gráfico 1.2: Evolución precio acción MIRGOR (en pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance

2. Metodología de valuación

En el siguiente trabajo utilizaremos dos metodologías de valuación para calcular el valor razonable de Mirgor. Consideramos conveniente utilizar los siguientes mecanismos:

- a) Método de Flujos de Caja Descontados
- b) Múltiplos Comparables

3. Descripción de la empresa

3.1 Breve historia:

En 1983 se funda Mirgor con la instalación de la planta industrial en Río Grande (Tierra del Fuego, Argentina) para la instalación de sistemas de climatización de vehículos siendo su primer producto el 504 de SEVEL (FIAT-Peugeot). En 1985 se obtienen licencias de los grupos Valeo Termique Habitable y Harrison Radiator Division y se lanza la producción para FIAT y Chevrolet.

En 1990 se instala una planta industrial en Córdoba para proveer grandes conjuntos a Renault directamente en su línea de montaje mediante una producción bajo el modelo Just in Time. Cuatro años más tarde, da un salto cualitativo en su profesionalización al comenzar a cotizar sus acciones en las Bolsas de Buenos Aires, Nueva York y Londres trasladando su sede central a La Tablada, Provincia de Buenos Aires. En 1995 dentro de su estrategia de expansión decide adquirir el 99,9% de las acciones de Interclima, su principal proveedor de intercambiadores de calor.

En 1996 realiza una Joint venture con Valeo quien adquiere una parte de las acciones de Mirgor (que nueve años más tarde revende a sus accionistas originales). En 1997 inicia el abastecimiento a Volkswagen instalando una planta en Pacheco para el armado final de grandes conjuntos bajo la modalidad Just in Time. A lo largo de los años va incrementando su cartera de clientes entre los cuales podemos destacar Mercedes Benz, Chrysler, Fiat Brasil, Citroën de Uruguay y General Motors.

En 2004 Interclima lanza la producción de equipos de aire acondicionado domiciliario tipo split en cooperación con Carrier en Río Grande, Tierra del Fuego y cuatro años más tarde lo hace para LG y Whirlpool.

En 2009 Mirgor adquiere IATEC (Industria Austral de Tecnología) y un año más tarde lanza la producción de microondas para LG y Whirlpool. Ese mismo año, IATEC lanza la producción de móviles por medio de un acuerdo exclusivo con Nokia. En 2011 fabrica el primer LCD para LG y comienza la producción de DVD y Blue Ray.

En 2012 IATEC alcanza la producción de 5 millones de equipos de telefonía móvil y comienza la producción de sistemas de Audio y Home theatre. En 2013 inicia la producción de notebooks y dos años más tarde comienza la producción de TVs para Samsung.

Vemos como a lo largo de los años, Mirgor diversifica su negocio que había comenzado con la fabricación de equipos de climatización para automóviles y actualmente también realiza fabricación de dispositivos móviles de alta tecnología así como televisores y diversos equipos de electrónica para el hogar.

3.2 Misión, visión y valores

La misión de Mirgor es "Ser un grupo industrial, que brinda procesos integrados de manufactura y logística, con altos niveles de eficiencia y calidad".

Su visión es llegar a ser una compañía líder en el mercado de autopartes, electrónica de consumo y telefonía móvil; referentes en el sector; y, además, aspiran a convertirse en una empresa reconocida por la calidad de sus recursos humanos, atractiva para el mercado laboral y admirada por su gente.

Los valores de la empresa detallados en su página web son los siguientes:

- **Transparencia:** Buscan la integridad en su gestión cotidiana.
- **Ética y seriedad:** Asumen una forma de hacer negocios basada en la rectitud y el profesionalismo.
- **Eficiencia:** Orientan su trabajo a la obtención de resultados a través del profesionalismo de su gente. Buscan satisfacción y solvencia en lo que hacen.
- **Calidad:** Crean en la "mejora continua" como pilar para la excelencia de sus productos. Trabajan y se capacitan tomando como base su sistema de gestión de la calidad.
- **Respeto:** Priorizan a nuestra gente y comparten el compromiso por el cumplimiento de las leyes y procedimientos vigentes.

3.3 Estrategia

La estrategia del Grupo Mirgor es ser líderes en cada uno de los negocios en los que participan, tanto en "Market Share" como en la satisfacción de sus clientes.

A lo largo de los años, en Mirgor han desarrollado una excelente capacidad logística, de construcción de alianzas estratégicas con empresas multinacionales de distintos países y, sobre todo, una cultura de producción basada en los exigentes requerimientos de la industria automotriz. Estos mismos estándares son utilizados en todas sus plantas, lo que les da una competencia distintiva en el mercado de la electrónica.

3.4 Unidades de negocio

Mirgor cuenta con dos unidades de negocio bien diferenciadas:

a) Automotriz:

La Unidad de Negocio Automotriz del Grupo está integrada por las producciones de sus tres empresas:

- MIRGOR: Sistemas de climatización automotriz y Cajas de Dirección
- INTERCLIMA: Enllantados
- IATEC: Sistemas de Información y entretenimiento

b) Electrónica de Consumo:

Está compuesta por dos subunidades: Electrónica de Consumo y Telefonía Móvil.

La Sub-Unidad de Negocio de Electrónica de Consumo del Grupo se abastece de dos de sus empresas:

- INTERCLIMA: Aire acondicionado domiciliario y Aire acondicionado piso-techo
- IATEC: Aire acondicionado domiciliario, Microondas, DVD / BLUE RAY, TV, Audio, Home Theater System y Notebooks.

Además, IATEC tiene licencias para la producción de monitores de computadora, reproductoras, grabadores de vídeo y teléfonos inalámbricos.

La Sub-Unidad de Negocio Telefonía Móvil tiene su producción en la empresa más joven del Grupo: IATEC. Desde Junio 2014 se incorpora la fabricación de los móviles Samsung.

3.5 Empresas del grupo:

a) IATEC:

IATEC es el último proyecto del Grupo para utilizar adecuadamente las modificaciones del Régimen de Tierra del Fuego, y el fuerte impulso que el Gobierno Argentino ha dado a la industria electrónica.

En muy poco tiempo los ingenieros y técnicos de la empresa han adquirido los conocimientos necesarios para soportar la decisión estratégica de diversificación hacia los mercados de consumo de bienes durables que han experimentado un gran crecimiento desde el 2002. Se espera que estas nuevas competencias permitan sinergizar los negocios del resto de las actividades.

A modo de ejemplo el automóvil está en una fase de incorporación cada vez mayor de la electrónica. Estos conocimientos de IATEC podrían servir de base para una nueva expansión de los mercados a atacar.

b) INTERCLIMA:

INTERCLIMA es el ejemplo de adecuación a un entorno cambiante. En sus comienzos, fueron proveedores de intercambiadores de calor para MIRGOR. Toda su tecnología fue fruto de la propia investigación y desarrollo de los ingenieros del Grupo.

Cuando la evolución tecnológica los obligó a reconvertirse, aprovecharon la flexibilidad otorgada por las adecuaciones del Régimen de Tierra del Fuego. Los acuerdos estratégicos con marcas prestigiosas internacionales, los convirtieron, en poco tiempo en líderes en la producción de aire acondicionado residenciales.

También, dan apoyo a General Motors con el armado de ruedas como resultado de las capacidades de la gestión de un delicado proceso de armado.



3.6 Detalle de Accionistas

La composición del capital social es la siguiente:
 180.000.000 de acciones ordinarias, de valor nominal \$ 0,10 cada una.
 Clases A y B con derecho a tres votos por acción = 3.120.000 acciones
 Clase C con derecho a un voto por acción = 14.880.000 acciones
 TOTAL = 18.000.000 acciones

El 52% del capital social está en manos de la sociedad IL TEVERE S.A. cuyo domicilio legal está en Beauvoir 17, piso 1, Río Grande, Provincia de Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur cuya actividad principal es la inversión en acciones de otras sociedades. IL TEVERE S.A. tiene una participación en los votos del 64,3564%.

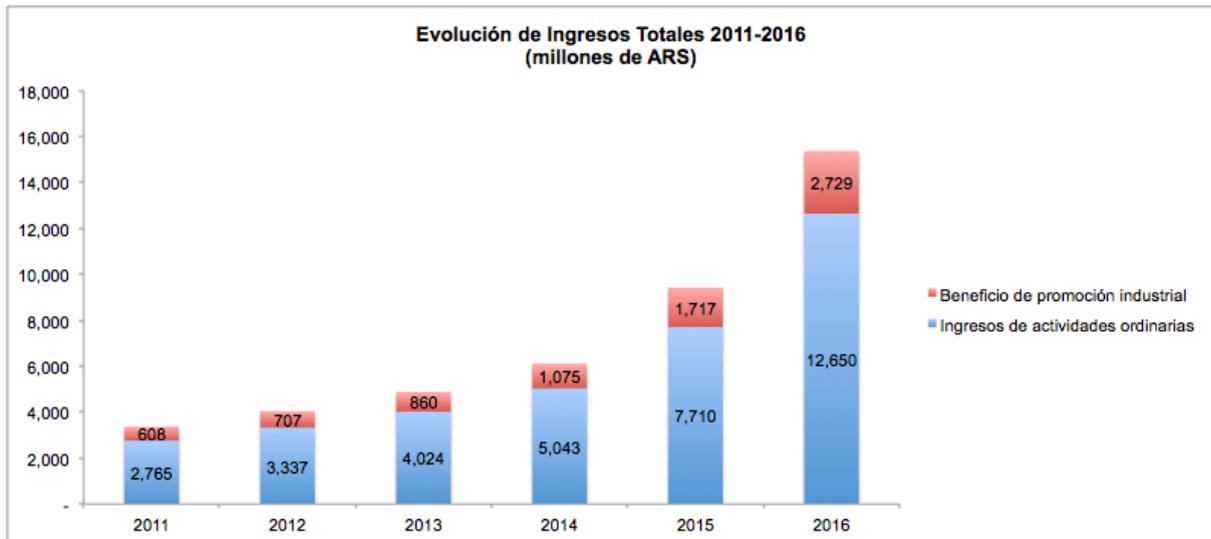
Los accionistas de IL TEVERE S.A. son: Roberto Gustavo Vázquez (11.899%), Sucesión de Caputo, José Luis (23.798%), Jorge Antonio Nicolás Caputo (23.798%), Nicolás Martín Caputo (23.798%), Mónica María Caputo (11,899%) y Hugo Diego García Villanueva (4,808%). El resto del capital social cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

4. Análisis financiero de Mirgor

4.1 Estado de resultados

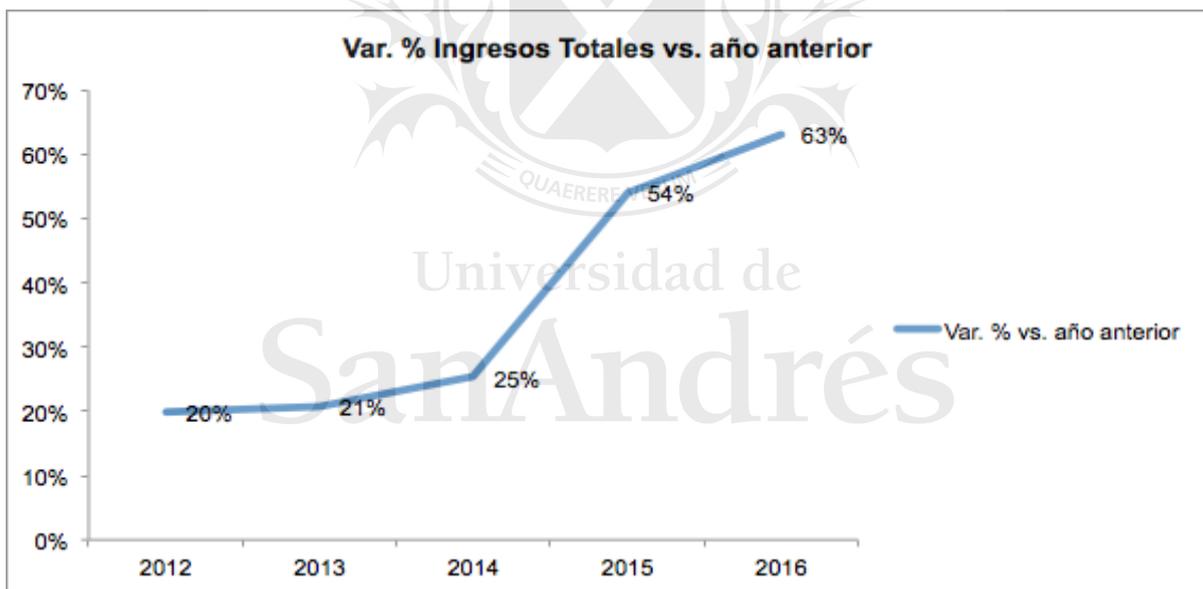
Durante los últimos años Mirgor ha ido incrementando su base de ingresos ordinarios. Durante 2015 y 2016 lo ha hecho a tasas especialmente elevadas por encima de la inflación, creciendo un 54% y 63% respectivamente.

Gráfico 4.1: Evolución de Ingresos Totales (en millones de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

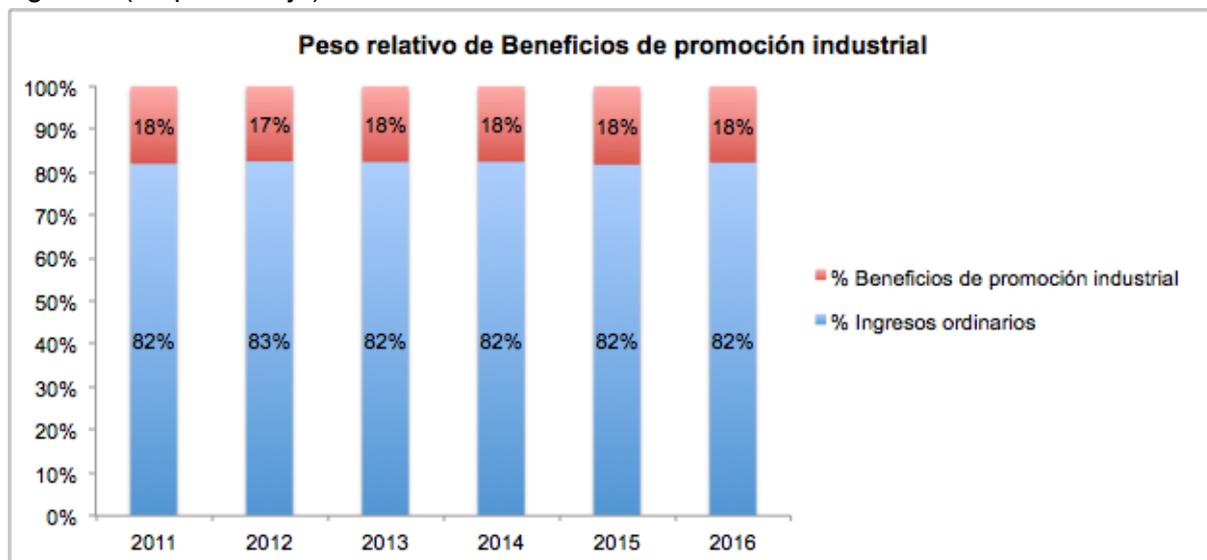
Gráfico 4.2: Variación interanual de ingresos totales (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

El hecho de contar con fabricación en Tierra del Fuego otorga a Mirgor beneficios gubernamentales. En los últimos años, en promedio, un 18% de sus ingresos provienen de los beneficios de promoción industrial. El régimen promocional tiene más de 30 años iniciándose en 1972 con la ley 19640. Este régimen es altamente beneficioso ya que además de suponer la exención de numerosos impuestos, representa casi uno de cada cinco pesos que ingresa la compañía.

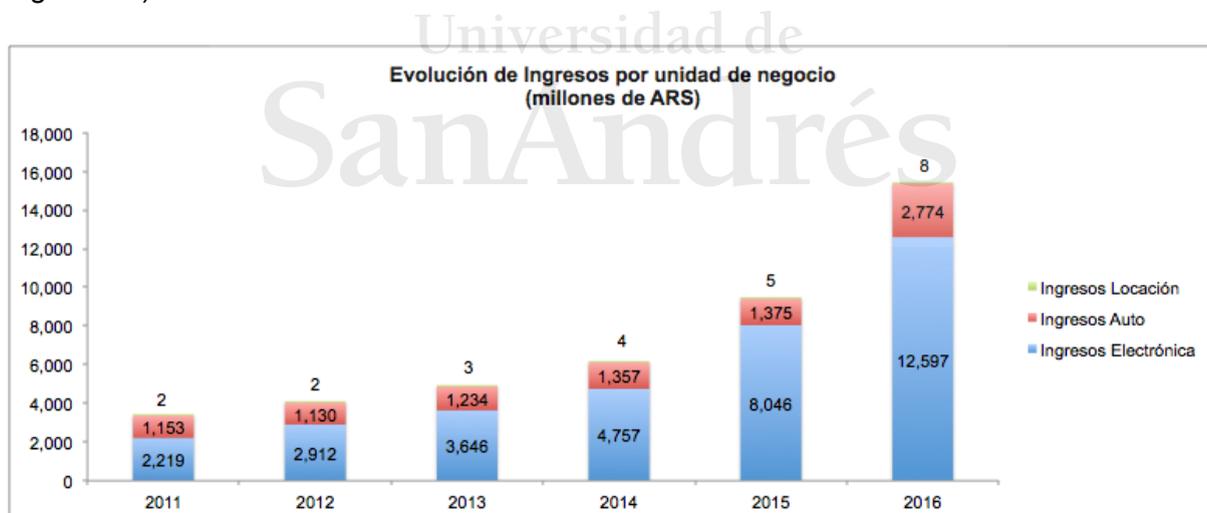
Gráfico 4.3: Peso relativo de Beneficios de promoción industrial respecto del total de ingresos (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

Con respecto al origen de sus ingresos, comentamos la existencia de tres unidades de negocio bien diferenciadas: auto, electrónica y celulares. En sus reportes financieros, por el momento realizan el desglose de ingresos entre Auto, Electrónica (incluye celulares) y unos ingresos por alquileres. En 2016, el 82% de los ingresos provienen de electrónica, el 18% de auto mientras que los ingresos de alquileres fueron menos del 1%.

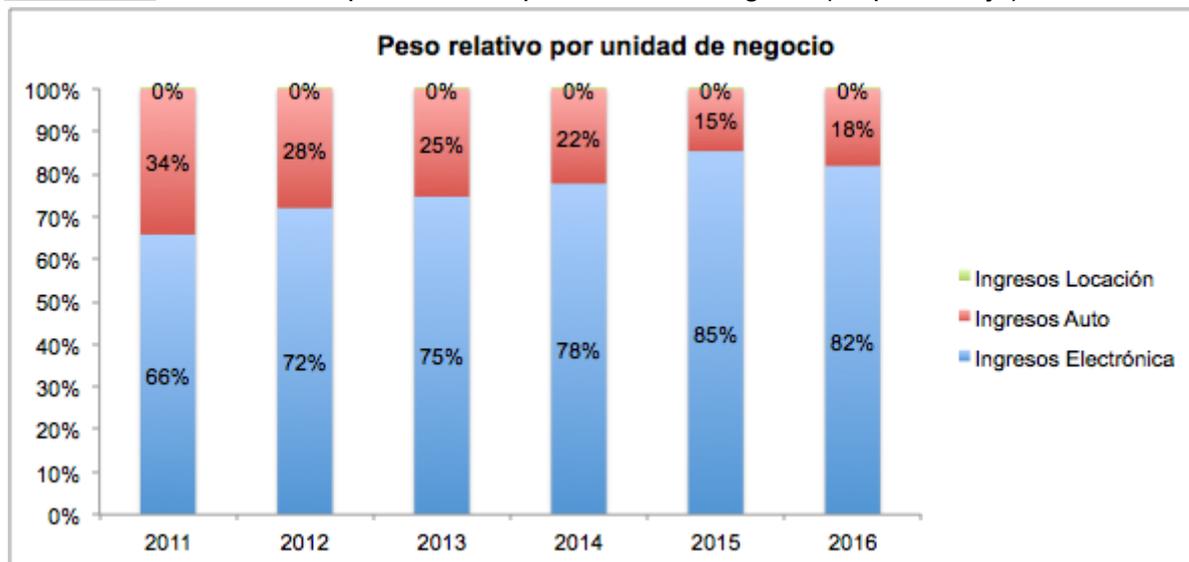
Gráfico 4.4: Evolución ingresos por unidad de negocio 2011-2016 (en millones de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

Sin embargo, esta relación no fue siempre así. Durante los últimos años, el peso relativo de la unidad de electrónica se incrementó fuertemente pasando del 66% en 2011 al 82% en 2016. Los ingreso absolutos de la unidad de negocio de Auto se incrementaron pero los de electrónica lo hicieron en mayor medida debido principalmente al inicio de la fabricación de celulares.

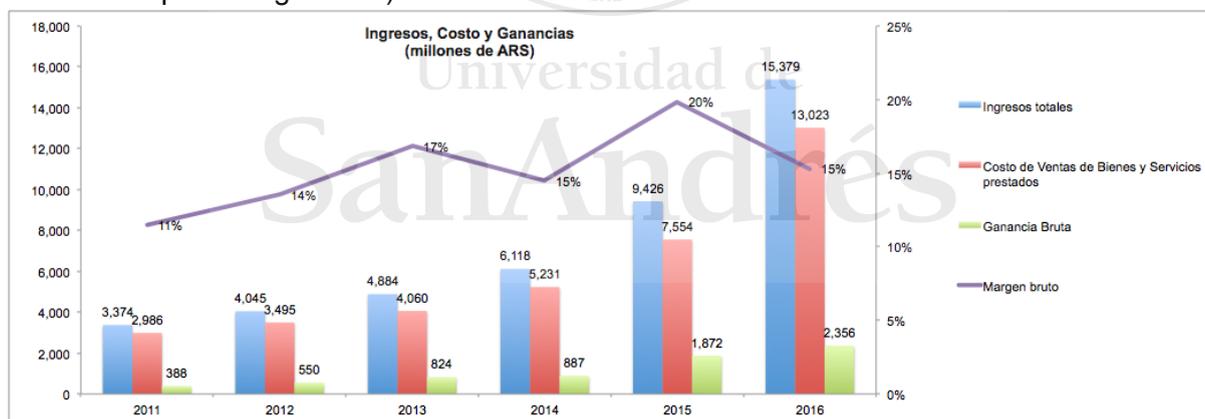
Gráfico 4.5: Evolución del peso relativo por unidad de negocio (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

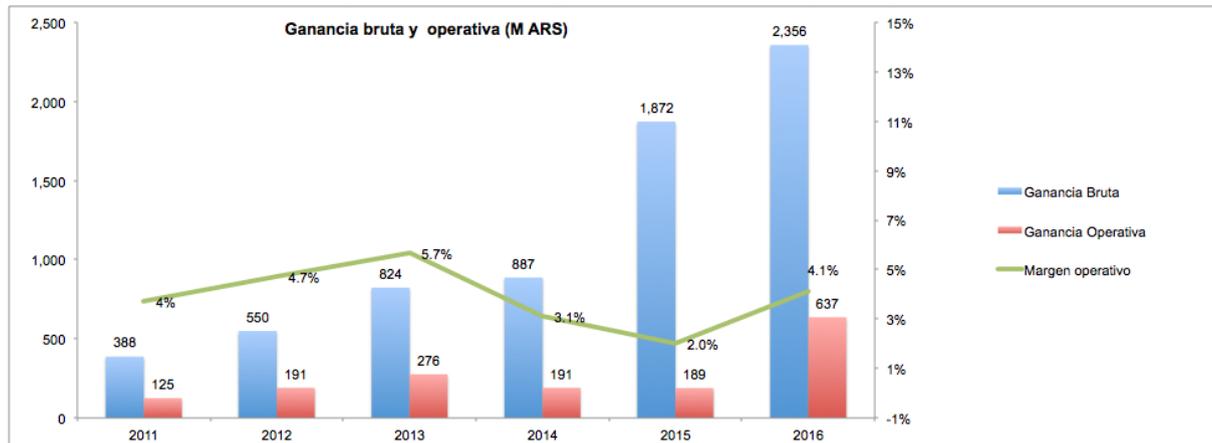
Este crecimiento en ingresos se ve reflejado también en la ganancia bruta de la compañía pasando de 388 millones de pesos en 2011 a 2.356 millones de pesos en 2016. El margen bruto también ha experimentado un mejora sustancial. Si bien presenta cierta volatilidad, su tendencia es creciente pasando de 11% en 2011 a 15% en 2016 con un pico de 20% en 2015.

Gráfico 4.6: Evolución de Ingresos, costo de ventas, ganancia bruta y margen bruto (en millones de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

En lo que respecta a ganancia operativa, su evolución es algo más estable y con un crecimiento elevado en 2016 representando 637 millones de pesos argentinos un margen operativo del 4,1%.

Gráfico 4.7: Evolución de ganancia bruta, ganancia operativa y margen operativo

Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

4.2 Balance de Mirgor

En lo que respecta al Balance, el Activo está compuesto principalmente por Activo Corriente representando un 90% en 2011 y 81% en 2016 del total del Activo. El Activo Corriente se corresponde en mayor medida con Deudores comerciales e Inventarios. La variación en la composición se debe al crecimiento en el rubro "Inversión en asociadas". Este epígrafe del Balance se trata de la participación en las sociedades CIAPEX S.A. y SAPI S.A., y en el Fideicomiso de Garantía CIAPEX S.A.

La sociedad CIAPEX S.A. ha sido constituida en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires en 2012 a través de la firma de un acuerdo junto a otras sociedades radicadas en Tierra del Fuego fabricantes de productos electrónicos y electrodomésticos, mediante el cual se comprometieron a constituir el Fideicomiso de Garantía CIAPEX S.A. Los aportes tienen como finalidad fomentar y solventar proyectos productivos destinados a la exportación y/o la sustitución de importaciones.

En 2013, en el marco del acuerdo de inversión antes mencionado, se constituyó la Sociedad Administradora de Proyectos de Inversión S.A. (SAPI S.A.) la cual tiene por objeto dedicarse por cuenta propia y/o de terceros y/o asociada con terceros a las siguientes actividades: originar, administrar, proponer y gestionar proyectos de inversión, pudiendo a tal fin brindar asesoramiento sobre operaciones de inversión, efectuar el planeamiento, ejecución y el control del desarrollo de proyectos de inversión.

Adicionalmente, la sociedad CIAPEX S.A., a través de su sociedad controlada CIMINAS S.A., ha efectuado aportes a la sociedad Minera Don Nicolás S.A., cuya actividad principal es la explotación de yacimientos mineros. El Grupo Mirgor ha estado participando muy activamente en el proyecto de Minera Don Nicolás, esperando iniciar la producción durante el primer semestre del año 2017.

Desde 2011, la compañía ha crecido su Activo No Corriente un 892%, su Activo Corriente un 382% y el total de su Activo un 434% pasando de 1.366 millones de pesos a 7.300 millones de pesos.

Balance - MIRGOR (Millones ARS)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activo						
Activo No Corriente						
Propiedades, planta y equipo	104	125	172	263	371	492
Propiedades de inversión	8	8	7	7	7	7
Activos intangibles	1	1	1	10	41	39
Inversión en asociadas	-	0	85	228	411	840
Otros créditos no financieros	22	60	61	51	135	0.7
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	3	3	-	-	-	-
Activo por impuesto diferido	1	-	-	-	-	-
TOTAL Activo No Corriente	139	197	326	560	964	1,379
Activos Corrientes						
Otros créditos no financieros	50	23	33	39	129	84
Inventarios	504	433	684	540	2,316	2,582
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	596	777	1,242	1,650	2,631	3,059
Otros activos financieros	-	-	-	-	1,146	-
Efectivo y colocaciones a plazo	77	60	39	343	1,100	195
TOTAL Activo Corriente	1,227	1,293	1,997	2,573	7,323	5,920
Total de Activos	1,366	1,490	2,323	3,132	8,287	7,300

Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

En lo que respecta al pasivo, prácticamente no cuenta con Pasivo No Corriente y la mayoría de sus pasivos se concentran en las cuentas comerciales por pagar y, en menor medida, deudas y préstamos con interés.

Patrimonialmente, cuenta en 2016 con 1.223 millones en Reservas de resultados y 427 millones de pesos en resultados no asignados.

Balance - MIRGOR (Millones ARS)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Patrimonio y pasivos						
Patrimonio						
Capital emitido	6	6	6	6	6	18
Ajuste de capital	0	0	0	0	0	0
Primas de emisión	5	5	5	5	5	5
Reservas de resultados	215	297	405	634	753	1,223
Resultados no asignados	69	138	229	137	522	427
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	296	446	645	782	1,286	1,674
Participaciones no controladoras	0	0	0	0	0.56	0.81
Patrimonio total	296	446	645	782	1,287	1,675
Pasivos No Corrientes						
Deudas y préstamos que devengan interés	116	83	21	111	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0	0	1	0	0	0
Pasivo por impuesto diferido	1	1	1	1	1	1
TOTAL Pasivo No Corriente	117	84	112	22	0.9	0.8
Pasivos Corrientes						
Deudas y préstamos con interés	125	113	200	336	360	925
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	829	847	1,365	1,992	6,639	4,699
Otros pasivos financieros	-	-	-	-	-	1
TOTAL Pasivo Corriente	954	960	1,565	2,328	6,999	5,624
Total de pasivos	1,071	1,043	1,678	2,350	7,000	5,625
Total de patrimonio y pasivos	1,366	1,490	2,323	3,132	8,287	7,300

Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. Mirgor

5. Análisis de la industria y competencia

5.1 El rol de AFARTE

MIRGOR es miembro de la Asociación de Fábricas Argentinas Terminales de Electrónica (AFARTE) que, según consta en su página web, fue creada hace 60 años y nuclea a las principales empresas fabricantes de bienes electrónicos de consumo, equipos de A/C, televisores, microondas, equipos de informática, celulares y electrónica para el automóvil.

Tierra del Fuego se ha convertido en un polo tecnológico donde predominan diversas industrias. Este Polo Tecnológico es consecuencia de la creación del régimen de promoción económica, creado en 1972 con fines geopolíticos y del cual se desprende el subrégimen de promoción industrial. A principios de los setenta, la escasa población de la región austral argentina era una debilidad geopolítica importante, por lo cual se impulsó la idea de fomentar una migración interna de personas y empresas hacia la zona en cuestión.

Con el objetivo de promover el desarrollo socioeconómico en Tierra del Fuego y para motivar a la industria manufacturera nacional para que se instalara en la zona, se crearon condiciones económicas e impositivas especiales. La política dió sus frutos y actualmente existen en toda la provincia 58 empresas de las cuales 34 fabrican bienes electrónicos de consumo.

AFARTE está conformada por empresas nacionales, extranjeras o mixtas que poseen sus plantas productivas en Tierra del Fuego y que, en conjunto, generan 10.000 puestos de trabajo de manera directa.

Sus socios son las siguientes empresas:

- BGH
- Newsan
- Radio Victoria Fueguina
- Solnik
- Midea-Carrier
- Brightstar
- FAPESA (Philips)
- MIRGOR

Gráfico 5.1.1: Empresas asociadas a AFARTE

EMPRESAS		
		
		
		

Fuente: Página web AFARTE

AFARTE destaca como sus principales características a las siguientes:

- Empresas de trayectoria nacional e internacional.
- Emplea 10.000 personas de forma directa.
- Reinversión en desarrollos industriales y tecnológicos.
- Plantas industriales de vanguardia en Río Grande y Ushuaia.
- Fabrica en promedio 20 millones de productos al año.
- En 2016 alcanzó una facturación de U\$S 3.500 millones.
- U\$S 500 millones invertidos en los últimos cinco años.

5.2 Principales fabricantes en Tierra del Fuego

De esta forma se puede determinar que los principales competidores de MIRGOR son otras empresas fabricantes de productos electrónicos para el consumo o el automóvil que están instalados en la provincia de Tierra del Fuego. Ellos son:

a) BGH:

Boris Garfunkel e Hijos (BGH) es una empresa de tecnología fundada en 1913 y que cuenta con tres centros principales. Una planta en Tucumán donde recicla teléfonos celulares y decodificadores con una capacidad de producción de más de 50.000 equipos celulares por mes. Por otro lado, BGH fabrica en Río Grande, Tierra del Fuego, desde el año 1978. En 2009 inauguró una planta de 42.000 m² con una inversión total de más de U\$S 80 millones en concepto de edificación y adquisición de equipamiento. Por último, BGH posee un Centro de Distribución de 25.000 m² en Spegazzini, Ezeiza, desde el cual se realiza la logística y despacho a todos los clientes de la compañía.

BGH fabrica televisores, aire acondicionado, celulares, equipos de informática, cocinas y aspiradoras. Ha tenido alianzas con empresas de primer nivel internacional como Samsung, Microsoft, Huawei, Sony, Alcatel, entre otros.

b) Newsan:

Newsan cuenta con cinco unidades de negocio: Electrónica de consumo y artículos para el hogar, Alianzas estratégicas, Pequeños electrodomésticos, Línea blanca y la Unidad de Negocios de Exportación Newsan Food.

- Electrónica de consumo: Grupo Newsan fabrica, comercializa y distribuye productos con marcas propias como Noblex, ATMA, SIAM, Philco, Sanyo y Sansei. Los productos que se destacan en esta unidad de negocio son: aires acondicionados, microondas, decodificadores, televisores, tablets, notebooks, netbooks, computadoras, equipos de audio, auriculares y videocámaras, entre otros.
- Alianzas estratégicas: Newsan es el socio industrial local de empresas tecnológicas internacionales, como Sony, Motorola, LG, Alcatel, Huawei, Panasonic, Pioneer, Compaq, Duracell, Fagor, Braun, JVC y Revlon, entre otras.
- Pequeños electrodomésticos: Fabricación de pequeños electrodomésticos marca ATMA. Cuentan con seis líneas de producción que incluyen planchas secas y a vapor, pavas eléctricas, licuadoras de mano y de vaso, aspiradoras, multiprocesadoras, ventiladores y calefactores. Se complementa

además con artículos de cuidado personal como depiladoras, afeitadoras, secadores de pelo, planchitas, cortabarbas, entre otros.

- Línea blanca: Fabricación local de más de 25 modelos de heladeras. Asimismo, el portfolio de productos de línea blanca se completa con lavarropas, secarropas, cocinas eléctricas y termotanques, entre otros.
- Exportación: Exportación de productos derivados de la industria pesquera y en otros productos alimenticios tales como miel, mosto, ciruelas y pasas de uva, aceite de oliva y productos especiales como arroz, maní, girasol confitero. Desde 2014, se convirtieron en el principal exportador de pesca de la Argentina.

Un factor importante es que en 2016 discontinuó la fabricación de celulares ya que esa unidad de negocio contaba con un margen de contribución bajo para la compañía.

c) Radio Victoria Fueguina

Radio Victoria es una compañía argentina dedicada a la producción, comercialización y distribución de productos de electrónica y electrodomésticos. Las marcas fabricadas por Radio Victoria, son reconocidas en el mercado local: Hitachi, Hitplus, Kelvinator, RCA y TCL. La empresa cuenta con más de 30.000m² de plantas productivas en Tierra del Fuego. En sus plantas de Río Grande, Provincia de Tierra del Fuego, trabajan más de 500 personas en forma directa.

En la actualidad desde su plataforma industrial de Tierra del Fuego está en condiciones de producir:

- Productos electrónicos de consumo
- Monitores
- Celulares
- Microondas
- Acondicionadores de aire
- Partes plásticas inyectadas
- Partes de poliestireno expandido

Al igual que el Grupo Newsan y con el objetivo de compensar la balanza comercial deficitaria por importación de productos, Radio Victoria Fueguina S.A. ha creado la División Alimentos, orientada a la exportación de productos alimentarios, como parte de su política de expansión y diversificación de negocios. Las líneas de productos que comercializa actualmente la empresa son: leche en polvo, leches infantiles /maternizadas, pollos, cebada cervecera, aceites con valor agregado y vinos.

d) Solnik

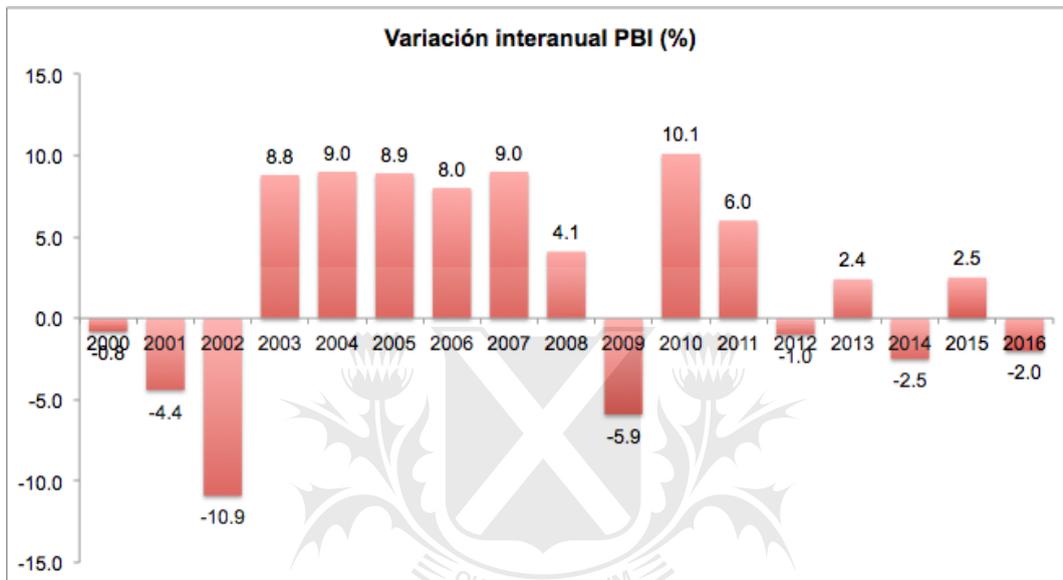
Hacia fines del año 2010 la empresa se instala en una fábrica ya existente con 6.000 m², dentro de una parcela de 30.000 m², del parque industrial de Río Grande, Tierra del Fuego, y así comenzar sus principales actividades productivas. En julio de 2012 SOLNIK S.A. ya contaba con la fábrica refuncionalizada en Río Grande, equipada con máquinas, dispositivos y equipos de producción de alta tecnología necesarios para asegurar los altos estándares de seguridad eléctrica y eficiencia energética establecidos por el mercado.

Solnik se concentra en la fabricación para terceros de equipos de aire acondicionado y TV Led.

6. Contexto macroeconómico en Argentina

En 2001, Argentina sufrió una de las mayores crisis de su historia experimentando una caída del PBI de casi once puntos porcentuales y tasas de desempleo del 20% en 2002. Luego de varios años de fuerte expansión post crisis de 2001, el país experimentó una caída fuerte de crecimiento durante la crisis de las sub-prime que luego recuperó en los años posteriores.

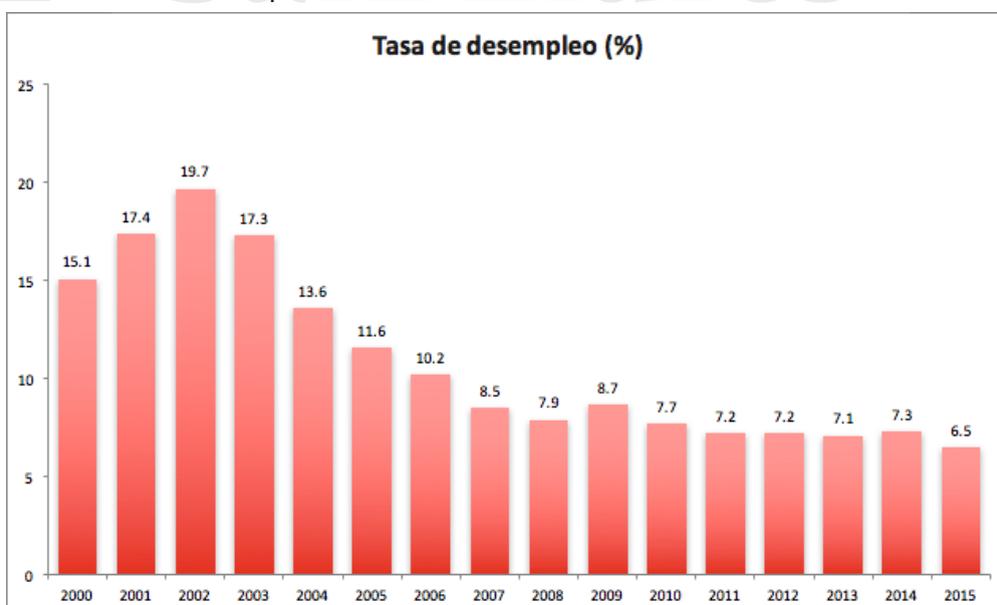
Gráfico 6.1: Variación interanual PBI (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPALSTAT

Como podemos apreciar, desde 2012 se encuentra en una fase de estancamiento que impide disminuir drásticamente los índices de pobreza y generar empleo.

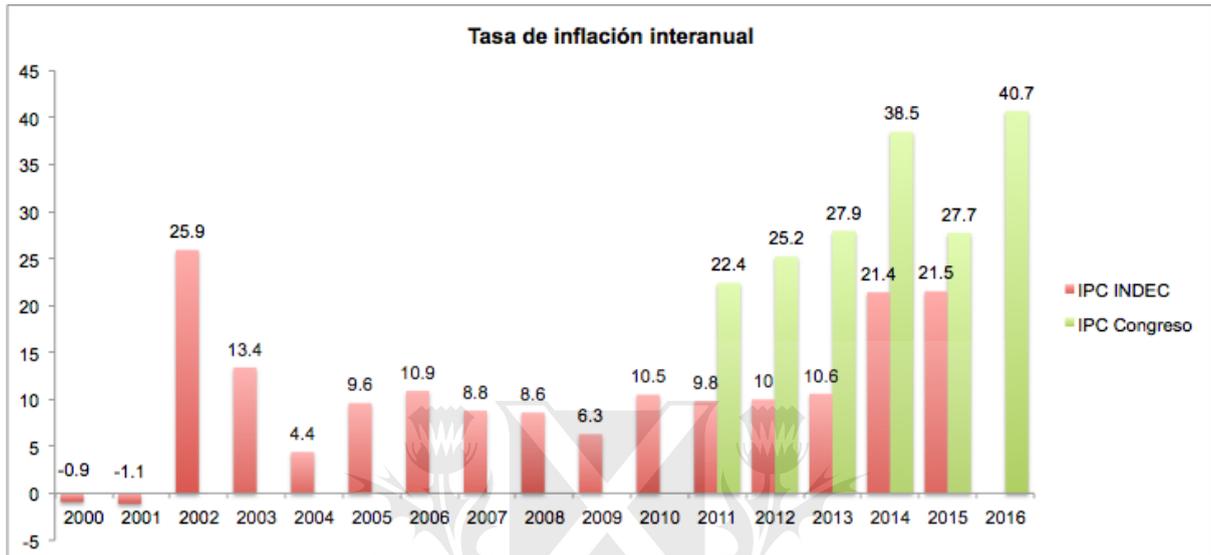
Gráfico 6.2: Tasa de desempleo:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPALSTAT

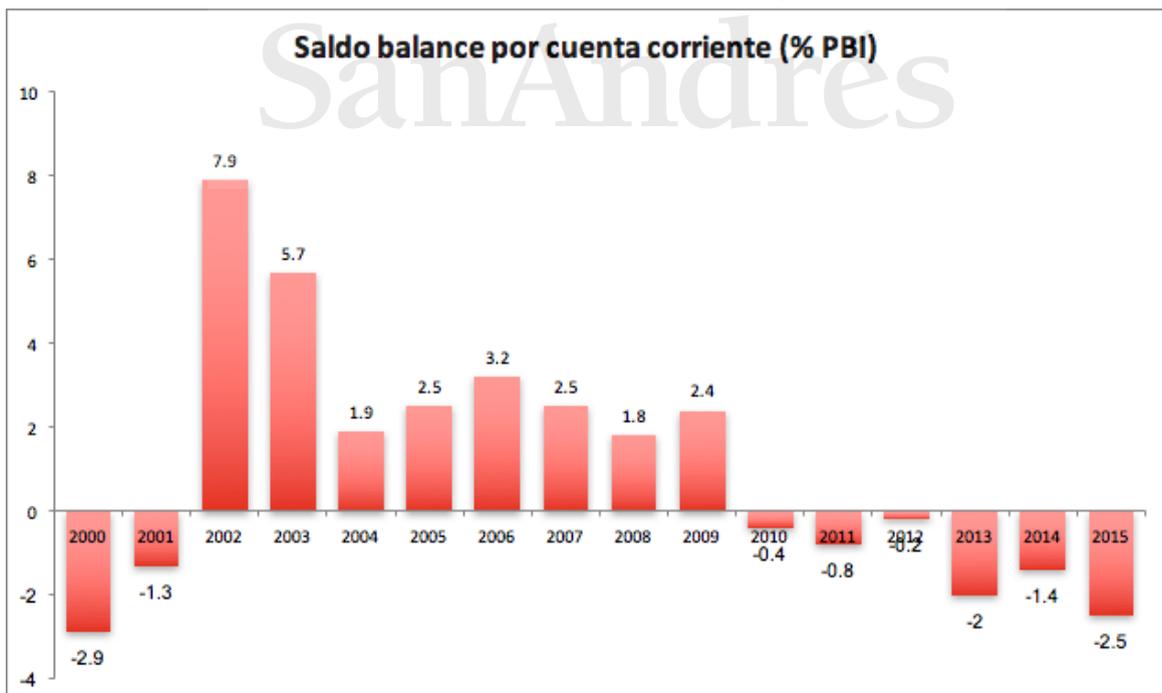
Durante los últimos años, Argentina ha sufrido altas tasas de inflación. Debido a la falta de credibilidad sobre los datos proporcionados por el INDEC a partir de 2011 se incorporan también los datos de incrementos en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del Congreso.

Gráfico 6.3: Tasa de inflación (IPC INDEC e IPC Congreso)



Dos variables clave para comprender la situación macroeconómica del país son la balanza comercial y el resultado primario que podemos apreciar en los siguientes gráficos:

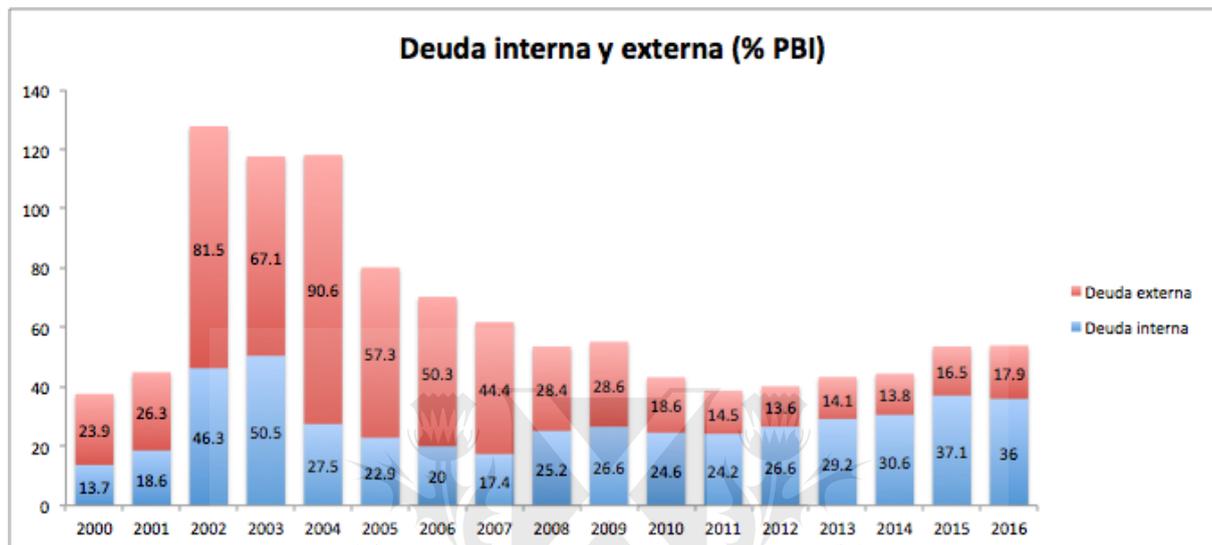
Gráfico 6.4: Saldo de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPALSTAT.

Desde 2009 se observa una caída en estos dos indicadores. En 2015, es la primera vez en diez años que el país tuvo un saldo en la balanza comercial negativa debido a la apreciación en el tipo de cambio oficial y la falta de incentivos a las exportaciones y la caída en el precio de la soja. Por otro lado, 2015 cierra con un déficit en el resultado primario del 5,4% sobre el PBI.

Gráfico 6.5: Deuda externa e interna como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPALSTAT.

El 10 de diciembre de 2015, asumió Mauricio Macri como Presidente después de ocho años de gobierno de Cristina Fernández de Kirchner. Una de las primeras medidas tomadas por el gobierno fueron la liberación del tipo de cambio. En el día de la asunción, el dólar en casa de cambio cotizaba a 9,76 pesos mientras que en mercado bursátil cotizaba 14,98, es decir, un spread del 53% sobre el precio oficial. El ministro de Economía y Finanzas Alfonso Prat Gay anunció el 16 de diciembre el fin del llamado "cepo", la unificación cambiaria y la utilización de un esquema de "flotación sucia" donde el tipo de cambio fluctuaría dentro de unas bandas establecidas por la autoridad monetaria.

De cara a evitar una corrida cambiaria, el 15 de diciembre el Banco Central de la República Argentina (BCRA), con Federico Sturzenegger como nuevo Presidente, decidió elevar la tasa de referencia de las Lebac (Letras del Banco Central) para los plazos más cortos. El BCRA subió casi 9% hasta el 38% las tasas de Lebac a 35 días.

Por otro lado, también se decidió eliminar las retenciones a las exportaciones de cereales y oleaginosas con excepción de la soja a la que se aplicó una reducción de 5 puntos porcentuales. Otra serie de medidas tomadas por el Gobierno fueron el ajuste en las tarifas de la energía, gas y agua principalmente para la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y la modificación del Mínimo No Imponible del Impuesto a las Ganancias.

7. Análisis sectorial: automotriz y electrónica

Mirgor centra sus operaciones en dos unidades de negocio principales: Automotriz y Electrónica. Cada una de esas industrias cuenta con una dinámica particular que describiremos a continuación para comprender el contexto en que se encuentran.

7.1 Contexto de la industria automotriz

Argentina es el tercer país fabricante de automóviles de América latina después de México y Brasil. En 2015, su producción fue de 543.000 vehículos frente a 3,5 millones y 2,4 millones de México y Brasil respectivamente. Representa menos del 1% de la producción mundial de vehículos como podemos ver en el siguiente cuadro elaborado por ADEFA (Asociación de Fabricantes de Automotores) en base a datos de OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles).

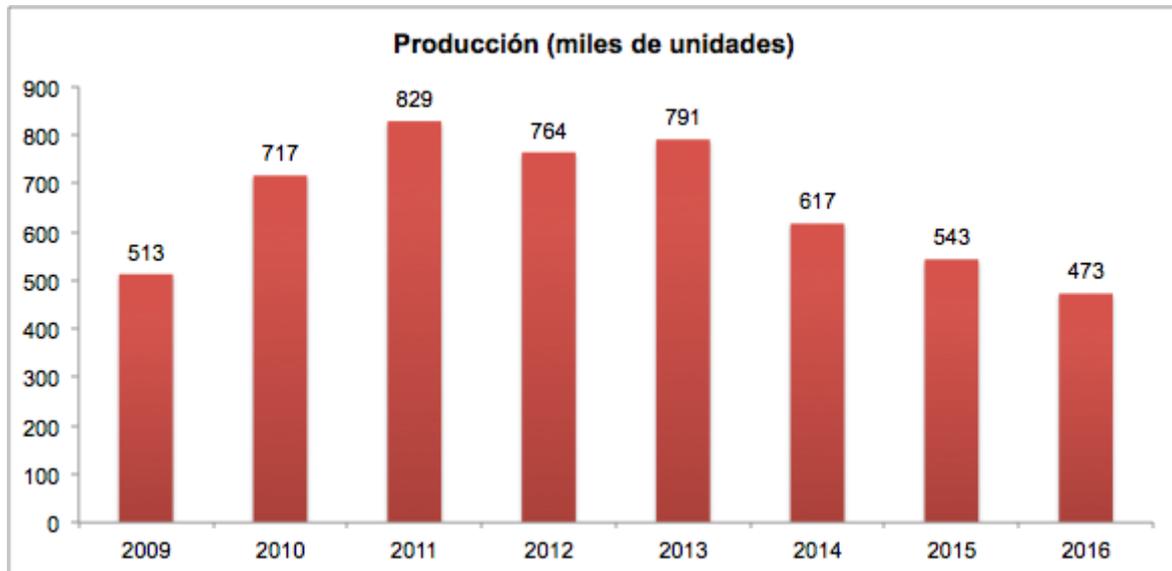
Tabla 7.1.1: Producción de automóviles por país (en miles de vehículos)

País	Producción 2015 (en miles de vehículos)
China	24,503
Estados Unidos	12,100
Japón	9,278
Alemania	6,033
Corea del Sur	4,556
India	4,126
México	3,565
España	2,733
Brasil	2,429
Canada	2,283
Francia	1,970
Tailandia	1,915
Reino Unido	1,682
Rusia	1,384
Turquía	1,359
Republica Checa	1,304
Indonesia	1,099
Italia	1,014
Eslovaquia	1,000
Irán	982
Polonia	661
Sudáfrica	616
Malasia	615
Argentina	543
Bélgica	41
Resto	2,619
TOTAL	90,781

Fuente: Elaboración propia en base a datos de OICA.

Luego del récord histórico de producción en 2011 con 829.000 vehículos, la producción ha ido disminuyendo prácticamente todos los años. Con un promedio de 656.000 vehículos/año producidos desde 2009, en 2016 la producción sólo alcanzó las 473.000 unidades.

Gráfico 7.1.1: Producción de automóviles en Argentina (en miles de unidades)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

Argentina fabrica básicamente dos tipos de vehículos: automóviles y utilitarios. En los últimos años vemos una clara tendencia de incremento en el peso relativo de la producción de utilitarios en detrimento de los automóviles. Mientras que en 2009, casi cuatro de cada cinco vehículos producidos eran automóviles, en 2016 poco más de uno de cada dos.

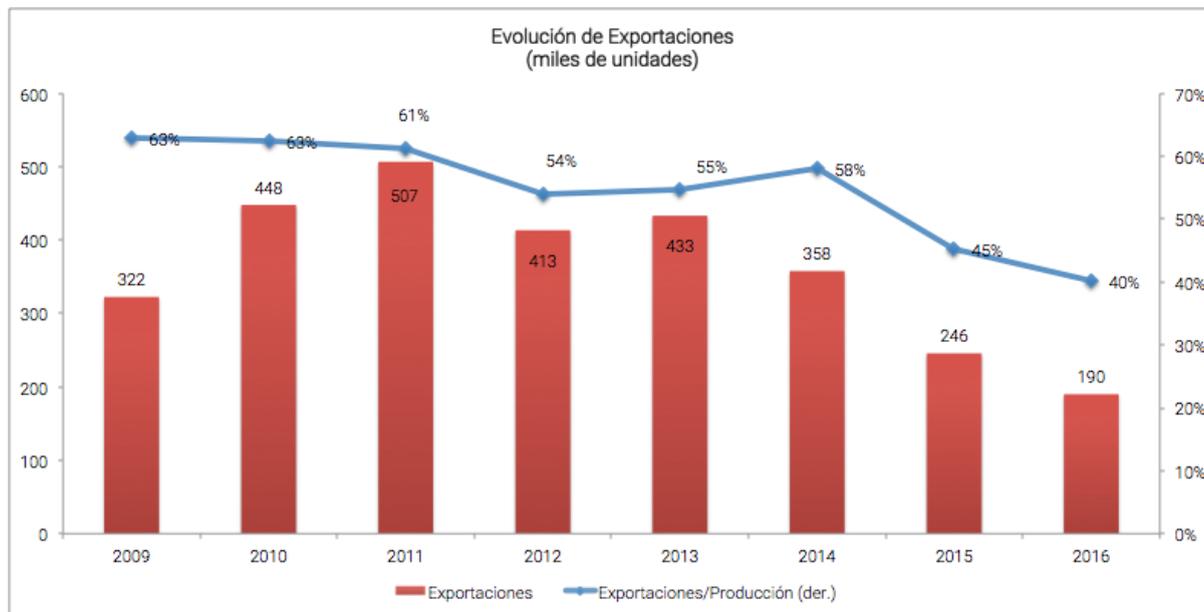
Gráfico 7.1.2: Tipos de vehículos fabricados en Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

El año 2011 fue también un pico respecto a la exportación de vehículos con más de 500.000 unidades exportadas. En los años posteriores ha habido una caída no solo en el número de unidades exportadas sino también en el ratio de exportaciones/producción. Argentina ha pasado de un ratio de 0.6 a 0.4 en menos de diez años siendo un reflejo de la pérdida de competitividad de su industria.

Gráfico 7.1.3: Evolución de exportaciones argentinas de automóviles (en miles de unidades)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

Respecto al destino de sus exportaciones, Argentina ostenta una extrema concentración de su mercado destino ya casi el 80% de sus exportaciones se dirigen a Brasil. Si bien es cierto que el peso relativo se ha ido reduciendo en los últimos años y países como México, Australia y Nueva Zelanda ganan peso, todavía la dependencia en nuestro socio del Mercosur es muy elevada. Además, la disminución en el peso relativo de Brasil se debe en mayor medida a la caída en las exportaciones a ese mercado que al crecimiento del resto.

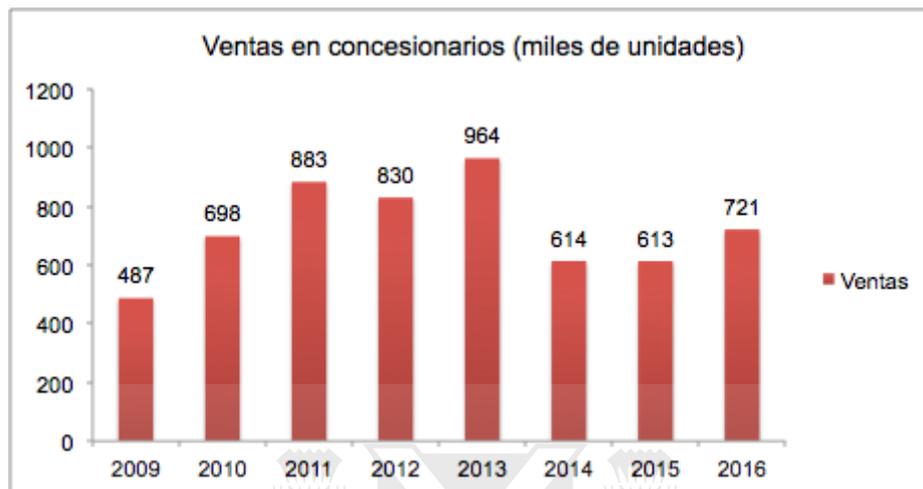
Gráfico 7.1.4: Destino de exportaciones de vehículos por país



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

Respecto a las ventas, como podemos observar, las ventas a concesionarios manejan otra tendencia respecto a la fabricación. El récord histórico de ventas se produjo en 2013 con más de 960.000 vehículos y en los años siguientes se ha experimentado un caída. En 2016, se incrementaron un 17,6% las ventas respecto a 2015.

Gráfico 7.1.5: Ventas de automóviles en concesionarios (en miles de unidades)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

La dinámica del sector en los últimos años puede explicarse por las siguientes variables:

- **Crisis en Brasil:** En los últimos años, Brasil ha vivido una crisis económica y política grave. Las tasas de crecimiento del PBI según la CEPAL durante los últimos años nos permiten comprender el contexto en el que se encuentra el principal mercado de destino de las exportaciones del sector.

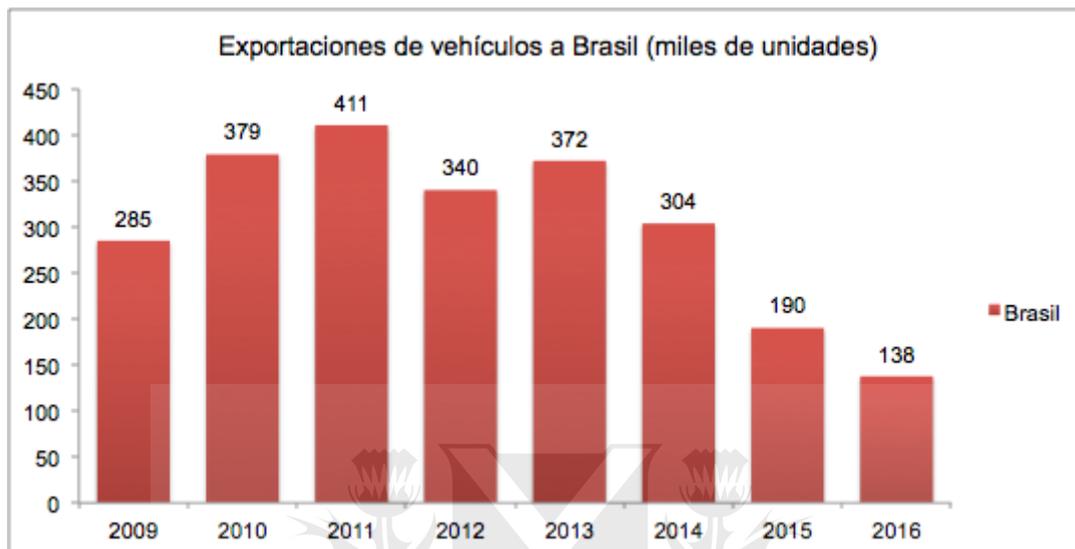
Gráfico 7.1.6: Variación interanual PBI Brasil (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPALSTAT.

La gravedad de la crisis podemos verla claramente en la drástica caída en las exportaciones a Brasil pasando de un pico de 411.000 vehículos en 2011 a 138.000 en 2016, lo que representa un caída del 66%.

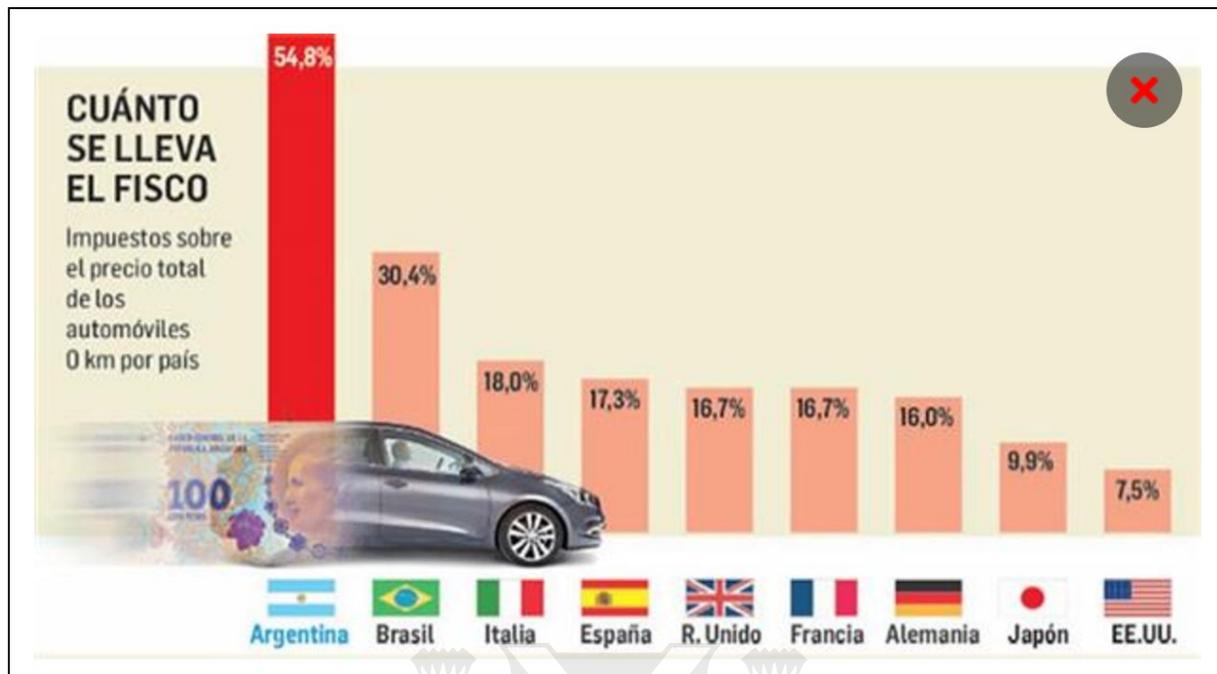
Gráfico 7.1.7: Exportaciones de vehículos a Brasil (en miles de unidades)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA.

- **Restricciones a las importaciones:** Dentro de una política gubernamental siguiendo la teoría de industrialización sustitutiva de importaciones y con la intención de incentivar el desarrollo de industrias autopartista locales, el Gobierno implementó nuevos mecanismos en el proceso de autorización de importaciones. Mediante las Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI), la Secretaría de Comercio, dependiente del Ministerio de Producción, dificultaban las importaciones y así se creaban dificultades para la producción. Sin embargo, el efecto de estas medidas fue negativo, tal como comenta Raúl Amil, presidente de la Asociación de Fábricas Argentinas de Componentes (AFAC) en una nota del diario *La Nación* del 13 de noviembre de 2015: "El ajuste fuerte se hizo el año pasado. En 2013 había unos 65.000 puestos de trabajo en el sector. En la actualidad son unos 60.000".
- **Aumento en la presión impositiva:** En 2013 y 2014, se aplicaron incrementos en los impuestos a la compra de automóviles. Según datos de ADEFA en su informe de agosto de 2016, el 54,8% del precio final de un auto son impuestos. Este 54,8% se calcula sobre el valor promedio de los autos más vendidos, que son los más accesibles, pero es mayor si se toma otro segmento como, por ejemplo, lo autos de lujo. Esta presión fiscal, ubica a la Argentina en el primer puesto del ranking de impuestos sobre el valor de un automóvil seguido por Brasil e Italia con el 30,4% y 18,0% respectivamente.

Gráfico 7.1.8: Peso relativo de impuestos sobre el precio total de automóviles 0 km



Fuente: Diario Ámbito Financiero.

- **Atraso cambiario:** En el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, el peso argentino se encontraba fuertemente atrasado frente al dólar. Con un spread, por momentos, de 60% entre el dólar oficial y el dólar blue, existía un gran incentivo para las personas físicas y empresas para adquirir dólares al tipo de cambio oficial. El Gobierno implementó restricciones a la compra de dólares con el objetivo de frenar la pérdida de reservas y estableció cupos para acceder al Mercado Único Libre de Cambio (MULC). A principios de 2015, se le otorgó a las terminales automotrices un cupo de 100 millones de dólares por mes que fue incrementado a 283,9 millones de dólares a mediados de año.

En resumen, después del récord histórico de ventas de automóviles en 2013, el sector experimentó dificultades debido a la crisis económica en Brasil, el incremento en el precio debido al aumento de los impuestos y las dificultades para importar componentes necesarios para la fabricación ya que por restricciones a las importaciones o a la compra de moneda extranjera.

En marzo de 2017, después de meses de negociación, el Presidente Mauricio Macri firmó un acuerdo con entidades de la industria para generar treinta mil puestos de trabajo directos, ciento cincuenta mil indirectos y la producción de un millón de vehículos en 2023.

El plan consiste en los siguientes puntos clave:

- Producir 750 mil unidades en 2019 y un millón en 2023
- Mayor integración local de autopartes cumpliendo estándares internacionales de calidad.
- Reducción del ausentismo a 5% en 2019 y 3% en 2023.
- Desarrollar tecnologías de motorización y autopartes estratégicas.

Debido a dependencia de Mirgor en la fabricación local de automóviles este plan es fundamental en las perspectivas de crecimiento de la unidad de negocio correspondiente.

Gráfico 7.1.9: Plan Automotriz "Un Millón"



Fuente: Ministerio de Producción - Presidencia de la Nación.

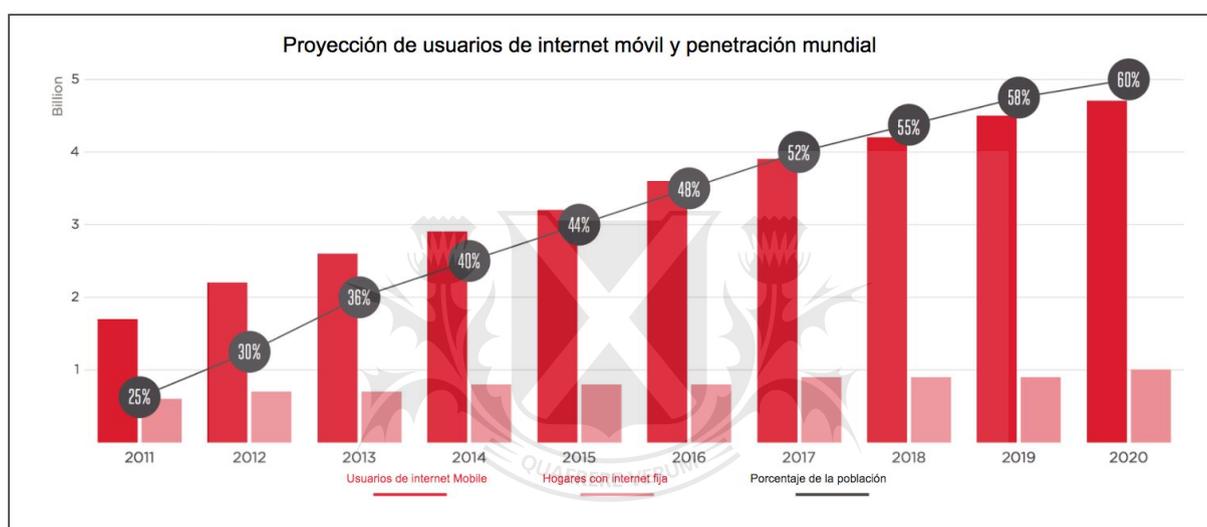
7.2 Contexto Electrónica

Como hemos descrito anteriormente, esta unidad de negocio está compuesta por la fabricación de artículos de electrónica como pueden ser microondas, TVs, reproductores de DVDs y principalmente *smartphones*. Centraremos el análisis en las perspectivas de la industria de celulares ya que representan cerca del 90% de las unidades fabricadas en esta unidad de negocio frente a un 10% de TVs. Por otro lado, el potencial en el sector de smartphones es muy alto.

Según el último informe "World Trends" que elabora la GSMA, la asociación que representa los intereses de los operadores móviles a nivel mundial hay cinco grandes tendencias en las que estamos inmersos actualmente en el sector de la telefonía móvil:

- Cambio geográfico en el uso de móviles: Más de mil millones de personas usarán móviles en 2020 comparado con 2015. India y China liderarán el crecimiento.
- La internet es móvil y móvil es internet: Los usuarios de internet móvil han crecido de forma considerable durante los últimos hasta el punto que para muchos usuarios, internet es solo móvil y carecen de servicio de internet fija en sus hogares.

Gráfico 7.2.1: Proyección de usuarios de internet móvil y penetración

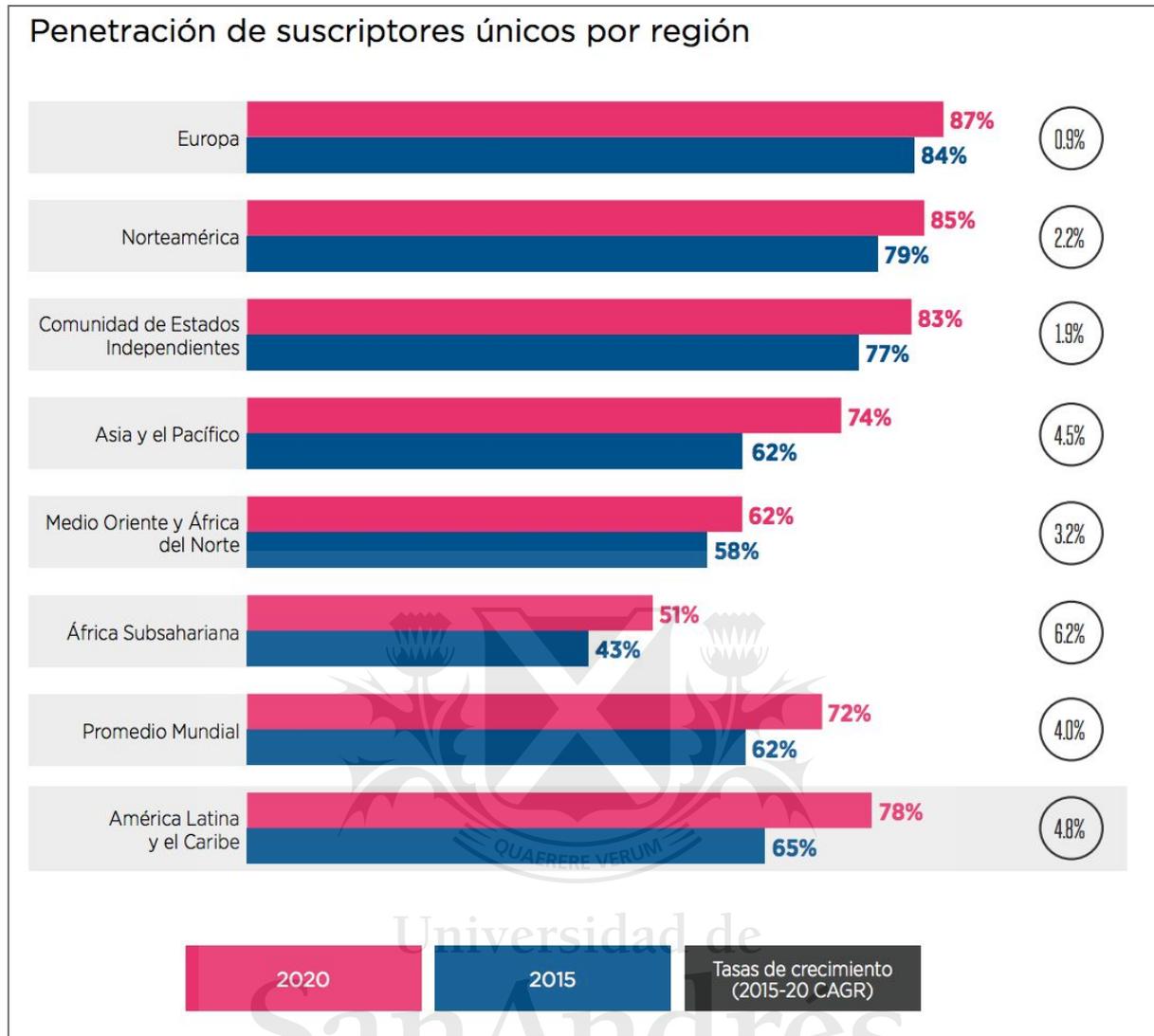


Fuente: GSMA Intelligence.

- Explosión de dispositivos conectados: Cada vez más, los dispositivos tienden a estar conectados y se espera que en 2020 los usuarios cuenten con casi tres dispositivos conectados frente a 1.5 en 2015.
- La economía de plataformas: Se utilizan smartphones, software y APIs para crear marketplaces para distintos productos y servicios.
- Redes abiertas: Aparecen nuevos jugadores en el mercado.

América latina y el Caribe es una de las regiones de más alto crecimiento agregando más de cien millones de suscriptores únicos para 2020. Actualmente cuenta con 414 millones de suscriptores únicos lo que supone un 65% de penetración, apenas por encima del promedio global de 62%. Por otro lado, Argentina cuenta con casi 40 millones de suscriptores y una tasa de penetración del 92%.

Gráfico 7.2.2: Penetración de suscriptores únicos por región



Fuente: GSMA La economía móvil - América latina 2016.

En Latinoamérica, las conexiones desde smartphones pasaron del 15% en 2012 a más del 50% en 2016: La expansión del 4G se está acelerando ya que a mediados del 2016 casi el 60% de la población estaba cubierta y se espera que en 2017 sea el 80%.

El incremento en el uso de smartphones se debe principalmente a la caída de precios a nivel mundial, la disponibilidad de equipos de costo bajo, los subsidios a la compra de equipos proporcionados por los operadores de telefonía y el aumento del crédito para su adquisición. Esto nos lleva a que la penetración de las conexiones ya sea superior al 100% debido a la existencia de algunos usuarios con más de un dispositivo.

Gráfico 7.2.3: Conexiones móviles

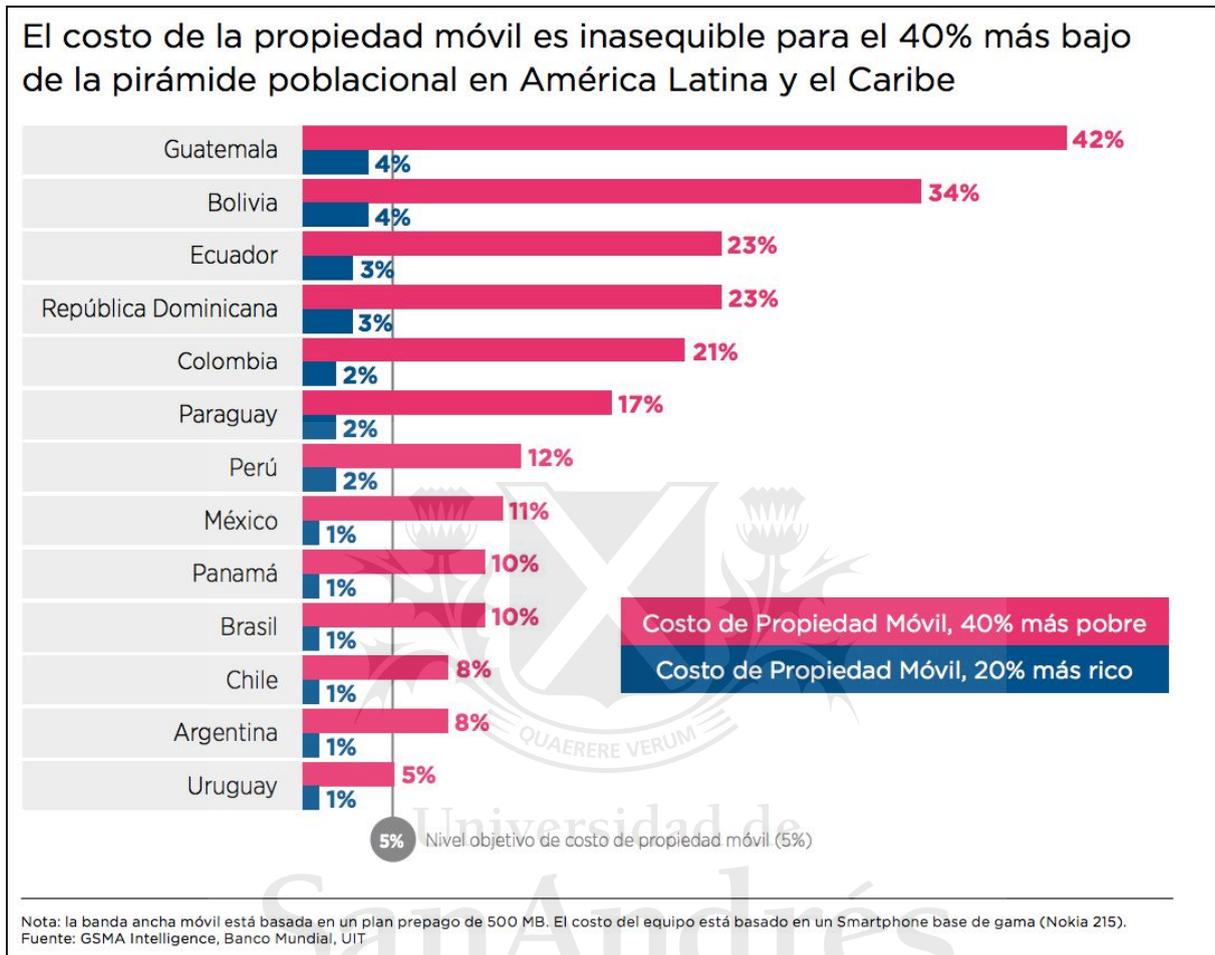
	Conexiones sin M2M (en millones)		Penetración de conexiones	
	2015	2020	2015	2020
América Latina y el Caribe	682	829	107%	124%
Argentina	63	70	144%	153%
Bolivia	10	12	96%	107%
Brasil	248	304	119%	140%
Chile	26	29	144%	151%
Colombia	51	62	105%	124%
República Dominicana	9	10	83%	92%
Ecuador	13	18	81%	101%
Guatemala	17	20	104%	111%
Haití	9	10	80%	92%
Honduras	8	10	99%	110%
México	104	129	81%	96%
Paraguay	8	9	115%	126%
Perú	33	44	104%	131%
Venezuela	31	35	98%	106%

Fuente: GSMA La economía móvil - América latina 2016.

Existen cuatro elementos principales que afectan a la capacidad de pagar por el servicio móvil: ingresos, costo del servicio, precio del dispositivo y la recarga. Esto supone desafíos para los usuarios de estratos socioeconómicos más bajos. El costo total de tener un móvil representa el 17% de sus ingresos para el 40% de la población más pobre

mientras que solo el 2% para el 20% más rico. Argentina se encuentra bien posicionado en este aspecto ya que representa el 8% para los más pobres y 1% para los más ricos.

Gráfico: 7.2.4: Costo de propiedad móvil en América latina



Fuente: GSMA La economía móvil - América latina 2016.

Uno de los factores clave de la venta de celulares es también el ciclo de vida de los aparatos. Según Kantar World Panel, una consultora internacional especializada en comportamiento del consumidor, en su informe de ComTech explica que la vida útil de los celulares ha ido aumentando en los últimos años. Como podemos ver en el siguiente, los dispositivos móviles tienen un vida útil promedio de 20 meses entre varios países analizados. El país donde los usuarios cambian más seguido su smartphone es Italia con 17.7 meses mientras que en Gran Bretaña lo hacen cada 23.5 meses.

Gráfico 7.2.5: Ciclo de vida de un smartphone (número de meses)

Año	Estados Unidos	China	UE-5	Francia	Alemania	Gran Bretaña	Italia	España
2015	21.6	19.5	20.4	21.6	18.8	23.5	17.7	20
2014	20.9	21.8	19.5	19.4	18.2	22	18.7	18.2
2013	20.5	18.6	18.3	18	17.1	20	18.6	16.6

Fuente: Kantar Worldpanel ComTech Febrero 2016.

Este factor es determinante para el mercado potencial de Mirgor ya que a medida que aumente disminuya el ciclo de vida de los smartphones y los usuarios cambien más frecuentemente su celular esto repercutirá en potenciales mayores pedidos de fabricación.

El ecosistema de sistemas operativos a nivel mundial se caracteriza por la existencia de pocos jugadores. Android y iOS tienen la mayor penetración mientras que Windows y BlackBerry le siguen muy por debajo. En Estados Unidos, Android lidera el mercado con el 54,4% de penetración, seguido de cerca por iOS con el 44,4%. En Sudamérica, la situación es muy distinta debido a que los altos precios de los productos Apple hacen que su market share sea mucho menor. En Argentina, por ejemplo, Android cuenta con el 94% de market share y en Brasil el 93,7%. Mirgor concentra fabricación de dispositivos que utilizan el sistema operativo de Android y sería difícil que pueda participar de la fabricación de productos de Apple ya que esta lo hace directamente en China. La situación de prácticamente control total del mercado de sistemas operativos de Android en Argentina y Brasil coloca a Mirgor en una situación de beneficio ya que se especializa en la fabricación de este tipo de productos.

Gráfico 7.2.6: Penetración por sistema operativo en móviles (Argentina, Brasil, EE.UU.)

Brasil			EE.UU.			Argentina		
	Android	93.7%		Android	54.4%		Android	94.0%
	BlackBerry	0.0%		BlackBerry	0.1%		BlackBerry	0.4%
	iOS	4.1%		iOS	44.4%		iOS	3.3%
	Windows	1.9%		Windows	0.8%		Windows	1.9%
	Other	0.3%		Other	0.2%		Other	0.3%

Fuente: Kantar Worldpanel.

8. Valuación a través del método de Flujos de Fondos Libres Descontados

El método de valuación elegido en esta tesis es el de descuento de flujos de fondos libres. Se utiliza el flujo de fondos libres ya que es una buena medida de la performance financiera de la empresa. El flujo de fondos libres se calcula de la siguiente forma:

- + Ganancia operativa o EBIT (Earnings before Interests and Taxes)
- Impuestos
- + Amortizaciones
- Variación en el Capital de Trabajo
- Inversión en Activos Fijos o CAPEX
- = Flujos de Fondos Libres

8.1 Proyecciones macroeconómicas

Una parte muy importante de la valuación es la proyección de las principales variables económicas como la inflación y el tipo de cambio.

En el siguiente gráfico vemos la evolución en los últimos años y las proyecciones en base a distintas fuentes.

Datos Macroeconómicos - MIRGOR		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inflación --- US -EOP	%	1.6%	3.2%	2.1%	1.5%	1.6%	0.1%	1.3%	2.7%	2.4%	2.6%	2.3%	2.2%
Inflación --- ARG - EOP (Privada)	%	22.4%	25.2%	27.9%	38.5%	27.7%	40.7%	24.7%	14.9%	11.1%	9.4%	7.5%	
Inflación --- ARG - EOP (Oficial)	%	9.8%	10.0%	10.6%	21.4%	21.5%							
Tipo de cambio Oficial --- USD:ARS - EOP	moneda	4.0	4.3	4.9	6.5	8.6	13.3	16.1	18.5	22.5	25.6	28.5	30.5
Tipo de cambio Oficial --- USD:ARS - Promedio	moneda	3.9	4.1	4.6	5.7	8.2	9.3	14.7	17.3	20.5	24.1	27.1	29.5
Tipo de cambio Blue --- USD:ARS - EOP	moneda	4.0	4.7	6.8	10.0	14.1	14.3						
Tipo de cambio Blue --- USD:ARS - Promedio	moneda	3.9	4.3	5.8	8.4	12.0	14.2						
Devaluación ARS EOP (Oficial)	% nominal		8%	14%	33%	31%	56%	21%	15%	22%	14%	11%	7%
Devaluación ARS Promedio (Oficial)	% nominal		6%	11%	24%	44%	12%	59%	18%	18%	17%	13%	9%
Devaluación ARS EOP (Blue chip)	% nominal		19%	43%	48%	40%	2%						
Devaluación ARS Promedio (Blue)	% nominal		11%	34%	46%	43%	18%						
Spread Inflación-Devaluación			14%	11%	-5%	7%	-28%	20%	10%	-7%	-3%	-2%	1%

Fuente: Elaboración propia.

Para la proyección de tipo de cambio e inflación se tomo el informe elaborado por el equipo de investigación de mercados del banco de inversión Morgan Stanley "Argentina - A Virtuous Cycle of Rising Growth and Returns"

Se busca que nuestras proyecciones no se vean afectadas por apreciación o depreciación cambiaria durante el periodo de las proyecciones que va desde 2017 a 2021. Tomando los datos anteriores y calculando la TCAC, tasa de crecimiento anual compuesto o, en inglés, "Compounded Average Growth Rate" (CAGR) vemos que el efecto monetario es nulo:

	Inicio	Fin	TCAC
Inflación	100	187	13.4%
Tipo de Cambio	100	190	13.6%

8.2 Proyecciones de negocio

En los estados financieros de Mirgor de los últimos años se encuentran detallados los ingresos por unidad de negocio y la cantidad de unidades vendidas para cada segmento. Es así como por ejemplo para el año 2016 podemos saber la cantidad de unidades de equipos de climatización y autorradio que se vendieron y los ingresos que generaron para la compañía. Respecto a la unidad de negocio de electrónica también contamos con estos datos que facilitan la comprensión de la evolución del negocio y las proyecciones futuras.

Se proyectaron los ingresos en base a una proyección de unidades vendidas:

a) Proyección de unidades vendidas del Negocio Automotriz

Dentro de esta unidad de negocio se identifican tres tipos de productos: equipos de climatización sin aire acondicionado, equipos de climatización con aire acondicionado y autorradio. Se observa como la venta de equipos sin aire pasa de 43.000 unidades en 2010 a 0 en 2016 debido a que ya todos los consumidores demandan que los autos cuenten con aire acondicionado. Como contrapartida, la producción de equipos con aire acondicionado pasa de 338.000 en 2010 a 156.000 unidades en 2016. Si bien vemos una disminución en los últimos años, la empresa mantiene un ratio sobre la producción automotriz argentina del 35% en los últimos años que tomaremos como base para nuestras proyecciones.

La producción de autorradio o equipos de infotainment comienza a mediados de 2015 con un contrato con la terminal automotriz Toyota para quienes en 2016 vendió unidades equivalentes al 80% de su producción en Argentina.

De esta forma, la previsión es continuar solamente con la venta de equipos con aire acondicionado, manteniendo una cuota de mercado del 35% de la producción automotriz para los próximos años. Por otro lado, en lo que respecta a autorradio o infotainment, se proyecta ir incrementando progresivamente cuota sobre la producción de Toyota e ir tomando un porcentaje mínimo de producción total del país. Se estima que la producción automotriz se irá recuperando lentamente en los próximos años.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1. Automotriz											
1.1 Cantidad de unidades vendidas (Dato)											
Total unidades (miles)	391	315	280	214	201	234	278	312	344	378	403
1.1.1 Equipos con aire	350	300	271	208	189	156	172	189	208	229	252
Var.	4%	-14%	-10%	-23%	-9%	-17%	10%	10%	10%	10%	10%
% Unidades Totales	90%	95%	97%	97%	94%	67%	62%	61%	61%	60%	62%
1.1.2 Equipos sin aire	41	15	9	6	4	-	-	-	-	-	-
Var.	-5%	-63%	-40%	-33%	-33%	-100%	-	-	-	-	-
% Unidades Totales	10%	5%	3%	3%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Producción automotriz Argentina	829	764	791	617	543	473	496	546	601	661	727
Ratio Ventas/Producción	47%	41%	35%	35%	36%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
1.1.3 Autorradio	-	-	-	-	8	78	106	123	136	150	152
Var.	-	-	-	-	-	875%	35%	17%	10%	10%	1%
% Unidades Totales	0%	0%	0%	0%	4%	33%	38%	39%	39%	40%	38%
Producción Toyota Argentina	69	94	94	96	76	98	127	127	140	140	140
Share sobre Producción Toyota	-	-	-	-	-	80%	80%	90%	90%	95%	95%
Producción automotriz Argentina	829	764	791	617	543	473	520	572	629	692	761
Share sobre Producción Argentina	-	-	-	-	-	0%	1%	2%	2%	3%	3%

Fuente: Elaboración propia en base a EE.RR. Mirgor. Datos en miles de unidades

b) Proyección de unidades vendidas del Negocio de Electrónica

Dentro de la unidad de negocios de electrónica, Mirgor contempla la fabricación de aire acondicionado residencial, microondas, TV, notebooks y celulares, representando este último casi el 90% de las unidades vendidas. Se observa como en los últimos años la producción de microondas y notebooks ha desaparecido mientras que la de aire acondicionado residencial ha disminuido considerablemente. Se ha proyectado en este escenario una concentración de la compañía en la fabricación de celulares y TVs manteniendo aire acondicionados.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
2. Electrónica											
2.1 Cantidad de unidades vendidas (Dato)											
Total unidades (miles)	2,824	4,334	4,421	3,151	3,446	3,542	3,578	3,741	3,899	4,093	4,297
2.1.1 AA Residencial	306	106	96	105	77	12	15	15	20	20	20
Var.	42%	-65%	-9%	9%	-27%	-84%	25%	0%	33%	0%	0%
% Unidades Totales	11%	2%	2%	3%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
2.1.2 Microondas	123	96	76	41	1	-	-	-	-	-	-
Var.	186%	-22%	-21%	-46%	-98%	-100%	-	-	-	-	-
% Unidades Totales	4%	2%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2.1.3 Celulares	2,383	3,959	3,971	2,754	3,124	3,112	3,143	3,285	3,416	3,587	3,766
Var.	226%	66%	0%	-31%	13%	0%	1%	4%	4%	5%	5%
% Unidades Totales	84%	91%	90%	87%	91%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
2.1.4 Media TV	12	173	244	240	244	418	420	441	463	486	511
Var.	-	1342%	41%	-2%	2%	71%	0%	5%	5%	5%	5%
% Unidades Totales	0%	4%	6%	8%	7%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
2.1.5 Notebook	-	-	34	11	-	-	-	-	-	-	-
Var.	-	-	-	-68%	-100%	-	-	-	-	-	-
% Unidades Totales	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia en base a EE.RR. Mirgor. Datos en miles de unidades

8.3 Costo promedio ponderado del Capital (WACC)

Se elaboraron distintos escenarios de evolución de estos flujos y posteriormente se descontaron a una determinada tasa. La tasa utilizada es el Costo Promedio Ponderado del Capital también conocida como WACC (Weighted Average Cost of Capital).

$$WACC = E/(D+E) * Ke + D/(D+E) * Kd$$

donde Ke = costo del capital y Kd = costo de la deuda.

8.3.1. Costo del equity (Ke):

Para obtener el costo del capital o costo del equity (ke) tomamos la siguiente fórmula:

$$ke = Rf + (Rm - Rf) \beta + RP$$

Siendo

Rf = tasa libre de riesgo en EE.UU.

(Rm - Rf) = Prima de riesgo histórica de las acciones en EE.UU.

β = Beta de las industrias de electrónica y autopartes ponderadas.

RP = Spread sobre los bonos del Tesoro de Argentina.

Tasa libre de riesgo de EE.UU. (YTM US 10Y Treasury Bonds): 2,45%

Beta: 1,1

Prima de Riesgo EE.UU. (Prima de riesgo histórica acciones): 6,24%

Spread sobre Bonos del Tesoro (EMBI): 4,73%

$$Ke = 2,45\% + 1,1 * 6,24\% + 4,73\% = 14,1\%$$

- Cálculo de la β

Para el cálculo de la beta, se toman empresas comparables a Mirgor en los distintos sectores en los que opera la compañía:

Manufactura de celulares: BYD Co Ltd, FIH Mobile Ltd., AAC Technologies Holding y Hon Hai Precision Industry Co (más conocida como Foxconn).

Autopartes: Magna International, Dana Inc., American Axle, Lear y Tenneco.

Se calcula la beta desapalancada de las compañías y se obtiene la mediana de las betas de cada industria:

Beta mediana de empresas de manufactura de celulares: 0,88

Beta mediana de empresas de manufactura de autopartes: 0,78

A partir de la proyección de ingresos por unidad de negocio de Mirgor para los próximos 5 años, estimamos un peso relativo en los ingresos de la unidad de negocio de celulares del 77% contra un 23% de Auto. En base a estos datos, se elabora una beta desapalancada ponderada con un valor de 0,86.

Considerando una tasa impositiva del 4% y una estructura de capital compuesta en un 30% por Deuda, se obtiene la beta apalancada de Mirgor con un valor de 1,10.

8.3.2. Costo de la deuda (Kd):

Tasa libre de riesgo de EE.UU. (YTM US 10Y Treasury Bonds): 2,45%

Spread sobre Bonos del Tesoro (EMBI): 4,73%

Cuadro: Cálculo del spread

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	125	191	276	191	189	637
Intereses	-62	-58	-67	-239	-132	-349
Cobertura	2.02	3.31	4.09	0.80	1.43	1.83

Fuente: Elaboración propia en base a EE.RR. Mirgor. Datos en Millones de pesos

- Cobertura promedio 2011-2016: 2,25
- Rating: B2/B

Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

- Spread: 4,5%
- Tipo impositivo: 4%

$$Kd = (2,45\% + 4,73\% + 4,5\%) * (1 - 4\%) = 11,2\%$$

8.3.3. Cálculo de la WACC

Para calcular la WACC debemos suponer una estructura de capital modelo. En base a la estructura de años anteriores para Mirgor, se supone una estructura compuesta por un 70% de Equity y un 30% de Deuda.

En base a ello, se calcula la WACC:

$$\text{WACC Mirgor} = 70\% * 14,2\% + 30\% * 11,2\% = 13,2\%$$

8.4 Proyección de Flujos de Fondos Libres

En base a la información detallada anteriormente, elaboramos el cuadro resumen de la valuación. En este detallamos los flujos de fondos libres para el periodo 2017-2021 en pesos y posteriormente convertimos a dólares al tipo de cambio estimado para cada año. También calculamos el valor terminal que representa el valor de los flujos a partir del 2021 tomando en consideración la WACC de 13,2% y una tasa de crecimiento de largo plazo de la economía de 2,5%.

Una vez que contamos con los flujos para cada año, descontamos los mismos a la tasa del costo promedio ponderado del capital (WACC) y obtenemos un valor de la empresa de 227 millones de dólares. A este valor, debemos restarle la deuda en dólares, obteniendo un valor del capital de 181 millones de los dólares.

VALUACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJOS DE FONDOS LIBRES DESCONTADOS - MIRGOR

	2017	2018	2019	2020	2021
Millones ARS					
EBIT - Ganancia operativa	746	905	1,169	1,483	1,788
- Impuestos en EBIT	-31	-43	-55	-73	-87
+ Amortizaciones	167	220	291	385	510
- Δ Capital de trabajo	-253	-251	-264	-290	-269
- CAPEX	-336	-445	-589	-781	-1,035
Flujo de Caja Libre en Millones ARS	292	387	552	724	906
Proyección Tipo de cambio ARS/USD	18.5	22.5	25.6	28.5	30.5
Flujo de Caja Libre en Millones USD	15.8	17.2	21.5	25.4	29.7
Valor Terminal					284

WACC	13.20%
Tasa de crecimiento	2.5%

	1	2	3	4	5
Periodo de descuento					
Factor de descuento	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
Flujo de Caja Descontado (M USD)	13.9	13.4	14.9	15.5	16.0
Valor terminal descontado (M USD)					153

Valor de la Empresa	227	Millones USD
- Deuda Neta	-45	Millones USD
Valor del Equity	181	Millones USD
Valor terminal	68%	
Resto	32%	

Fuente: Elaboración propia.

9. Análisis de escenarios

En los escenarios optimista y pesimista nos concentramos en variaciones de las unidades vendidas de Mirgor en las dos áreas de negocio: automotriz y electrónica.

9.1 Escenario optimista:

En el escenario optimista, consideramos que se cumple el "Plan Un Millón" para el sector automotriz. Esto significa un incremento en las cantidades de automóviles producidas en el país respecto a la base. En el escenario optimista, en 2019 se producen 750.000 unidades comparado con 601.000 unidades del escenario base lo que representa casi un 25% más. Esta modificación tiene un impacto positivo para las ventas de equipos de climatización y de autorradio/infotainment.

Además, suponemos que Mirgor lograr incrementar su participación de mercado en equipos de A/C más rápidamente acercándose a los niveles de 2012. Si en el escenario base, en 2021 cuenta con una participación en equipos de climatización del 35% de la producción, en el optimista cuenta con 43%.

En lo que respecta a autorradio, también se toma como premisa que lograr captar mayor cantidad de clientes hasta alcanzar una cuota de mercado del 8% de la producción en 2021 comparado con un 3% del escenario base.

En la unidad de electrónica consideramos que sigue manteniendo el foco en A/C, microondas y celulares pero lograr crecer sus ventas a tasas superiores. En este contexto, en 2019 lograr alcanzar el pico de producción de celulares del año 2012 mientras que en el escenario base no logra alcanzarlo hasta después de 2021. En este escenario optimista, Mirgor llega a un pico de cinco millones de unidades de celulares vendidas en 2021. Los aires acondicionados residenciales y TVs crecen en unidades vendidas hasta alcanzar las 100.000 y 673.000 unidades vendidas respectivamente en 2021.

El valor del capital obtenido es de 237 millones de dólares.

VALUACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJOS DE FONDOS LIBRES DESCONTADOS - MIRGOR

	2017	2018	2019	2020	2021
Millones ARS					
EBIT - Ganancia operativa	777	1,012	1,392	1,841	2,403
- Impuestos en EBIT	-33	-48	-65	-90	-117
+ Amortizaciones	167	220	291	385	510
- Δ Capital de trabajo	-308	-379	-427	-450	-574
- CAPEX	-336	-445	-589	-781	-1,035
Flujo de Caja Libre en Millones ARS	268	361	602	905	1,186
Proyección Tipo de cambio ARS/USD	18.5	22.5	25.6	28.5	30.5
Flujo de Caja Libre en Millones USD	14.5	16.0	23.5	31.7	38.9
Valor Terminal					372

WACC	13.20%
Tasa de crecimiento	2.5%

Periodo de descuento	1	2	3	4	5
Factor de descuento	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
Flujo de Caja Descontado (M USD)	12.8	12.5	16.2	19.3	20.9
Valor terminal descontado (M USD)					200

Valor de la Empresa	282 Millones USD
- Deuda Neta	-45 Millones USD
Valor del Equity	237 Millones USD
Valor terminal	71%
Resto	29%

9.2 Escenario pesimista:

En el escenario pesimista, consideramos que la producción automotriz en Argentina se aleja considerablemente de las proyecciones del plan teniendo una producción sin crecimiento en 2017 y posteriormente creciendo un 5% en unidades cada año alcanzando las 575.000 unidades producidas en 2021. La crisis en Brasil y la falta de competitividad de la industria afectan muy fuertemente al sector. Por otro lado, mantenemos la cuota de mercado de Mirgor en el 33% que fue su participación en 2016 durante todo el periodo de análisis. Por otro lado, en las ventas de autorradios, Mirgor crece su participación de mercado pero lo hace muy lentamente, llegando en 2021 solamente al 3%.

En lo que respecta a Electrónica, también se considera que sigue manteniendo el foco en A/C, microondas y celulares pero con un crecimiento en las unidades vendidas de menor tasa. Después de 2016, las unidades vendidas crecen en líneas generales muy poco. En celulares, 2016 crecen 1% y en los años siguientes entre 2% y 3% hasta alcanzar las 3,4 millones de unidades vendidas en 2021. En TVs, 2017 también se trata de un año de estancamiento y posteriormente mantiene un crecimiento del 4% anual hasta 2021.

El valor del capital obtenido es de 164 millones de dólares.

VALUACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJOS DE FONDOS LIBRES DESCONTADOS - MIRGOR

	2017	2018	2019	2020	2021
Millones ARS					
EBIT - Ganancia operativa	739	877	1,111	1,380	1,631
- Impuestos en EBIT	-31	-42	-52	-68	-79
+ Amortizaciones	167	220	291	385	510
- Δ Capital de trabajo	-241	-214	-223	-236	-206
- CAPEX	-336	-445	-589	-781	-1,035
Flujo de Caja Libre en Millones ARS	298	397	538	682	820
Proyección Tipo de cambio ARS/USD	18.5	22.5	25.6	28.5	30.5
Flujo de Caja Libre en Millones USD	16.1	17.6	21.0	23.9	26.9
Valor Terminal					257

WACC	13.21%
Tasa de crecimiento	2.5%

Periodo de descuento	1	2	3	4	5
Factor de descuento	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
Flujo de Caja Descontado (M USD)	14.2	13.8	14.5	14.5	14.5
Valor terminal descontado (M USD)					138

Valor de la Empresa	210 Millones USD
- Deuda Neta	-45 Millones USD
Valor del Equity	164 Millones USD
Valor terminal	66%
Resto	34%

9.3 Escenario con fuerte devaluación en 2018:

En este escenario, debido a las presiones que sufre el Gobierno por el atraso cambiario y pasadas las elecciones de 2017, en 2018 se produce una devaluación en términos reales del 30%. Debido a la estructura de costos de Mirgor donde existe un alto componente de artículos importados, esta devaluación produce un incremento en los Costos de Mercadería Vendida durante el 2018. En 2018 representan el 88% de los Ingresos Totales mientras que en los años siguientes 85% en línea con los años en los que no hubo devaluación.. En los años posteriores a 2018, la inflación supera a la tasa de devaluación compensando el efecto devaluatorio y apreciándose el peso argentino. Al final del periodo de análisis, la tasa de crecimiento anual compuesto a la inflación fue de 26,5% y la de la tasa de devaluación 29,7%, esto representa un 3,2% anual de diferencia entre la devaluación y la inflación.

El valor del capital obtenido es de 124 millones de dólares.

VALUACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJOS DE FONDOS LIBRES DESCONTADOS - MIRGOR

	2017	2018	2019	2020	2021
Millones ARS					
EBIT - Ganancia operativa	750	284	1,494	2,252	3,159
- Impuestos en EBIT	-32	-18	-70	-110	-153
+ Amortizaciones	167	220	291	385	510
- Δ Capital de trabajo	-262	-80	-926	-874	-993
- CAPEX	-336	-445	-589	-781	-1,035
Flujo de Caja Libre en Millones ARS	288	-39	200	872	1,487
Proyección Tipo de cambio ARS/USD	20.0	30.0	39.0	48.8	59.0
Flujo de Caja Libre en Millones USD	14.4	-1.3	5.1	17.9	25.2
Valor Terminal					241

WACC	13.20%
Tasa de crecimiento	2.5%

Periodo de descuento	1	2	3	4	5
Factor de descuento	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
Flujo de Caja Descontado (M USD)	12.7	-1.0	3.5	10.9	13.6
Valor terminal descontado (M USD)					130

Valor de la Empresa	170 Millones USD
- Deuda Neta	-45 Millones USD
Valor del Equity	124 Millones USD
Valor terminal	77%
Resto	23%

9.4 Escenario de quita de beneficio de promoción industrial:

Por último, se analiza un escenario donde el Gobierno dentro de su política de reducción del déficit fiscal decida recortar los subsidios a las empresas. En este caso, se plantea un escenario de reducción progresiva de los beneficios de promoción industrial hasta su total eliminación para el año 2021. Si bien es un escenario de remota posibilidad debido a la importancia de los subsidios para la subsistencia de la economía de Tierra del Fuego, resulta muy interesante conocer el valor de la empresa ante esta situación.

Como podremos ver a continuación, el valor se reduce considerablemente hasta estimarlo en 30 millones de dólares.

VALUACIÓN A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJOS DE FONDOS LIBRES DESCONTADOS - MIRGOR

	2017	2018	2019	2020	2021
Millones ARS					
EBIT - Ganancia operativa	746	729	826	925	888
- Impuestos en EBIT	-31	-37	-42	-52	-53
+ Amortizaciones	167	220	291	385	510
- Δ Capital de trabajo	-253	-170	-187	-192	-112
- CAPEX	-336	-445	-589	-781	-1,035
Flujo de Caja Libre en Millones ARS	292	299	298	286	198
Proyección Tipo de cambio ARS/USD	18.5	22.5	25.6	28.5	30.5
Flujo de Caja Libre en Millones USD	15.8	13.3	11.6	10.0	6.5
Valor Terminal					62

WACC	13.20%
Tasa de crecimiento	2.5%

Periodo de descuento	1	2	3	4	5
Factor de descuento	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
Flujo de Caja Descontado (M USD)	13.9	10.4	8.0	6.1	3.5
Valor terminal descontado (M USD)					33

Valor de la Empresa	75 Millones USD
- Deuda Neta	-45 Millones USD
Valor del Equity	30 Millones USD
Valor terminal	44%
Resto	56%

Universidad de

10. Análisis de Múltiplos Comparables

En un primer alcance del análisis de comparables, se identificó empresas a nivel mundial de los sectores de fabricación de autopartes y celulares. La idea inicial era obtener un valor de la empresa a través de múltiplos comparables con empresas del sector de autopartes como Magna International, Dana Inc., Lear Corp., Tenneco entre otras y Foxconn, BYD, FIH Mobile y AAC Technologies para la fabricación de celulares. Sin embargo, se descartó este enfoque debido a la gran diferencia que existe entre estas empresas con respecto a Mirgor por su tamaño. Para contextualizar, la capitalización bursátil del Mirgor se encuentra entre el 0.26% y 12% de la mediana de capitalizaciones bursátiles para empresas seleccionadas como comparables en autopartes y celulares respectivamente.

De esta forma, se identificó compañías que coticen en bolsa en Argentina y que se dediquen a la fabricación de productos.

Se tomaron las siguientes empresas:

- Agrometal: Fabricación de sembradoras, que se comercializan a través de una red de concesionarios.
- Ferrum: Fabricación y venta de artefactos sanitarios.

- Fiplasto: Fabricación y venta de tableros, planchas, bloques y demás productos originados en la madera.
- Grimoldi: Fabricación y comercialización de calzado, carteras y artículos afines.
- Longvie: Fábrica y venta de lavarropas y artefactos a gas.

Empresa	Cantidad de acciones (000's)	Precio acción 1/1/2017	Cap. bursátil (000's)	Deuda (000's)	Caja (000's)	Minoritarios (000's)	Enterprise Value (EV) (000's)	Ventas (000's)	EBIT (000's)	Ganancia neta (000's)	EV / Ventas 2016	EV / EBIT 2016	PE	Ganancia neta / Ventas
Agrometal	48,000	27.00	1,296,000	67,984	28,491	2,400	1,337,893	589,816	101,171	50,611	2.27	13.22	25.61	8.6%
Ferrum*	311,000	9.81	3,050,910	78,108	150,100	0	2,978,919	2,004,230	304,271	250,311	1.49	9.79	12.19	12.5%
Fiplasto*	67,430	7.07	476,730	89,094	488	0	565,336	460,948	36,247	17,380	1.23	15.60	27.43	3.8%
Grimoldi	44,308	68.70	3,043,926	664,186	205,671	597	3,503,039	3,613,813	613,705	166,248	0.97	5.71	18.31	4.6%
Longvie	153,642	6.18	949,505	168,438	45,905	0	1,072,038	1,029,236	55,515	36,614	1.04	19.31	25.93	3.6%
Promedio								1,539,609	222,182	104,233	1.40	12.73	21.89	6.6%
Mediana								1,029,236	101,171	50,611	1.23	13.22	25.61	4.6%
Mirgor	18,000	369	6,636,600	924,701	194,947	840,208	8,206,562	15,379,463	636,793	427,425	0.53	12.89	15.53	2.8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EE.RR. * a 30/06/2016, sino 31/12/2016

MIRGOR	ARS (miles)
Ventas 2016	15,379,463
EBIT 2016	636,793

Múltiplo EV (miles ARS)	Mediana	Promedio
EV / Ventas	18,862,347	21,506,742
EV / EBIT	8,420,986	8,103,797

Múltiplo EV (M USD)	Mediana	Promedio
EV / Ventas	1,172	1,336
EV / EBIT	523	503

Deuda neta	-45	-45
------------	-----	-----

EV	Mediana	Promedio
EV / Ventas	1,126	1,290
EV / EBIT	478	458

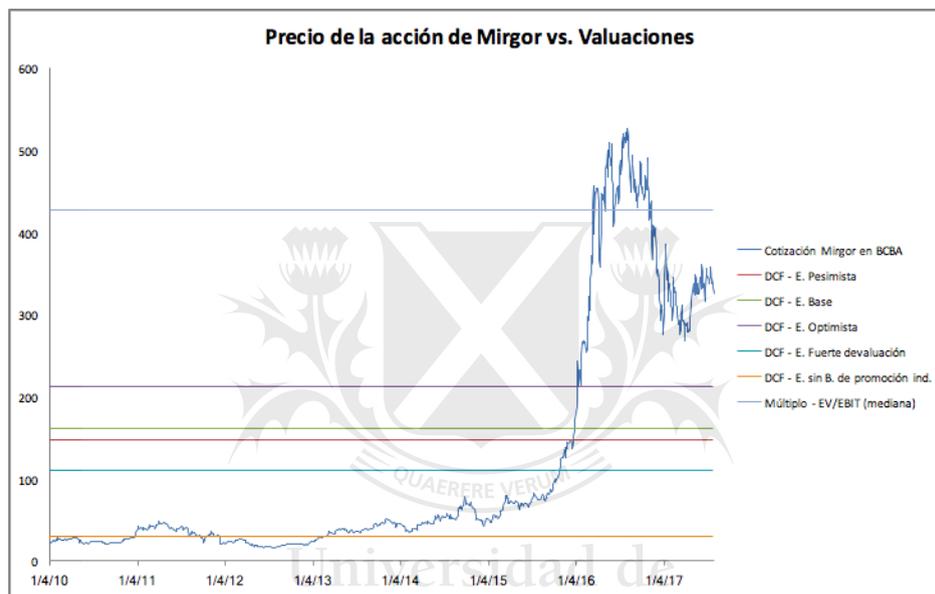
Múltiplo EV	Mediana	Promedio
EV / Ventas	1.23	1.40
EV / EBIT	13.22	12.73

TC => 1 USD= 16.1 ARS

11. Conclusión

Resumen de valuaciones:

Valuación	Valor del equity (M USD)	Valor del equity (M ARS)	Precio de la acción (ARS)
DCF - E. Pesimista	164	2,640	147
DCF - E. Base	181	2,920	162
DCF - E. Optimista	237	3,816	212
DCF - E. Fuerte devaluación	124	1,996	111
DCF - E. sin B. de promoción ind.	30	483	27
Múltiplo - EV/EBIT (mediana)	478	7,691	427
Capitalización bursátil 31/12/2016	315	5,076	282



12. Anexo:

Se transcriben las reseñas históricas de los años 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016 incluídos en la Memoria presentada por Mirgor donde la compañía detallada lo acontecido en cada año a nivel país, sector y compañía. Esta información es sumamente relevante ya que permite comprender los movimientos históricos y la evolución de la compañía.

12.1 Reseña histórica:

Mirgor inicia en el año 1983 sus actividades instalando su primera planta industrial en la ciudad de Río Grande, Pcia de Tierra del Fuego, la misma está destinada a proveer sistemas de climatización para la industria automotriz, más tarde se instalaría también en Córdoba, Santa Fe y Provincia de Buenos Aires.

En el año 1995 como una decisión estratégica de integración vertical, MIRGOR adquiere INTERCLIMA, su principal proveedor de intercambiadores de calor.

En 2004 se inicia el proceso de diversificación con la producción de Aire acondicionado domiciliario (Equipos Splits y ventana).

En 2009 se realiza la adquisición de IATEC, la empresa más joven del Grupo, empresa que está dedicada a la industria de electrónica de consumo, actualmente a través de la producción de Aire acondicionado domiciliario, microondas, y telefonía celular. En el año 2010 esta empresa realiza un acuerdo con NOKIA para la producción de celulares y en el año 2011 a través del acuerdo logrado con la firma LG se inició la producción de televisores.

El conjunto de empresas que consolida con Mirgor: Interclima, latec y Capdo, está organizado en dos unidades de negocios, ellos son: 1) automotriz y 2) electrónica de consumo, que incluye telefonía celular. El mercado en el que opera el grupo es el nacional. Las unidades de negocio, permiten optimizar los recursos y dar un mejor servicio a los clientes en cada uno de los mercados a los que se dirige la Compañía.

La unidad de negocio Automotriz concentra especialmente la climatización vehicular; la de Electrónica de Consumo, que fabrica y vende equipos de aire acondicionado residencial, hornos a microonda, televisores LCD y LED, reproductores Blu-ray y DVD y teléfonos celulares, exclusivamente con la marca NOKIA.

El conjunto de empresas que consolida con Mirgor ("Grupo Mirgor" o "Grupo"): Interclima, IATEC y Capdo, está organizado en unidades de negocios, ellas son: 1) automotriz, 2) electrónica de consumo (que incluye la telefonía celular) y 3) servicios. El mercado en el que opera el grupo es el nacional. Las unidades de negocio, permiten optimizar los recursos y dar un mejor servicio a los clientes en cada uno de los mercados a los que se dirige el Grupo y las estrategias del conjunto.

La unidad de negocio Automotriz que originalmente estaba dirigida a la climatización vehicular, incorporó como indicáramos anteriormente a través de IATEC los sistemas de información y entretenimiento, denominados infotainment, y; la de Electrónica de Consumo, que fabrica y vende equipos de aire acondicionado domiciliario y piso-techo, hornos a microondas, televisores y teléfonos celulares.

En julio de 2012, las sociedades controladas junto a otras sociedades radicadas en Tierra del Fuego fabricantes de productos electrónicos y electrodomésticos, firmaron un acuerdo de inversión mediante el cual dieron lugar a la constitución de la sociedad inversora CIAPEX S.A. y la sociedad administradora SAPI S.A., a las que se canalizarán aportes mediante el Fideicomiso de Garantía CIAPEX SA, con la finalidad de fomentar y solventar proyectos productivos destinados a la exportación y/o la sustitución de importaciones.

12.2 Reseña Año 2011:

Los resultados alcanzados durante el año son consecuencia de la gradual pero firme diversificación que ha realizado Mirgor, en virtud de las señales emanadas por las políticas gubernamentales, en especial en lo que tiene que ver con el Polo Electrónico de Tierra del Fuego.

La disponibilidad de cupos para nuevos proyectos y las alianzas estratégicas realizadas con empresas de renombre internacional han permitido incrementar las ventas y balancear mejor los resultados entre los distintos negocios encarados.

Para cumplir con los acuerdos mencionados, la Empresa realizó importantes expansiones tanto en superficie de plantas y depósitos, líneas de producción y control, como en personal capacitado para atender estas nuevas necesidades.

Lo destacable ha sido que el financiamiento de este crecimiento se ha realizado en una importante proporción con capital propio, reinvertiendo las utilidades que el negocio genera, con financiamiento comercial de proveedores que reconocen a la Compañía y su confiabilidad y con el apoyo de instituciones bancarias, seleccionadas cuidadosamente y que apoyaron la solicitud de pasar deuda corriente a no corriente, mejorando sustancialmente el perfil del financiamiento de la Compañía.

Un hecho muy destacable de la gestión realizada durante el año 2011 fue la del lanzamiento de muchos nuevos productos, tanto en líneas existentes como en nuevos negocios tales como TV, Audio y Video.

Mirgor en la industria automotriz

La compañía alcanzó nuevamente su récord histórico, con una venta de 391.091 sistemas de climatización, incluyendo las ventas al mercado de reposición.

La participación de mercado fue del 46,9%, en sistemas de climatización. Si incluimos las ventas de condensadores, los productos de Mirgor e Interclima, sumados, estuvieron presentes en el 54,9% de los autos que se produjeron en nuestro país.

El crecimiento de las ventas en unidades totales fue del 2,6%, cifra que se vio afectada por la pérdida de las ventas de sistemas a Peugeot Citroën Argentina, empresa que tomó la decisión de sustituir los productos de Mirgor por productos importados. El resto de los clientes de la Compañía tuvo muy interesantes niveles de expansión de su producción, en especial VW Argentina que incrementó su producción de la exitosa pick up Amarok.

Las ventas de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado alcanzaron las 350.259 unidades en el año 2011, lo que representó un crecimiento del 3,5%. Las ventas de sistemas para autos sin aire acondicionado fueron de 40.832, es decir una caída del 4,4%, lo que marca un nuevo incremento de la participación de aire acondicionado en el mix de ventas de la empresa.

Electrónica de consumo:

Aire acondicionado, hornos a microondas, TV, reproductores de audio y video:

El mercado de aires acondicionados registró una gran competencia y hubo una sobreestimación del mercado por parte de todas las empresas. Como consecuencia de esta situación, sobre el final del año, se verificó una caída de las unidades vendidas en relación a las optimistas estimaciones efectuadas a inicios del año. La anunciada eliminación de los subsidios a la energía puede haber tenido un impacto negativo sobre los consumidores que podrían haber postergado decisiones de consumo ante la expectativa de incrementos en sus facturas de servicios.

Pese a ello, y gracias a los importantes acuerdos estratégicos logrados por el Grupo Mirgor, las ventas de aire acondicionado residencial registraron un significativo incremento

en las unidades vendidas. El total de unidades vendidas fue de 306.087, un 41,8% de crecimiento en relación a las 215.855 realizadas en 2010.

Las ventas de hornos a microondas registraron una expansión muy importante, explicada por dos hechos importantes. Uno fue el de la consolidación de los acuerdos con Whirpool y LG y el otro estuvo relacionado con la necesidad de estas empresas de comprar productos locales, sustituyendo modelos que, anteriormente, eran importados por las empresas.

Las ventas del año 2011 fueron de 123.315, frente a 42.721 vendidas en el año anterior. El crecimiento fue del 189%.

En el mes de noviembre, la Empresa inició la producción de televisores LG, en sus versiones LCD y LED, y en el mes de diciembre la producción de reproductores de DVD y Blu-ray. Para el lanzamiento, se contó con el apoyo de técnicos coreanos que acompañaron la puesta en marcha de la moderna planta. Los inicios productivos resultaron muy exitosos, lo que fue reconocido por el cliente que se mostró muy satisfecho. En el año se vendieron 10.716 unidades de televisores y 792 unidades de reproductores.

Telefonía móvil:

El importante crecimiento que tuvieron las ventas de teléfonos celulares durante el año 2011, llevaron a esta área de negocios a constituirse en la de mayor facturación de las actividades realizadas por la Empresa.

La consolidación de la actividad y los buenos estándares de producción logrados por IATEC permitieron que NOKIA tomara la decisión de producir un altísimo porcentaje de los teléfonos vendidos en el mercado argentino, en Tierra del Fuego.

La planta ha logrado muy buenas mejoras de productividad, tanto en los tiempos de fabricación como en la utilización de espacios de carga, lo que le ha permitido mantener hasta 14 modelos distintos en producción simultánea.

En el año 2011, la empresa vendió 2.383.102 teléfonos, un incremento del 225% con relación a los 732.306 teléfonos vendidos en el año 2010. Es importante tener en cuenta que en el año anterior la producción se había lanzado en el mes de julio. El crecimiento del mercado, el aumento de la participación de mercado de Nokia y la sustitución de importaciones son los factores que explican el aumento de las ventas y permiten mantener buenas expectativas para el año 2012.

12.3 Reseña Año 2012:

Mirgor en la industria automotriz

La Compañía registró una caída de sus ventas de unidades en el año 2012. El volumen de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado pasó de 350.249 a 299.774, lo que representa una baja del 14,4% en relación a las ventas de 2011. La principal causa de esta baja fue la pérdida de la orden de compra del nuevo vehículo, Clio Mio, que sustituyó al modelo Clio anterior.

En lo que respecta a las ventas de sistemas de climatización para autos sin aire acondicionado, la empresa registró una caída del 63,9 %, pasando de un volumen de 40.832 unidades a 14.744 en el año 2012. Una parte de esta baja responde al crecimiento

que continúa teniendo la participación de aire acondicionado en los autos producidos en Argentina.

La producción de condensadores fue de 192.882 unidades, lo que representó una baja del 10% con relación a las 214.585 unidades producidas en el año 2011. La caída obedeció exclusivamente a la parada de producción de condensadores consumidos por Mirgor en Tierra del Fuego para el cliente Peugeot Citroën Argentina S.A.

Electrónica de consumo:

Aire acondicionado, hornos a microondas, TV, reproductores de audio y video

El mercado de aire acondicionado sufrió las consecuencias del sobrestock producido en la temporada anterior, lo que anticipaba una caída de las ventas para el año 2012. La política de la Compañía fue reducir la producción para evitar tener que ajustar los inventarios por la vía de reducir los precios de venta.

La Empresa trabajó, en línea con los requerimientos del Gobierno, en la sustitución de productos que permitieran lograr una mayor eficiencia energética.

El total de unidades vendidas en 2012 fue de 105.657, lo que representó una caída del 65,5% con relación a las 306.087 vendidas en 2011.

Si bien las ventas de hornos a microondas registraron una caída en relación las ventas registradas en el año anterior, siguiendo una tendencia que tuvo este mercado, se lanzaron nuevas líneas para Whirlpool, diversificando el portfolio de modelos del cliente, con muy buena aceptación en el mercado.

Las ventas del año 2012 fueron de 96.345, frente a 123.315 vendidas en el año anterior. La reducción del volumen fue del 22%.

El mayor crecimiento que registró la Empresa se produjo en las ventas de televisión, video y audio. En el caso de los dos primeros productos, la producción de IATEC se produjo en los últimos meses de 2011, y sirvió como curva de aprendizaje para comenzar a dominar los nuevos procesos productivos y sus modernas líneas de producción, que se instalaron en la planta de Tierra del Fuego en ese año.

Luego de este primer año de experiencia, se logró un interesante progreso en estas nuevas actividades lo que permitió vender: 80.507 aparatos de TV, 50.821 equipos de video reproducción y 42.155 equipos de audio. En este aspecto se produjo el lanzamiento de 10 nuevos modelos de LED TV. Con respecto a audio se produjo el lanzamiento de modelos de tope de gama de DVD, Blu-Ray, Home Theatre y audios mini.

Como se puede ver en las cifras, las ventas de estos productos registraron un importante crecimiento, y es en este segmento donde la Compañía espera continuar su expansión más importante. Uno de los factores que se agrega a estos planes es el reciente acuerdo firmado con Dell para producir notebooks.

Telefonía móvil

El mercado de teléfonos celulares durante el año 2012 tuvo un crecimiento que superó el 20%. De acuerdo a los análisis realizados, el 50% de éstos corresponde al segmento de teléfonos inteligentes "smartphones". Una parte de la explicación corresponde al creciente y extendido uso de las redes sociales en estos teléfonos, por lo que la

expectativa es que esta migración de los usuarios hacia productos de mayores prestaciones continúe avanzando. Un dato importante es que, en valor, estos modelos representan casi el 80% del valor de mercado de la telefonía móvil.

La Compañía logró aprovechar este crecimiento, registrando un incremento en su participación de mercado, apoyado en una atractiva gama de productos Nokia, incluyendo los teléfonos de baja gama, que se lanzaron el año pasado.

Todo este mayor volumen sumado a las constantes mejoras en la productividad de la planta, han permitido obtener satisfactorios resultados en esta línea de negocios que ya está plenamente consolidada luego de transcurridos dos años desde su lanzamiento. Esto permite, además, consolidar la alianza estratégica con Nokia.

En el año 2012 la empresa vendió 3.958.899 teléfonos, un incremento del 66,1% con relación a los 2.383.102 teléfonos vendidos en el año 2011.

12.4. Reseña Año 2013:

Las ventas de sistemas de climatización sufrieron una baja en volumen del 11%. La causa principal de esta caída fue la reducción de participación de mercado que tuvieron los principales clientes de Mirgor. El crecimiento de FIAT y FORD son los que explican el incremento de la producción automotriz de 2013. La primera tuvo una recuperación respecto de la caída que experimentó en 2012, mostrando los continuos altibajos que caracterizan el hecho de no tener plataformas exclusivas en Argentina para atender el Mercosur.

El volumen de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado pasó de 299.774 a 271.261, lo que representa una baja del 9,5% en relación a las ventas de 2012. Las principales causas de estas bajas fueron las bajas de modelos de GM y RENAULT cuyas exportaciones se redujeron con relación al año 2012.

En lo que respecta a las ventas de sistemas de climatización para autos sin aire acondicionado, Mirgor registró una caída del 41,7 %, pasando de un volumen de 14.744 unidades a 8.593 en el año 2013. Actualmente, la mayoría de los modelos que son provistos por Mirgor tienen 100% de demanda de aire acondicionado y esa es la causa principal por la que año tras año se registran menores porcentajes de participación de estos productos.

Electrónica de consumo:

Aire acondicionado, hornos a microondas, televisores y reproductores de audio y video y computadoras:

La producción de equipos de aire acondicionado de la industria creció un 4,8% con relación al año anterior, pese a que el final de 2012 resultó mucho menor a lo esperado en ventas lo que había provocado un alto sobrestock en el mercado. El calor y las condiciones comerciales, que sostuvieron las cuotas de tarjetas de crédito. Por estas razones, la temporada de ventas de estos productos resultó muy superior a lo esperado.

En esta línea de productos, Interclima trabajó en el desarrollo de proveedores nacionales, de acuerdo a lo previsto por el nuevo proceso productivo emitido por la Secretaría de Industria de la Nación.

La participación en el mercado de las marcas producidas por Interclima fue inferior a la del año anterior, alcanzando un total de 95.794 unidades vendidas, frente a 104.878 unidades del año 2012, lo que representó una caída del 8,7%.

La producción total de hornos a microondas se redujo un 1% con relación al año anterior. Estos productos están resultando caros y su demanda se ve reducida por esta situación.

En este rubro, IATEC también registró una caída de sus ventas con relación a 2012. En el año 2013 el registro fue de 76.071 unidades frente a 96.345 vendidas en el año anterior. La reducción del volumen fue del 21%.

La apuesta que realizó IATEC en el desarrollo de sus líneas de TV tuvo el éxito esperado durante el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2013. Esta mayor penetración de mercado, coincidió con el crecimiento de la actividad del sector, que aumentó su producción en un 12% con relación a 2012. La inminencia del Campeonato Mundial de Fútbol influye también en esta mejora, tal como ocurre cada cuatro años.

Por otra parte, IATEC tuvo una especialización en productos de mayor dimensión, lanzando aparatos de 55, 60 y 70 pulgadas.

Las ventas de TV pasaron de 80.507 unidades vendidas en el año 2012 a 208.097 unidades en 2013, lo que representa un 158,5%.

Las ventas de equipos de audio y video, cayeron a 24.497 y 11.123 unidades, respectivamente, de 42.155 y 50.821 unidades vendidas en el año 2012. Dado el bajo valor de estos productos, el impacto en la facturación no fue muy significativo.

En el año 2013, IATEC comenzó con la producción de notebooks de la marca Dell. Si bien los volúmenes fueron importantes para el primer año de fabricación, no se alcanzaron las cifras esperadas. Las ventas de la empresa en este rubro fueron de 34.194 unidades.

Lo más importante de este lanzamiento fue el haber puesto en marcha una línea de alta sofisticación, que permite realizar una serie importante de controles y el seguimiento de la producción desde los sistemas informáticos de IATEC. Esto provee una gran cantidad de información que acorta los tiempos de procesamiento y permite asegurar mejores estándares de calidad. Esta experiencia será de gran utilidad para compartir con el resto de las líneas de producción.

Telefonía móvil

El mercado de teléfonos celulares tuvo un comienzo que auguraba una caída de la demanda y de la producción significativas. Sobre todo porque en el final de 2012 se había registrado sobrestocks en los distintos canales del mercado. Sin embargo, a partir del segundo semestre se registró un cambio en esa tendencia, en especial para los productos Nokia que produce IATEC. La línea Lumia se amplió con modelos de alta y media gama, dando mayores alternativas a los consumidores.

En general, la mayor aceptación y demanda de smartphones de precios medios han contribuido a esta buena participación en el mercado. La producción total de teléfonos celulares del año tuvo una pequeña baja del 2,6%, sin embargo se registró un significativo aumento de los precios promedio, que obedecen a la tendencia de los consumidores a comprar modelos que ofrecen mayores prestaciones.

En el año 2013 la empresa vendió 3.971.051 teléfonos, un incremento del 1% con relación a los 3.958.899 teléfonos vendidos en el año 2012, lo que refleja un aumento en la participación en el mercado.

12.5. Reseña Año 2014:

Las ventas de sistemas de climatización sufrieron una baja en volumen del 23,6%, en línea con la caída de la producción automotriz.

El volumen de ventas de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado pasó de 271.261 unidades en 2013, a 207.753 unidades en 2014, lo que representa una baja del 23,4% en relación a las ventas del año anterior. En lo que respecta a las ventas de sistemas de climatización para autos sin aire acondicionado, Mirgor registró una caída del 29,5 %, pasando de un volumen de 8.593 unidades en el año 2013 a 6.062 unidades en el año 2014. Esta línea de productos ha pasado a tener una importancia menor, no superando el 3% de las unidades producidas.

Electrónica de consumo:

Aires acondicionados, hornos a microondas, televisores y reproductores de audio y video y computadoras:

El año se comportó de manera bien diferenciada en cada uno de los productos que se analizan. En el caso del aire acondicionado, las altas temperaturas registradas en los primeros meses del año 2014 provocaron un alza inesperada de la demanda de estos productos. Pese a ello, las ventas de productos fabricados en Tierra del Fuego (la gran mayoría de los equipos que se venden en el país) sufrieron una caída del 15,5% con relación al año 2013.

Las ventas en unidades crecieron de 95.794 unidades, vendidas en el año 2013 a 104.821 unidades durante este ejercicio. Con este volumen producido, Interclima recuperó el volumen producido en 2012. El mercado de hornos a microondas tuvo una significativa caída, superando el 40% de reducción en el año. La Sociedad registró una caída similar, pasando de 76.071 unidades vendidas en 2013 a 40.725 unidades en 2014.

El mercado de televisores no pudo aprovechar el impulso tradicional que otorgan las transmisiones de los Campeonatos Mundiales de Fútbol. Este hecho, sumado a los cambios que sufrió la tecnología en los últimos 4 años (Pantallas LCD, incremento de las transmisiones de Alta Definición, televisores con acceso a Internet, bajas de precios), auguraban un año de fuerte crecimiento para las ventas de estos productos.

Sin embargo, el año estuvo dividido en dos partes muy diferenciadas. La primera, donde se reflejaron los impactos del mundial, pese a que la reducción de la cantidad de cuotas conspiró contra las ventas proyectadas. La segunda parte sufrió los efectos del "enfriamiento post-mundial". En definitiva, el año terminó con una caída del orden del 19%.

A pesar de esto, IATEC pudo aumentar sus ventas y participación de mercado en este rubro, gracias al buen posicionamiento logrado por la marca LG. Las ventas aumentaron un 13,7%, pasando de 208.097 unidades en 2013 a 236.666 unidades en 2014.

Las ventas de equipos de audio y video fueron casi inexistentes durante el año 2014. Las fuertes bajas que sufrió el mercado se combinaron con una suba en las importaciones de productos y con algunos problemas de producción. Afortunadamente, la participación de estos productos es muy reducida dentro de la cartera de la Sociedad por lo que no impactó en los resultados finales del año.

La demanda de notebooks sufrió una caída significativa en el año 2014. Entre otras cosas, podrían estar influyendo las distintas alternativas que se ofrecen en el mercado, incluyendo el uso incremental de tabletas y de teléfonos inteligentes, más versátiles.

Por este motivo, los embarques de notebooks desde Tierra del Fuego cayeron más del 50% con relación al año 2013, lo que representa unas 300.000 unidades menos.

La Sociedad no estuvo exenta de este problema y tuvo una caída de ventas de computadores, pasando de 34.194 unidades vendidas en el año precedente, a 11.213 unidades correspondientes al año 2014.

Telefonía móvil

El mercado de teléfonos celulares tuvo una caída del 11% en relación a años anteriores. Esta tendencia se manifestó con mayor claridad en el segundo semestre del año 2014.

Además de esta situación, se produjeron cambios importantes en la participación de mercado de algunas marcas. Hacia el final de año, y por problemas relativos a cambios en las asignaciones de producción de las marcas con sus fabricantes de Tierra del Fuego, el mercado sufrió algunos desabastecimientos que explican una parte de la caída de las ventas.

La Sociedad pudo aprovechar la situación descrita más arriba y concretó un acuerdo para producir una parte de los teléfonos de la marca Samsung desde el mes de julio del año 2014. A pesar de esta importante novedad, la Sociedad tuvo una baja importante en sus ventas de teléfonos celulares en comparación con el exitoso año 2013. Las ventas pasaron de 3.971.051 unidades en el año 2013 a 2.754.222 unidades en el año 2014, una caída del 30,64%.

12.6 Reseña Año 2015:

La caída de las ventas de sistemas de climatización automotriz fue ligeramente menor que la registrada en la producción de autos, siendo del 9,7%. A pesar de que en los últimos meses, algunas terminales han hecho esfuerzos para abrir nuevos mercados de exportación y reducir la dependencia del mercado brasileño, todavía no se vieron resultados concretos.

En el año 2015, las ventas de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado fueron de 189.425 unidades, frente a las 207.753 que se vendieron en el año 2014. En lo que respecta a las ventas de sistemas de climatización para autos sin aire acondicionado las unidades vendidas alcanzaron las 3.616 unidades, frente a las 6.062 unidades vendidas en el año 2014.

Claramente, la cantidad de autos que se producen sin aire acondicionado es casi insignificante. La importante novedad del año ha sido el lanzamiento del abastecimiento a

Toyota de los sistemas de información y entretenimiento (infotainment). Si bien las cantidades iniciales han sido muy bajas, se trata de la curva de lanzamiento del vehículo que estará alcanzando las escalas de producción previstas durante los primeros meses del año 2016. Las ventas del año fueron de 8.464 unidades entregadas en el cuarto trimestre del año. También se lanzaron nuevos productos de climatización como los que abastecen al Mercedes Benz Vito y a las pick ups Lifan, producidas en Uruguay.

Electrónica de consumo:

Aire acondicionado y televisión

Teniendo en cuenta las restricciones al acceso de divisas para el pago de los abastecimientos importados, la empresa debió tomar decisiones de priorización de algunos negocios. Esta situación hizo que se dieran grandes cambios en la participación de mercado de las marcas, según el abastecimiento disponible. Esto también hizo que el mercado estuviera sub-abastecido, sobre todo en la primera parte del año.

En el caso de IATEC, la actividad tuvo una fuerte concentración en la segunda mitad del año, luego de haber trabajado muy fuerte con las marcas en la estructuración financiera de los pagos a proveedores, después de un primer semestre focalizado en la cancelación total de deudas. También influyó la incorporación de la producción de televisores Samsung a partir del mes de julio.

Hacia finales de año, la demanda se fortaleció ante las expectativas de devaluación y la inminente finalización de los planes de financiación. La producción de aire acondicionado tuvo un fuerte crecimiento, superando el 26% de variación con respecto al año 2014. Sin embargo, las ventas de la última parte del año no estuvieron a la altura de las expectativas por la tardía llegada del calor. Las ventas en unidades cayeron de 103.634 unidades vendidas en el año 2014 a 83.173 unidades en el año 2015, habiendo quedado un remanente de unidades que se entregarán en los meses del verano 2016. Interclima no pudo acompañar el crecimiento del mercado por la demora en los embarques de producto LG.

El mercado de televisión tuvo diferencias claras entre el primero y segundo semestre. La demanda insatisfecha del primero pudo ser cubierta con la mejora en las condiciones de importación. Este fue uno de los productos que tuvo un fuerte incremento de las compras hacia el final del año, lo que llevó a un crecimiento del 10,4% en la producción de unidades de Tierra del Fuego. Un dato curioso es que habitualmente la demanda es superior en los años de campeonato mundial de fútbol, sin embargo este año se superó el registro del año anterior.

En el caso de IATEC, el año tuvo una muy marcada concentración en la última parte del año, en especial en el último trimestre cuando se puso en marcha la producción de la marca Samsung, que se sumó a la recuperación de la de LG que había estado detenida en la mayor parte del primer semestre por los problemas de pagos al exterior descriptos anteriormente.

Las ventas aumentaron un 6,2%, pasando a 250.946 de las 236.241 unidades vendidas en 2014. Es importante explicar que las ventas de los últimos días del mes no pudieron ser facturadas a los clientes por problemas del corte de los inventarios pero han quedado concretadas y serán registradas en los primeros días del mes de enero.

Telefonía móvil

Pese a que las expectativas de muchos analistas eran que este mercado sufriría una caída en el año 2015, continuando la tendencia del año anterior, la demanda se mantuvo firme, lo que llevó a la producción a un crecimiento del 4,5%.

Los hechos relevantes que se pueden destacar son: el lanzamiento del servicio 4G y la promoción que hicieron las operadoras fue un factor importante para la sustitución de aparatos. Junto a ello se presentaron planes de financiamiento y nuevos modelos de mayores prestaciones. Estos lanzamientos llevaron el precio promedio por teléfono producido de 166 a 189 dólares por unidad.

Frente a este escenario de demanda, la oferta tuvo un comportamiento desigual. La actividad estuvo condicionada al acceso a las divisas para pago al exterior y esto se vio claramente reflejado en que la mayor producción se concentró en el último trimestre del año.

Estas situaciones también tuvieron sus consecuencias en la participación de las distintas marcas en el mercado. En la primera parte del año se registró el crecimiento de algunas de ellas que tradicionalmente tenía una muy baja participación de mercado. Hacia finales del año 2015, la tendencia se fue corrigiendo cuando la producción no dependió tanto de las divisas que estaban disponibles para pagos al exterior.

El hecho más destacado del año fue que se completaron doce meses de ventas de la marca Samsung, dado que en 2014 sólo fueron algunos meses ya que la producción se lanzó a mitad de ese año y tuvo una curva de crecimiento gradual mientras se consolidaba la planta industrial que fue montada en muy pocos meses al inicio del mismo.

Para analizar la actividad de esta unidad de negocio es importante tener en cuenta, no solamente las unidades que se comercializan sino también la gama de productos. Este año, se produjeron modelos de mayor precio promedio, lo que impulsó a un crecimiento de 4,5 veces el valor facturado.

En unidades, la Sociedad vendió 3.123.749 teléfonos, frente a 2.754.222 registrados en igual período de 2014. Al igual que en aires acondicionados y TV, la Sociedad ha tenido que postergar la entrega de productos cuyas ventas están confirmadas.

En el mes de febrero se culminó la obra de la sala de fabricación de autorradios para ser provistas a Toyota. Esta sala posee condiciones especiales de control medioambientales de temperatura, humedad y tamaños de partículas. El equipamiento de producción es de última generación procedente de Japón. En el mes de octubre comenzamos la fabricación de estos productos.

Durante los meses de marzo a julio, para satisfacer los requisitos de fabricación de TV para la marca Samsung, se reconfiguró una nave industrial de 1500 mts², instalando dos líneas de producción de TV (una para pantallas de 24" a 40" y la otra para pantallas hasta de 60"), además sobre otra nave de 1500 mts² se instaló una celda de fabricación de TV curvos de 65" y el punto de expedición. El inicio de producción se realizó a fines del mes de julio según el plan acordado con el cliente.

Durante el mes de setiembre se modificó la configuración de la planta de placas electrónicas y se realizó la ampliación de capacidad de las líneas de inserción automática con máquinas Panasonic de última generación. Asimismo se aumentó la capacidad de las líneas de inserción radial y axial.

En el mes de octubre se finalizó la ampliación de capacidad de la planta de telefonía Samsung, ampliando la sala de producción e instalando seis líneas más de montaje sobre las cinco existentes.

12.7 Reseña Año 2016:

Mirgor en la industria automotriz

La caída de las ventas de los sistemas de climatización automotriz de Mirgor se vio afectada por el fuerte impacto que sufrió la producción de sus clientes, especialmente en la primera mitad del año. La fuerte dependencia de Brasil no pudo ser revertida por algunos de ellos, excepto en el caso de Mercedes Benz que logró conquistar nuevos mercados. Sin embargo, estos productos no incluyeron sistemas de Mirgor.

La consolidación de la producción del nuevo modelo de General Motors, sumada a la recuperación que registró la venta al exterior permitió que las ventas del último trimestre del año fueran similares a las registradas en igual período del año anterior.

En el año 2016, las ventas de sistemas de climatización para autos con aire acondicionado fueron de 156.065, frente a las 189.425 que se vendieron en igual período de 2015, una caída del 17,6%. En lo que respecta a las ventas de sistemas de climatización para autos sin aire acondicionado la cantidad vendida alcanzó las 147 unidades lo que muestra que casi no existen autos sin aire acondicionado. Un producto que terminó por convertirse en un elemento infaltable de cualquier vehículo, sin importar su tamaño o su segmento de mercado.

En lo que respecta a la participación del Grupo Mirgor en la industria automotriz, es importante tener en cuenta que una parte de las caídas que se han registrado en la actividad de climatización se han visto compensadas por la incorporación de las ventas de sistemas de información y entretenimiento, infotainment.

La gran trascendencia que la empresa le había otorgado a esta nueva línea de productos se vio confirmada por la excelente campaña de ventas de los productos Hilux de Toyota.

A pesar de que las exportaciones a Brasil son importantes para la marca, la recuperación de ventas en el mercado argentino y a otros mercados regionales permitió que las ventas de IATEC fueran de 78.000 unidades.

Electrónica de consumo:

Si bien la producción y ventas de todos los productos electrónicos de TDF se vio reducida por la menor demanda y por los fuertes inventarios que se registraron durante el año, las estadísticas deben ser analizadas con detenimiento porque cada producto tuvo un comportamiento diferente.

La eliminación de la norma que impedía diferenciar precios de contado de precios financiados trajo alguna confusión al mercado, pero nuestra empresa está convencida que a la larga terminará redundando en una mayor transparencia. Entre otras cosas, esta medida es muy valorada por las empresas radicadas en Tierra del Fuego para mostrar que una parte importante de los precios de sus productos se ven afectados por la incorporación de costos de la última parte de la cadena de formación del precio.

Aire acondicionado

De los tres productos principales de la industria electrónica de Tierra del Fuego, el del aire acondicionado fue el que tuvo el mayor impacto negativo. La gran producción que se registró a finales de 2015 hizo que todo el canal comercial entrara al nuevo año con un altísimo nivel de inventarios que no fue acompañado por una demanda igualmente dinámica.

Pese a los enormes esfuerzos realizados por toda la cadena productiva y comercial para incentivar la demanda, existen algunos factores externos al propio valor de los productos en cuestión. La menor cantidad de días de calor y, principalmente, el temor al impacto de las nuevas tarifas eléctricas en los presupuestos de las familias son factores que juegan un papel importante en la retracción de la demanda.

La caída de la producción total de Tierra del Fuego fue del 35,8% en unidades, mientras que en valor superó el 52% de caída.

En lo que respecta a Interclima, su actividad fue mínima, solamente destinada a producir saldos de inventarios de materias primas disponibles en su planta. La caída de la demanda afectó con mayor fuerza a los productos de mayor precio lo que se reflejó en una menor actividad para la marca LG. La Dirección de la Sociedad centró sus esfuerzos en evaluar alternativas de negocios vinculadas a la fabricación de equipos de aire acondicionado, esperando el momento oportuno para su implementación.

Por su parte para la utilización en los productos de electrónica, se construyó una superficie de 3.500m² destinándose a depósitos de materia prima, con estas modificaciones se optimizó y logró la reducción de costos en servicios logísticos. Complementariamente a esta actividad, se trabajó en los procesos de modo tal de lograr con la sistematización de los mismos la reducción de costos en mano de obra, así como la obtención de mejoras de Performance de calidad y fiabilidad logística.

Televisión

Al igual que en el mercado de aire acondicionado, los precios de los productos tuvieron una fuerte baja, sobre todo en el final del año. En este caso, las unidades producidas superaron en más de un 8% las registradas en el año 2015, lo que llevó a una fuerte competencia entre marcas para poder mantener o incluso mejorar la participación de mercado.

Es importante recordar que las estadísticas de participación de mercado, por marcas, del año 2015 tenía una relación directa con el acceso a las divisas de cada fabricante por lo que, en un mercado de demanda, quien tenía productos los podía vender.

En 2016, ya sin problemas para importar, y con un mercado fuertemente abastecido, la competencia obligó a ser muy activo para poder capturar esa demanda más retraída. Sobre todo porque muchas compras se adelantaron a la devaluación que se esperaba con la llegada del nuevo gobierno.

La producción total registrada en Tierra del Fuego en el año 2016 fue de 3.463.000 unidades, comparadas con 3.165.000 realizadas en el año 2015.

IATEC tuvo un año completo de producción de televisores para la marca Samsung lo que permitió duplicar la producción de éstos en relación al año 2015.

Las ventas de aparatos de televisión de la compañía fueron de 417.929 unidades en el año 2016, frente a las 244.205 unidades vendidas en 2015. El crecimiento fue del 71%. Si bien hubo una pequeña reducción de la participación de LG en el total de producción, la actividad de la marca Samsung fue muy intensa.

Telefonía móvil

El inicio del año trajo sorpresa por la firme demanda de teléfonos, sin embargo la estadística estaba comparando un primer semestre 2015 que había estado influido por la falta de divisas para efectuar pagos al exterior. Esta situación, al igual que lo ocurrido en el mercado de televisores alteró totalmente la participación de las marcas en el mercado.

En este sentido, el año 2016 mostró una mayor normalidad y por eso Samsung logró recuperar un gran porcentaje de participación de mercado perdido el año anterior.

Una de las preocupaciones que tuvo el gobierno fue el de la mejora de las comunicaciones celulares y para ello solicitó ayuda a las empresas fabricantes y a las marcas para que acompañen el "Programa de Acceso a Internet Móvil" que se puso en marcha en el segundo semestre del año.

Estas ventas de teléfonos de bajo precio compensaron en parte la caída de demanda que se produjo en el segundo y tercer trimestre del año pero que llevó a que los precios promedio de los teléfonos se redujeran.

A medida que fue pasando el año se fue confirmando que el mercado de telefonía celular no escaparía a la situación general recesiva de la economía.

En el año 2016, las salidas de teléfonos de Tierra del Fuego se redujeron un 22,9%, pasando de 11.853.188 unidades en el año 2015 a 9.144.279 en 2016. Esta baja obedece a un stock acumulado en los canales comerciales registrado a finales del año 2015 y a la incidencia de productos ingresados en forma irregular en el mercado argentino.

Dado los nuevos requerimientos de operación durante el ejercicio se trabajó arduamente en la ampliación de la planta dedicada a la fabricación de celulares para la marca Samsung, aumentando la capacidad instalada con la incorporación de 6 líneas adicionales, contando ahora con 11 líneas de montaje.

Además de la menor demanda, un hecho que tiene un impacto muy importante en la caída de las ventas es el del contrabando de aparatos que cada año crece en relación al año anterior. La estimación que han hecho algunas marcas que tienen posibilidad de medirlo es que mediante esta actividad ilegal han ingresado más de 2,5 millones de teléfonos, lo que perjudica a los fabricantes, al fisco y al comercio legal que paga todos sus impuestos.

En el año 2016 se informó acerca de la rescisión del contrato para la producción de celulares para la marca Microsoft, lo cual no generó impactos significativos en las actividades del Grupo.

13. Bibliografía:

Documentos académicos

DAMODARAN, Aswath (2009). "Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies", Stern School of Business. Recuperado de:

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdffiles/papers/emergmkts.pdf>

DAMODARAN, Aswath (2017). "Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current", Stern School of Business. Recuperado de:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

DAMODARAN, Aswath (2017). "Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread", Stern School of Business. Recuperado de:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

FERNÁNDEZ, Pablo (2013), "Valoración de Empresas y sensatez", IESE, Universidad de Navarra. Recuperado de:

<http://web.iese.edu/pablofernandez/LibroVyS/Indice26mayo2015.pdf>

FERNÁNDEZ, Pablo (2004), "80 Common and uncommon errors in company valuation". IESE, Universidad de Navarra. Recuperado de:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=545546

KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc y WESSELS, David (2010). "Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey & Company.

Universidad de
San Andrés

Notas periodísticas

ALONSO, Horacio (2016). "Autos argentinos, con la mayor presión impositiva del mundo", Diario "Ámbito Financiero". Recuperado de:

<http://www.ambito.com/851487-autos-argentinos-con-la-mayor-presion-impositiva-del-mundo>

CABOT, Diego (2014). "Por la suba de impuestos, aumentan todos los autos", Diario "La Nación". Recuperado de:

<http://www.lanacion.com.ar/1656850-por-la-suba-de-impuestos-aumentan-todos-los-autos>

CAPELLO, Marcelo, MARCONI, Alejandra (2014). "Razones para la caída del sector automotriz", Diario "Bastión Digital". Recuperado de:

<http://ar.bastiondigital.com/notas/razones-para-la-ca%C3%ADda-del-sector-automotriz>

DALTO, Verónica (2016). "Por la baja del consumo, la industria de Tierra del Fuego trabaja al 50%", Diario "El Cronista". Recuperado de:

<http://www.cronista.com/economiapolitica/-Por-la-baja-del-consumo-la-industria-de-Tierra-de-l-Fuego-trabaja-al-50-20160811-0058.html>

DE ROSARIO, Jorgelina (2017). "Acuerdo automotor: las cinco claves del anuncio de Macri para producir 1 millón de autos por año", Diario "Infobae". Recuperado de:

<http://www.infobae.com/economia/2017/03/15/acuerdo-automotriz-las-cinco-claves-del-anuncio-de-macri-para-producir-1-millon-de-autos-por-ano/>

GARAU, Joaquín (2012). "Radiografía del mercado de los aires acondicionados", Revista "Apertura". Recuperado de:

<http://www.apertura.com/negocios/Radiografia-del-mercado-de-los-aires-acondicionados-20121108-0001.html>

GONZÁLEZ PÉREZ, Leo (2013). "La gente cambia el celular cada 15 meses por estética", Diario "Clarín". Recuperado de:

http://www.clarin.com/sociedad/gente-cambia-celular-meses-estetica_0_BJAa_tjDQI.html

JUEGUEN, Francisco (2016). "El 54,8% del precio final de un auto 0 km son impuestos", Diario "La Nación". Recuperado de:

<http://www.lanacion.com.ar/1929897-el-548-del-precio-final-de-un-auto-0-km-son-impuestos>

KANENGUISER, Martín (2017). "La inflación fue de 2,6% en abril y trepó a 27,5% en 12 meses, según el Indec", Diario "La Nación". Recuperado de:

<http://www.lanacion.com.ar/2022591-la-inflacion-fue-de-26-en-abril-y-trepa-a-275-en-12-meses-segun-el-indec>

MUSCATELLI, Natalia (2015). "Por cambios en el impuesto los autos aumentan hasta 15%", Diario "Clarín". Recuperado de:

http://www.clarin.com/ieco/cambios-impuesto-autos-aumentan_0_rkfRIqwmg.html

PALLARES, José Hidalgo (2013). "El alza de impuestos afectará en 2014 a casi el 70% de los autos que se venden en el país", Diario "La Nación". Recuperado de:

<http://www.lanacion.com.ar/1643044-el-alza-de-impuestos-afectara-en-2014-a-casi-el-70-de-los-autos-que-se-venden-en-el-pais>

S/A (2004). "Los beneficios impositivos y aduaneros del régimen promocional de Tierra del Fuego", El Cronista. Recuperado de:

<https://www.cronista.com/impresageneral/Los-beneficios-impositivos-y-aduaneros-del-regimen-en-promocional-de-Tierra-del-Fuego-20041018-0064.html>

S/A (2014). "Patentamiento automotor: evolución histórica de la venta de vehículos nuevos", Diario La Nación. Recuperado de:

<http://www.lanacion.com.ar/1665557-patentamiento-automotor-evolucion-historica-de-la-venta-de-vehiculos-nuevos>

S/A (2014). "DJAI no regulan importación, la controlan", Diario "Ámbito Financiero".
Recuperado de: <http://www.ambito.com/756190-djai-no-regulan-importacion-la-controlan>

S/A (2015). "Por la baja actividad cae el empleo en las autopartistas", Diario "La Nación".
Recuperado de:
<http://www.lanacion.com.ar/1844928-por-la-baja-actividad-cae-el-empleo-en-las-autopartistas>

S/A (2015). "Mirgor invirtió \$248 millones para ampliar su producción", Diario "El Sureño".
Recuperado de:
<http://www.surenio.com.ar/2015/08/mirgor-invirtio-248-millones-para-ampliar-su-produccion>

S/A (2016). "Toyota incrementará 30% su producción en 2017", Diario "El Economista".
Recuperado de:
<http://www.eleconomista.com.ar/2016-07-toyota-incrementara-30-su-produccion-en-2017/>

S/A (2016). "Toyota concluyó la ampliación de la planta de Zárate", Sitio "Autoblog".
Recuperado de:
<http://autoblog.com.ar/2016/03/03/toyota-concluyo-la-ampliacion-de-la-planta-de-zarate/>

S/A (2016). "El sector de electrodomésticos proyecta una caída de las ventas del 20 por ciento", Diario "BAE". Recuperado de:
<http://www.diariobae.com/article/details/97972/el-sector-de-electrodomesticos-proyecta-una-caida-de-las-ventas-del-20-por-cient>

S/A (2016). "El negocio del año: las acciones de Mirgor, de Nicolás Caputo, subieron 153% en 4 meses", Diario "El Cronista". Recuperado de:
<http://www.cronista.com/finanzasmercados/El-negocio-del-ano-las-acciones-de-Mirgor-del-amigo-de-Macri-subieron-153-en-4-meses-20160503-0103.html>

S/A (2016). "¿Por qué sube la acción de Mirgor?", Diario "El Cronista". Recuperado de:
<http://www.cronista.com/finanzasmercados/Por-que-sube-la-accion-de-Mirgor-20160504-0096.html>

S/A (2017). "Macri anunció un acuerdo para llegar a producir un millón de autos para el 2023", Agencia de Noticias "Télam". Recuperado de:
<http://www.telam.com.ar/notas/201703/182466-macri-acuerdo-industria-automotriz.html>

S/A (2017). "Mirgor dejó de fabricar celulares Nokia y Lumia", Diario "El Diario del Fin del Mundo". Recuperado de:
<http://www.eldiariodelfindelmundo.com/noticias/2017/01/06/70218-mirgor-dejo-de-fabricar-celulares-nokia-y-lumia>

S/A (2016). "La "guerra" de las marcas: estos son los ganadores y perdedores del millonario negocio de la tecnología en la Argentina", Diario "iProfesional". Recuperado de:

<http://www.iprofesional.com/notas/233820-La-guerra-de-las-marcas-estos-son-los-ganadores-y-perdedores-del-millonario-negocio-de-la-tecnologia-en-la-Argentina>

Otras fuentes bibliográficas

BAYONA, Patricio, CATRI, Gabriela, MINGUILLÓN, Cecilia (2016). "Newsan S.A. - Informe Integral), FIX SCR afiliada de Fitch Ratings. Recuperado de:

<http://www.binteractive.com.ar/newsan/Newsan%20Calificaci%C3%B3n%20FIX.pdf>

SEDANO, Fernando, CARVALHO, Arthur, ALMEIDA, Lucas y varios autores (2017). "Argentina - A Virtuous Cycle of Rising Growth and Returns", Morgan Stanley Research.

S/A (2015). "Anuario 2015. Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA)". Recuperado de:

<http://www.adefa.org.ar/upload/anuarios/anuario2015/1.pdf>

S/A (2016). "Informe ADEFA. Evolución de la producción, exportaciones y ventas a concesionarios". Recuperado de:

<http://www.adefa.org.ar/upload/estadisticas/resumen-2016-12-es.pdf>

S/A (2016). "Reporte Patentamientos". Recuperado de:

http://www.acara.org.ar/estudios_economicos/trabajos.php#

S/A (2016). "Global Mobile Trends", GSMA Intelligence.

S/A (2016). "La economía móvil. América latina 2016", GSMA Intelligence.

S/A (2016). "Smartphones: The Time Of Double Digit Growth is Over", Kantar World Panel

S/A (2016). "Tardamos 20 meses en cambiar nuestros smartphone", Kantar World Panel. Recuperado de:

<https://www.kantarworldpanel.com/es/Noticias/Tardamos-20-meses-en-cambiar-nuestro-Smartphone>

S/A (2017). "Acuerdo por la producción y el empleo. Cadena Automotriz. Plan Un Millón". Recuperado de:

<http://www.produccion.gob.ar/acuerdoautomotriz/>

S/A (2017). "Acuerdo automotriz: gobierno, empresas y sindicatos trabajan juntos para mejorar la producción y el empleo". Recuperado de:

<http://www.produccion.gob.ar/acuerdo-automotriz-gobierno-empresas-y-sindicatos-trabajan-juntos-para-mejorar-la-produccion-y-el-empleo/>

S/A (2017). "Smartphone OS Market share", Kantar World Panel. Recuperado de:

<https://www.kantarworldpanel.com/global/smartphone-os-market-share/>

S/A (2017). "Daily Treasury Yield Curve Rates", U.S. Department of the Treasury. Recuperado de:
<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldAll>

S/A (2017). "Serie Histórica Spread del EMBI", Banco Central de la República Dominicana. Recuperado de:
www.bancentral.gov.do/entorno_int/Serie_Historica_Spread_del_EMBI.xlsx

S/A (2017). "Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2022", The Statistics Portal. Recuperado de:
<https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

S/A (2017). "Tipo de cambio ARS/USD". Banco de la Nación Argentina. Recuperado de:
<http://www.bna.com.ar/>

S/A (2017). "Mobile Phones in Argentina". Passport - Euromonitor International.

