

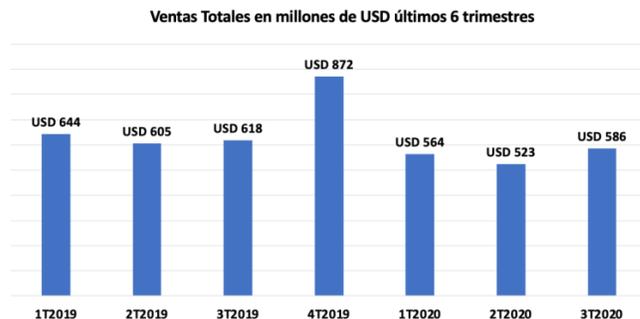
15 de enero de 2021

Arcor

Arcor es un grupo multinacional argentino que se especializa en tres divisiones de negocio: consumo masivo (chocolates, galletas, golosinas y productos alimeticios), agronegocios y packaging. La compañía fue fundada en 1951 en la ciudad de Arroyito, Córdoba. 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., la sociedad conformada con el Grupo Danone de la cual Arcor posee el 51% del capital y el gerenciamiento en su totalidad. Además la compañía cuenta con una importante participación accionaria en la empresa líder de lácteos Mastellone Hnos (casi el 50%). Arcor es el grupo argentino con mayor cantidad de mercados abiertos en el mundo llegando a personas de más de 100 países. La compañía cuenta con oficinas comerciales en América, Europa y Asia y posee más de 40 plantas en Latinoamérica empleando a más de 21.000 personas.

Ventas

La compañía¹ presentó en sus últimos resultados al cierre del tercer trimestre de 2020 ventas totales por USD 586 millones acumulando un total de USD 1.673 millones en lo que va del año. Esto representó una caída con respecto al mismo trimestre del año anterior de un 5%, y una merma interanual de los primeros nueve meses del 10%. A su vez, las ventas reportadas de tercer trimestre del año crecieron un 12% en relación al trimestre previo. Por el factor de estacionalidad en los alimentos de consumo masivo es esperable que en el último trimestre del año las ventas continúen la senda de la recuperación.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En términos históricos la compañía refleja un flujo de ingresos por ventas sostenido en el tiempo. En el periodo 2012-2019 las ventas anuales en USD fluctuaron en torno a una media anual de aproximadamente USD 2.900 millones. Considerando un escenario pesimista, en donde las ventas del último trimestre del año sean iguales a las del tercer trimestre, la compañía en 2020 generaría ventas por USD 2.258 millones. Esta proyección refleja que a pesar de haber sido un año de grandes dificultades, la empresa estaría solo por debajo en un 23% de su media histórica.

¹ Arcor y sus subsidiarias comunicaron que hasta el momento han podido cursar operaciones de cambio dentro del mercado mayorista de cambios. Por lo tanto, los resultados, activos y pasivos detallados a continuación, sean en pesos o en moneda extranjera, según el caso, han sido valuados considerando las cotizaciones oficiales de los diferentes periodos.

Ventas Totales en millones de USD (2012-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

Observando las ventas por ubicación geográfica, Argentina representó en el acumulado hasta el tercer trimestre de 2020 el 73% de la facturación. Entre las ventas en el extranjero, la región Andina (Chile, Perú, Ecuador y Colombia) y Brasil fueron las regiones con mayor participación, con un 10% y 9% respectivamente. A su vez, en este análisis se observa que las ventas ubicadas en la Argentina son las únicas que se sostuvieron en términos reales en forma interanual, con una suba del 2% entre los primeros nueve meses de 2020 en comparativa con el mismo periodo del año anterior. Vale remarcar que el sector fue considerado actividad esencial y no interrumpió su operación en el 2020 en la Argentina. Por contrario, en el resto de las regiones, sí se observaron caídas interanuales, entre las que se destacan Brasil con una baja del 21% y la región Andina con una merma del 15%. En estas regiones las actividades estrictamente comerciales y no productivas de las subsidiarias de Arcor vieron afectadas su actividad y sufrieron en mayor medida las consecuencias de la pandemia.

Arcor (millones de ARS ajustados por inflación)	9M20	% Seg	9M19	% Seg	Var (%)
Argentina	88.055	73%	85.987	68%	2%
Brasil	10.556	9%	13.279	10%	-21%
Región Andina	12.442	10%	14.557	12%	-15%
Norte, Centro y Overseas	4.315	4%	6.096	5%	-29%
Filiales Sur	5.518	5%	6.573	5%	-16%
Resto de los Países	2	0%	9	0%	-74%
Total	120.889	100%	126.501	100%	-4%

Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

Por su parte, evaluando en particular las ventas en Argentina por el segmento de líneas de negocio, se observa un incremento importante en la participación de los agronegocios y en la venta de productos alimenticios del Grupo fuera de los tradicionales como las conservas, los jugos y los postres, con subas del 36% y 23% respectivamente. En cuanto a la división agronegocios, Arcor tiene como estrategia potenciar las ventajas competitivas que posee gracias a su fuerte integración vertical que le otorga la posibilidad de vender materias primas tanto a compañías como a consumidores finales. Este es el caso reciente de la venta de jarabes de maíz y caña de azúcar a compañías de consumo masivo y la venta directa de azúcar en góndola.

Arcor (millones de ARS ajustados por inflación)	9M20	% Seg	9M19	% Seg	Var (%)
Alimentos - Golosinas y Chocolates	22.801	26%	24.497	28%	-7%
Alimentos - Galletas	22.515	26%	23.120	27%	-3%
Alimentos - Otros	12.855	15%	10.456	12%	23%
Packaging	21.892	25%	21.984	26%	0%
Agronegocios	7.935	9%	5.833	7%	36%
Otros Industriales	57	0%	97	0%	-42%
Total	88.055	100%	85.987	100%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

Márgenes y resultados

En el último trimestre Arcor alcanzó un EBITDA superior con respecto al año anterior. Esto se explicó mayormente por menores costos en ventas y servicios y una mayor eficiencia en sus operaciones. En el tercer trimestre de 2020 la compañía alcanzó un EBITDA de USD 98 millones, un 24% superior al mismo trimestre del año anterior. Además, en el acumulado del año, el EBITDA totalizó los USD 248 millones, un 51% mayor al alcanzado en 2019. De esta manera tanto el margen operativo como el margen EBITDA mostraron una marcada mejoría.

Arcor (millones de USD)	3Q20	3Q19	Var (%)	9M20	9M19	Var (%)
Ventas	586	618	-5%	1.673	1.866	-10%
EBITDA	98	80	24%	248	165	51%
Resultado operativo	80	51	56%	192	91	112%
Resultado neto	43	-66	166%	60	-52	216%
Margen operativo	14%	8%	5%	11%	5%	7%
Márgen EBITDA	17%	13%	4%	15%	9%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Inversiones en asociadas y negocios conjuntos

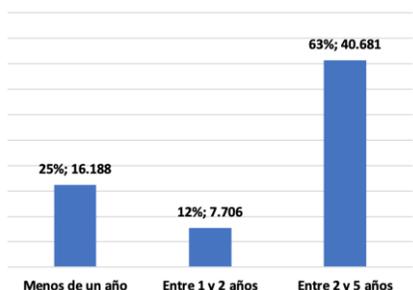
La participación total de Arcor en Mastellone asciende al 48,67%. En el marco de esta alianza, se lanzaron productos de co-branding, como una forma de potenciar las marcas de ambas compañías en todas las regiones. Por otro lado, durante 2018, Arcor inició un proyecto de inversión en forma de negocio conjunto con Webcor, una de las mayores empresas de distribución de alimentos en Angola. El acuerdo tiene por objetivo la instalación de una planta industrial para iniciar la producción de golosinas, bombones y galletas en dicho país. En este acuerdo Arcor constituyó la sociedad Tucor cuyos accionistas son, en partes iguales, su subsidiaria Arcor AG y Alison Industry, subsidiaria de Webcor. En cuanto al avance de la construcción de la planta en Angola, se estima que el inicio de la actividad productiva será a fines del 2021, resaltando que, cuando se inicie la producción, se exportarían desde plantas de Argentina del Grupo Arcor productos semielaborados y materias primas para abastecer dicha operación.

Perfil de deuda

Con respecto al perfil de deuda del Grupo, la compañía posee una deuda financiera total de USD 738 millones (o su equivalente en pesos a tipo de cambio oficial mayorista de 56.237 millones). La deuda sin considerar los intereses a pagar está compuesta mayormente por obligaciones negociables en un 79%, mientras que el 21% restante pertenece a préstamos bancarios.

De las deudas financieras totales, el bono 2023 (emisión de USD 500 millones) es la única denominada en dólares. Esta emisión es equivalente al 68% de la deuda financiera total del grupo. Arcor posee otras obligaciones negociables emitidas en pesos por un total de ARS 5.250 millones que pagan intereses trimestrales (a tasa BADLAR + spread). La deuda total al cierre del tercer trimestre del año considerando los intereses a pagar sin descontar se distribuye de la siguiente manera:

Vencimiento de deudas financieras en millones de ARS



Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y equivalentes en efectivo totales de USD 188 millones, la misma ronda los USD 550 millones. Esto representa 1,7 veces el EBITDA anualizado al último cierre (Net Leverage), un nivel de apalancamiento tolerable para la compañía considerando que existe margen para una mayor recuperación en las ventas. Por otro lado, observando otros ratios, el EBITDA anualizado representa 2 veces y medio el pago de intereses anuales (Interest Coverage).

Comparando estos ratios con los alcanzados al cierre del segundo trimestre de 2020, se observa que la mejora en el EBITDA, sumado a la menor carga de deuda financiera total e intereses, mejoran los ratios de Deuda Neta/EBITDA y la relación EBITDA/Intereses. A su vez, observando la variación en forma interanual, la mejora es aún más pronunciada. En los últimos trimestres la compañía generó caja, no se endeudó y fue cumpliendo sus compromisos.

Arcor (millones de USD)	9M20	6M20	Var (%)	9M20	9M19	Var (%)
Deuda Total	738	778	-5%	738	882	-16%
Caja y equivalentes	188	157	19%	188	160	17%
Deuda Neta	550	620	-11%	550	722	-24%
EBITDA (anualizado)	331	300	10%	331	219	51%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	1,7	2,1	-20%	1,7	3,29	-49%
Intereses (anualizado)	134	138	-2%	134	193	-30%
EBITDA (anualizado)/Intereses	2,5	2,2	13%	2,5	1,1	116%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Alternativamente, vale remarcar que estimamos que la compañía posee el 80% de su caja en moneda extranjera, mientras que un 68% de su deuda total esta denominada en dólares. En un escenario macroeconómico de total control cambiario en el cual Arcor deje de acceder al mercado mayorista para el pago de su deuda y deba obtener dólares vía CCL, los ratios de deuda se debilitan naturalmente. La relación Deuda Neta/EBITDA (Net Leverage) de 1,7 veces pasa a niveles cercanos a 2,5, mientras que la relación EBITDA/Intereses (Interest Coverage) disminuye del 2,5 a niveles más cercanos a 1,7. Vale remarcar que estamos suponiendo el peor escenario posible, dado que no estamos contemplando que este escenario podría utilizar los dólares en el exterior por exportaciones para pagar deuda.

ARCOR 6 07/06/23 Corp		Settings	Actions	Page 1/12	Security Description: Bond
Bond Description		Issuer Description		90 No Notes 93 Buy 90 Sell	
11 Bond Info	Issuer Information	Identifiers			
12 Addtl Info	Name ARCOR SAIC	ID Number	LW6596909		
13 Reg/Tax	Industry Food and Beverage (BCLASS)	ISIN	USP04559AL70		
14 Covenants	Security Information	FIGI	BBG00D73V55		
15 Bond Ratings	Mkt Iss EURO-DOLLAR	Bond Ratings			
16 Identifiers	Country AR	Moody's	Caa2		
17 Exchanges	Rank Sr Unsecured	Fitch	B		
18 Inv Parties	Coupon 6.000000	Composite	CCC+		
19 Fees, Restrict	Cpn Freq S/A	Iss Price	100.00000		
20 Schedules	Day Cnt ISMA-30/360	Iss Price	100.00000		
21 Coupons	Maturity 07/06/2023	Iss Price	100.00000		
22 Quick Links	CALL 02/17/21@103.00	Iss Price	100.00000		
23 ALLQ Pricing	Iss Yield 6.000	Iss Price	100.00000		
24 TRM Trade Hist	Calc Type (1)STREET CONVENTION	Iss Price	100.00000		
25 CCACS Corp Action	Pricing Date 06/29/2016	Iss Price	100.00000		
26 CF Prospectus	Interest Accrual Date 07/06/2016	Iss Price	100.00000		
27 CN Sec News	1st Settle Date 07/06/2016	Iss Price	100.00000		
28 HDS Holders	1st Coupon Date 01/06/2017	Iss Price	100.00000		
29 Send Bond		Iss Price	100.00000		

Flujos de Fondos

Fecha	% Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
06/07/2021	3,00		USD 30,00
06/01/2022	3,00		USD 30,00
06/07/2022	3,00		USD 30,00
06/01/2023	3,00		USD 30,00
06/07/2023	3,00	100,00	USD 1.030,00
Total			USD 1.150,00

Fuente: Elaboración propia en base al prospecto

Cotización



Fuente: Bloomberg.

Considerando el contexto económico complejo generado por la pandemia, los números de Arcor mostraron una gran resistencia, ayudado naturalmente por ser por considerada industria esencial y estar en un segmento donde la demanda resistió. En la misma línea, el bono 2023 se ha recuperado considerablemente desde los pisos alcanzados en marzo y abril del año pasado. A la fecha los títulos cotizan cerca de la par (clean) a 95 con una TIR anual en USD del 8%. La mejora en los ratios de deuda demuestra que durante los meses de alta incertidumbre la compañía gestionó eficazmente su estructura financiera.

Sólida compañía en una macro endeble. Empresa con gran reputación y excelente historial crediticio, con buen acceso al crédito local e internacional. Hace algunos años Arcor accedió en forma directa a un préstamo de la Corporación Financiera Internacional (CFI), el brazo financiero del Banco Mundial, para inversiones y la refinanciación de sus pasivos por más de 100 millones de dólares. A precios apenas por debajo de la par, parecía algo cara considerando la economía doméstica y el riesgo país, pero considerando las tasas casi cero globales un 8% no deja de ser atractivo. Si el bono retorna a niveles de 90 como en los meses previos, ahí creemos que estaría dando un buen punto de entrada.

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