

SPECIAL SITUATION · AGROINDUSTRIA EXPORTADORA

SAMI

Una compañía líder en limón con activos relevantes, pero con una estructura financiera que condiciona el valor para el accionista.

CONCLUSIÓN DE INVERSIÓN

ESPERAR

No tomar una posición estructural. El caso requiere señales verificables de refinanciación y recuperación operativa.

Riesgo

9/10

PRECIO

**ARS
519**VALOR
FUNDAMENTAL**ARS
236**VALOR
ESPERADO**ARS
536**

HORIZONTE

**18–
24m**

DEUDA NETA

USD 208 M

DEUDA / EBITDA

13,9x

COBERTURA INTERESES

0,5x

PREGUNTA 1

¿Por qué este caso requiere una mirada distinta?

Porque la calidad industrial y comercial de la compañía convive con una estructura de capital muy exigente. Para el accionista, el resultado depende menos del valor bruto de los activos y más de cómo evoluciona la deuda.

Composición del valor de la empresa

USD 50 M 19%**USD 208 M · 81%**

■ Capital de accionistas ■ Deuda neta

Cada USD 100 de valor de empresa corresponde aproximadamente a USD 19 de equity. Esto aumenta la sensibilidad de la acción frente a cambios relativamente pequeños en EBITDA, refinanciación o dilución.

Activos

Plataformas productivas en Argentina, Uruguay y Sudáfrica.

Negocio

Más de 90% de las ventas son exportaciones.

Balance

La deuda excede ampliamente la generación operativa actual.

Opcionalidad

El valor puede expandirse si el EBITDA normaliza y baja el leverage.

COBERTURA DE INTERESES

0,5x

El EBITDA cubre solo la mitad del costo financiero estimado.



DEUDA NETA / EBITDA

13,9x

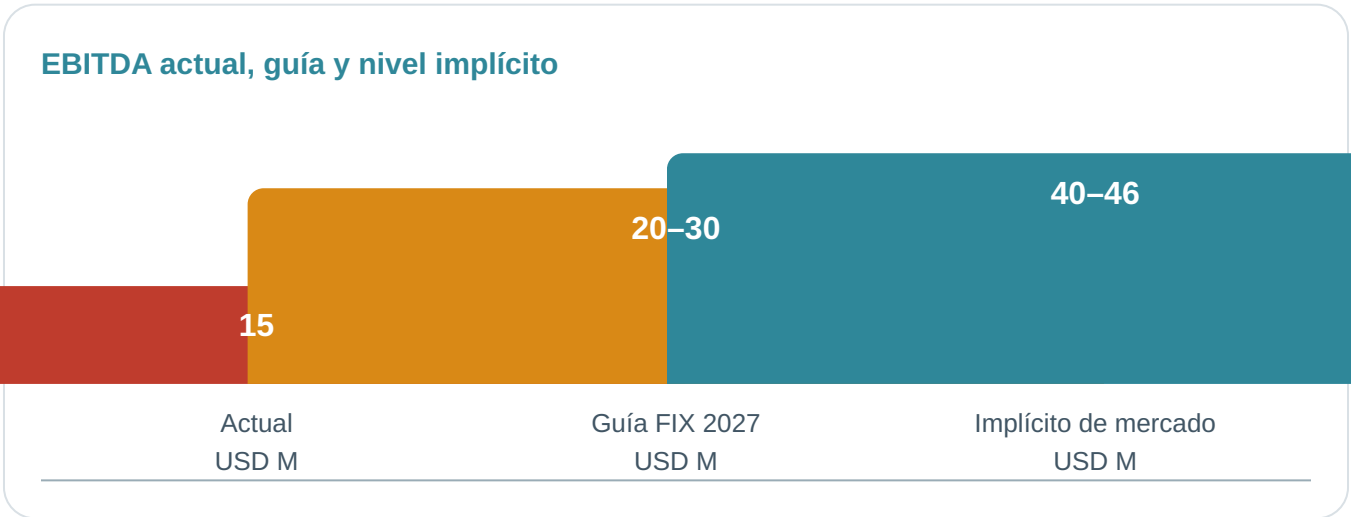
Mejóro desde 26x, pero permanece en una zona de riesgo financiero elevado.



PREGUNTA 2

¿Qué recuperación parece descontar el precio?

Bajo supuestos razonables de costo de capital y crecimiento, la valuación actual parece consistente con un EBITDA normalizado de aproximadamente USD 40–46 millones.



Lo que hoy refleja el mercado	
Recuperación operativa	Relevante
Normalización de margen	15–18%
Desapalancamiento	Parcial
Pivot a ingredientes	Exitoso

Qué exige ese análisis	
EBITDA vs. actual	≈3x
FCFF normalizado	USD 18–21 M
ROIC normalizado	7–9%
Riesgo de ejecución	Elevado

El precio actual parece incorporar una parte importante de la recuperación. La oportunidad mejora si el EBITDA crece más rápido de lo esperado o si la deuda se reduce sin una dilución significativa.

PREGUNTA 3

¿Qué resultados puede enfrentar el accionista?

El promedio de valuación es poco representativo porque la distribución de resultados es asimétrica: el escenario adverso destruye gran parte del capital, mientras que el escenario favorable concentra la mayor parte del potencial.

**BEAR ·
REESTRUCTURACIÓN****-77%**

Probabilidad estimada: 40%
Falla la refinanciación,
persiste el EBITDA bajo
o se produce una
recapitalización muy
dilutiva.

TP: ARS 120**BASE ·
DESAPALANCAMIENTO
LENTO****≈0%**

Probabilidad estimada: 40%
La compañía conserva
acceso al crédito,
recupera EBITDA, pero
el equity captura poco
valor incremental.

TP: ARS 520**BULL · CICLO + RE-
RATING****+170%**

Probabilidad estimada: 20%
Mejora el ciclo, EBITDA
supera USD 45 M y el
negocio logra acercarse
a múltiplos de
ingredientes naturales.

TP: ARS 1.400**PRECIO ACTUAL****ARS 519****VALOR FUNDAMENTAL
PONDERADO****ARS 236****VALOR ESPERADO
PROBABILÍSTICO****ARS 536**

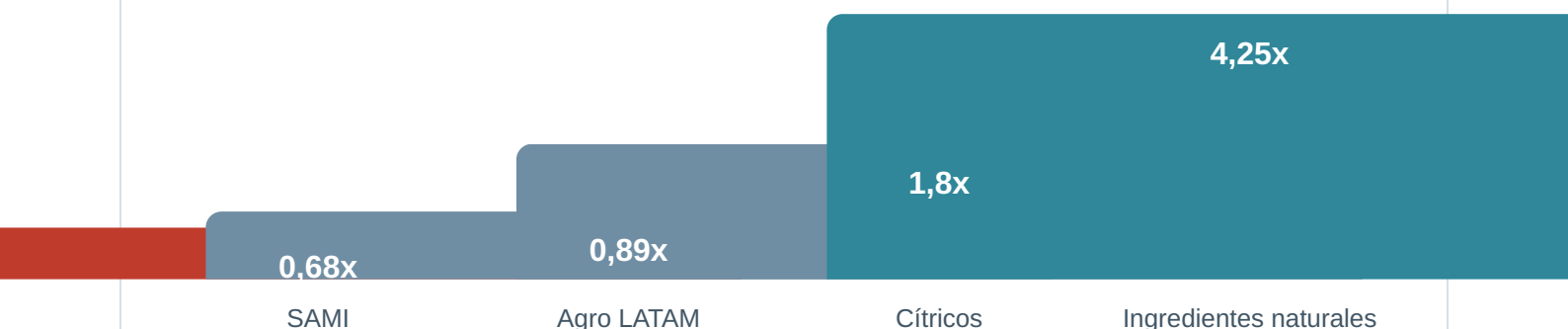
Una mirada posible: el +3% de valor esperado no describe una inversión de riesgo moderado. Resume una distribución bimodal donde los extremos importan más que el promedio.

PREGUNTA 4

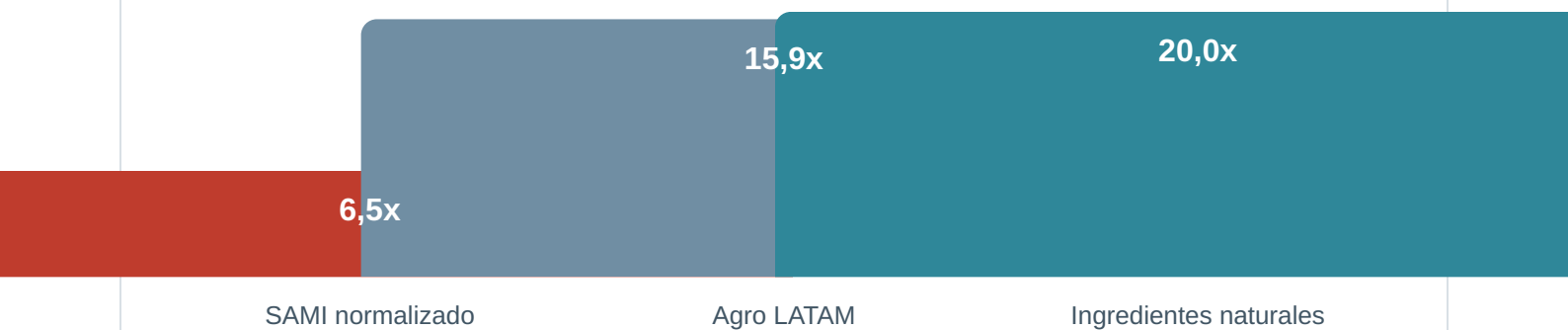
¿Cómo se compara SAMI con otras compañías?

SAMI cotiza con descuento frente a comparables regionales y de ingredientes naturales. Ese descuento no es automáticamente una oportunidad: refleja menor rentabilidad, mayor leverage y riesgo de dilución.

Precio / Valor libro



EV / EBITDA normalizado



Interpretación: el re-rating potencial existe, pero está condicionado. Para capturarlo, SAMI debe primero reducir su riesgo financiero y demostrar que el negocio puede sostener márgenes comparables a los de ingredientes naturales.

PREGUNTA 5

Riesgos para el accionista de SAMI

La matriz combina el riesgo cualitativo con un indicador verificable. El objetivo es transformar la sección de riesgos en un tablero que pueda actualizarse en cada balance.

RIESGO	RATIO EXPLICATIVO	VALOR ACTUAL	UMBRAL / SEÑAL	ESTADO
● Refinanciación	Cobertura de intereses	0,5x	>1,5x mejora; >3x más saludable	CRÍTICO
● Dilución	Deuda neta / EBITDA	13,9x	<6x reduce necesidad de capital	CRÍTICO
● Generación de caja	FCFF	Negativo / marginal	Positivo y recurrente	ALTO
● Recuperación operativa	EBITDA	USD 15 M	>USD 30 M	ALTO
● Rentabilidad	Margen EBITDA	≈8%	>15%	ALTO
● Liquidez	Caja / deuda neta	≈6%	Mayor cobertura de vencimientos	ALTO
● Ciclo y clima	EBITDA / campaña	USD 15 M	Evitar dos años <USD 20 M	ALTO

Indicadores prioritarios: cobertura de intereses, deuda neta/EBITDA y FCFF. Son los tres ratios que mejor resumen si el equity está ganando o perdiendo capacidad de capturar la recuperación.

PREGUNTA 6

Condiciones para el Bull Case

La recomendación no depende de una narrativa, sino de eventos observables. La siguiente matriz define qué señales justificarían aumentar o reducir exposición.

Se transforma en compra si...

- Se cierra la línea multilateral de **USD 81 M.**
- El EBITDA alcanza al menos **USD 30 M.**
- La deuda neta/EBITDA converge desde 13,9x hacia **menos de 6x.**
- La mejora se financia con flujo y no con una recapitalización fuertemente dilutiva.

Conviene evitar o salir si...

- Se anuncia un aumento de capital relevante a precios deprimidos.
- Falla la refinanciación del muro 2026–2027.
- Dos campañas consecutivas mantienen el EBITDA por debajo de **USD 20 M.**
- El apalancamiento deja de mejorar pese al apoyo del accionista controlante.

Tablero trimestral

DEUDA / EBITDA

13,9x

Meta: <6x

COBERTURA
INTERESES**0,5x**

Meta: >1,5x

EBITDA

USD 15**M**

Meta: >USD 30 M

MARGEN EBITDA

≈8%

Meta: >15%

CONCLUSIÓN

Mirada de Patagon Capital

Qué está respaldado por los datos

San Miguel conserva activos productivos relevantes, escala exportadora y una opción estratégica vinculada a ingredientes naturales.

Al mismo tiempo, el EBITDA actual no cubre el costo financiero y el apalancamiento sigue siendo muy elevado.

Qué inferimos

La cotización parece incorporar una recuperación operativa exigente.

Por eso, el retorno para el accionista depende más de la velocidad del desapalancamiento y de la dilución que de una mejora moderada del negocio.

Metodología y fuentes

Fuentes principales: EEFF auditados PwC al 31-12-2024; informe FIX SCR de febrero de 2026; BYMA/BullMarket; OpenBB/yfinance; FX MEP.

Valuación: Reverse DCF para inferir EBITDA implícito; DCF explícito 2026–2030; comparables por múltiplos; escenarios probabilísticos.

Supuestos destacados: WACC 10%; crecimiento terminal 2%; D&A estimada USD 13 M; tasa 35%.

Limitaciones: micro-cap ilíquida; algunos line items en USD son estimados; los escenarios son reconstrucciones propias y no constituyen guidance de la compañía.

Disclaimer. Documento de research con fines informativos. No constituye asesoramiento de inversión personalizado ni recomendación individual. Patagon Capital no es asesor registrado. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Instrumento ilíquido y de alta volatilidad.