

1 de octubre de 2021

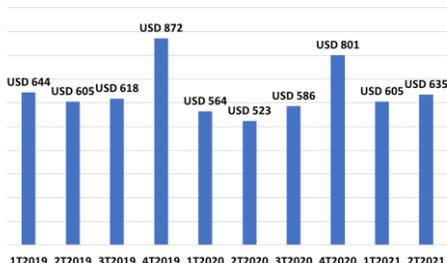
Arcor

Arcor es un grupo multinacional argentino que se especializa en consumo masivo (chocolates, galletas, golosinas y productos alimenticios), agronegocios y packaging. La compañía es la principal empresa de alimentos de Argentina, el primer productor mundial de caramelos duros y el principal exportador de golosinas de Argentina, Brasil, Chile y Perú. Arcor se constituye como una de las empresas líderes de galletas, alfajores y cereales de toda América Latina en conjunto con Bagley Latinoamérica S.A., sociedad conformada con el Grupo Danone la cual Arcor gerencia al poseer el 51% del capital. Además, la compañía cuenta con 49% de participación accionaria en la empresa líder de lácteos Mastellone Hnos. Arcor es el grupo argentino con mayor cantidad de mercados abiertos llegando a más de 100 países.

Ventas

Arcor presentó excelentes resultados en su último cierre al segundo trimestre de 2021¹. Las ventas totales fueron por USD 635 millones. Esto representó una mejora con respecto al mismo trimestre de 2020 del 21% y del 5% con respecto a 2019. Los ingresos de Arcor ya demuestran haber alcanzado niveles de pre-pandemia. Al primer semestre del 2021 acumula un total de ventas por USD 1.240 millones, 14% más que el año anterior y apenas 1% menos con respecto a 2019.

Ventas Totales en millones de USD últimos 10 trimestres

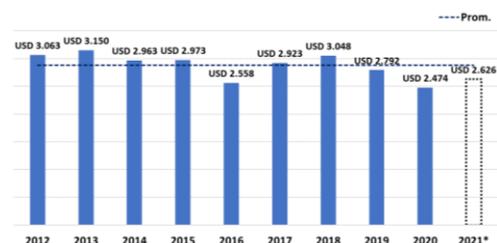


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

¹ Arcor comunicó en su último cierre que hasta el momento han podido cursar operaciones de cambio en del mercado mayorista con previa autorización del BCRA. Por lo tanto, los resultados, activos y pasivos detallados a continuación, sean en pesos o en moneda extranjera, según el caso, salvo expresa aclaración han sido valuados al tipo de cambio oficial de los diferentes periodos.

Como estimamos en nuestro último informe ([ver resumen](#)), por la estacionalidad del sector y el esperado rebote económico, Arcor cerró el 2020 con una muy buena performance en el último trimestre. Si proyectamos un segundo semestre de 2021 similar a lo ocurrido en 2020, las ventas anuales en USD para 2021 estarían muy cercanas a su promedio histórico. Esto es muy destacable, considerando el contexto de lenta recuperación e incertidumbre a nivel local y las consecuencias de la pandemia a nivel global. Arcor, al pertenecer a un sector más defensivo, demuestra fortaleza que resiste muy bien a los ciclos.

Ventas Totales en millones de USD (2012-2021*)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Profundizando el análisis sobre las ventas, todas las regiones han aportado a la recuperación interanual. Al cierre del primer semestre de 2021 Argentina representó al 70% de la facturación, niveles similares a los alcanzados en los mismos periodos de 2020 y 2019. Entre las ventas en el extranjero, la región Andina (Chile, Perú, Ecuador y Colombia) muestra un importante aumento, mientras que Brasil demostró una mejora con respecto al año anterior pero aún tiene lugar para recuperar valores de 2019.

El 30% de los ingresos generados por ventas en el extranjero, le brindan a la compañía mayor capacidad de generación de divisas libres de la regulación local para hacer frente a sus compromisos de deuda. Será clave seguir monitoreando la presencia y la expansión de Arcor en los mercados extranjeros en los próximos resultados trimestrales.

En este sentido, y como fue mencionado en el resumen anterior, Arcor continúa avanzando en la instalación de una planta industrial en Angola para producir y comercializar productos desde aquel país. La empresa desembarcara en el continente africano a través de una joint-venture

de la mano de Webcor, una de las mayores empresas de distribución de alimentos en Angola. En el marco de este proyecto Arcor envió a finales de 2020 líneas de maquinarias para elaboración de caramelos y planea que la nueva planta inicie su actividad para finales de 2021. La producción de Angola se abastecería de productos semielaborados y materias primas exportadas desde la Argentina.

Arcor (mill. de USD)	6M21	% Seg	6M20	% Seg	Var (%)	6M19	% Seg	Var (%)
Argentina	866	70%	797	73%	9%	850	68%	2%
Brasil	104	8%	95	9%	9%	129	10%	-19%
Región Andina	152	12%	109	10%	39%	145	12%	4%
Norte, Centro y Oversea	60	5%	36	3%	67%	60	5%	0%
Filiales Sur	58	5%	50	5%	17%	64	5%	-10%
Total	1.240	100%	1.087	100%	14%	1.249	100%	-1%

Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

EBITDA y Márgenes

En el primer semestre de 2021 Arcor alcanzó un EBITDA de USD 148 millones, prácticamente sin variaciones con respecto a 2020. La mejora en las ventas se vio compensada por el aumento de los costos por compras de los productos biológicos y el incremento de gastos de producción y prestación de servicios. Efecto que se puede explicar en parte por la inflación interanual local del periodo (50%) que corrió por encima de la devaluación del tipo de cambio oficial (36%). De esta manera tanto el margen operativo como el margen EBITDA mostraron un leve retroceso con respecto al año anterior.

Arcor (mill. de USD)	2T21	2T20	Var (%)	6M21	6M20	Var (%)
Ventas	635	523	21%	1.240	1.087	14%
EBITDA	76	68	12%	148	150	-1%
Resultado operativo	56	49	15%	113	112	1%
Resultado neto	48	9	417%	91	17	437%
Margen operativo	9%	9%	-46 pb	9%	10%	-116 pb
Márgen EBITDA	12%	13%	-102 pb	12%	14%	-184 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Perfil de deuda

Al cierre del primer semestre de 2021, la compañía totalizó una deuda financiera de USD 732 millones. La deuda se compone por obligaciones negociables (76%) y préstamos bancarios (24%).

De las deudas financieras totales, la obligación negociable con vencimiento en 2023 es la única denominada en dólares y representa casi el 70% de la deuda total, USD 500 millones. La ON tiene cupón del 6%, pagos semestrales y amortiza la

totalidad a su vencimiento. El resto de las obligaciones negociables son emisiones en pesos con pagos de capital e intereses con ajuste a tasa Badlar más margen porcentual fijo.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos de USD 159 millones, la misma ronda los USD 572 millones. Casi en idénticos niveles al cierre del primer trimestre de 2021 y 8% menos que el stock de deuda al mismo periodo del año anterior.

La deuda neta representa 1,8 veces el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses (Net Leverage), un nivel de apalancamiento equilibrado considerando que el peso de los vencimientos recae en 2023 y que el cálculo no contempla una mejora de las ventas con respecto al segundo semestre de 2020. Por otro lado, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representa 3 veces su pago anual (Interest Coverage). Ambos ratios muestran una mejora con respecto al año anterior gracias a los efectos de un mayor EBITDA acumulado y una reducción de la deuda y los intereses.

Arcor (mill. de USD)	2T21	1T21	Var (%)	2T20	Var (%)
Deuda Total	732	738	-1%	778	-6%
Caja y equivalentes	159	165	-4%	157	1%
Deuda Neta	572	573	0%	620	-8%
EBITDA (últ. 12 meses)	326	318	3%	289	13%
Deuda Neta/EBITDA	1,8	1,8	0,0	2,1	-0,4
Intereses (últ. 12 meses)	108	107	1%	121	-11%
EBITDA/Intereses	3,0	3,0	0,1	2,4	0,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Por otra parte, como alternativa, podemos realizar un ejercicio de mayor estrés cambiario. Si el BCRA le negase a Arcor el acceso al mercado oficial de cambios, la compañía deberá obtener dólares al tipo de cambio CCL para el pago de su deuda. Este escenario permitiría a la empresa a acceder a los dólares generados en el exterior, pero no dejaría a Arcor la posibilidad de dolarizar los flujos en pesos generados localmente.

De esta forma, la deuda total se reduciría a USD 635 millones, por el efecto devaluatorio que se produciría en la composición de deuda en pesos del 30%. De igual forma los intereses en USD se reducirían un 15%, para totalizar los USD 91 millones. Por su parte, la caja y activos líquidos disminuía solo un 14%, ya que estimamos que aproximadamente un 69% de la misma esta denominada en moneda extranjera. Como

resultado, la deuda neta bajaría en este escenario a USD 497 millones.

Por su parte, el EBITDA se vería fuertemente desvalorizado. A pesar de que la compañía factura aproximadamente el 30% de sus ventas en mercados externos, el EBITDA generado por los negocios en el extranjero fue de solo el 13% en el primer semestre de 2021. La desvalorización en USD de la porción de EBITDA generado en el mercado local llevaría al mismo a totalizar los USD 194 millones.

Con estas nuevas variables financieras de stock y flujo, la relación Deuda Neta/EBITDA (Net Leverage) empeoraría de 1,8 veces a valores en torno al 2,6 mientras que la relación EBITDA/Intereses (Interest Coverage) disminuiría de 3 a valores más cercanos a 2,1.

Arcor (mill. de USD)	2T21* TC CCL	Var (%)
Deuda Total	635	-13%
Caja y equivalentes	138	-14%
Deuda Neta	497	-13%
EBITDA (últ. 12 meses)	194	-41%
Deuda Neta/EBITDA	2,6	0,8
Intereses (últ. 12 meses)	91	-15%
EBITDA/Intereses	2,1	-0,9

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

El bono con vencimiento en 2023 opera actualmente en torno al 99% clean en el exterior, con una TIR de 5,8% y duration de 1,7. Como se observa en el gráfico anterior, a pesar de haber sido arrastrados por la prima de riesgo argentina en varias oportunidades, los bonos tuvieron una gran recuperación post- PASO 2019, post-pandemia y post- incremento de intervención del BCRA en el mercado cambiario. La solidez financiera y la robustez de los ingresos son valoradas por los inversores, los cuales aprovecharon las caídas provocadas por contextos de mayor incertidumbre local y global para volver a posicionarse en la deuda corporativa de la compañía. Vale remarcar que la empresa cuenta con buen acceso al crédito en el mercado internacional, incluso ha recibido créditos directos del banco mundial.

El bono tuvo una muy leve baja reciente luego de haber alcanzado precios del 100%. Es claro que el contexto global de tasas bajas hizo efectos sobre el bono, cuando los rendimientos de los bonos del Tesoro americano empezaron a subir en los últimos días el corporativo se vio algo expuesto.

Considerando como muy improbable un escenario futuro de bajas en los rendimientos de los bonos del Tesoro, sería prudente tomar posición en la ON solo si se planea su tenencia hasta vencimiento y/o se busca dolarizar cartera, teniendo en cuenta el buen volumen que tiene el título en pesos en el mercado local. En el mercado internacional, el bono cuenta con muy buena liquidez.

En caso que el bono regrese a niveles del 95%, estaría dando un interesante punto de entrada para el inversor. Comprar en paridad sólo si es para guardar al vencimiento en 2023.

Muchas gracias.

juan@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar