

31 de marzo de 2023

## Arcor

Arcor, en conjunto con sus subsidiarias, constituyen una multinacional que produce una amplia gama de alimentos de consumo masivo (golosinas, chocolates, galletas, alimentos, etc.) e industriales (papel virgen y reciclado, cartón corrugado, impresión de films flexibles, jarabe de maíz, ingredientes industriales y endulzantes de origen vegetal, etc.), en Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, y comercializa los mismos en más de 100 países de todo el mundo. Arcor se constituye como una de las empresas líderes en consumo masivo 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 de la empresa líder de lácteos Mastellone Hnos. A su vez, en una reciente inversión, Arcor está también presente en Angola con la participación del 50% de Tucor, planta industrial que produce chocolates, golosinas y galletas para abastecer al mercado africano.

## Ventas

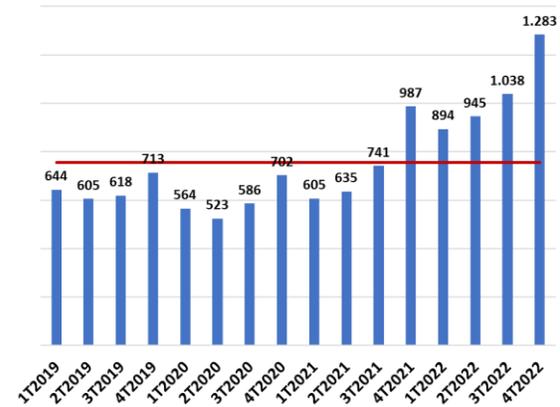
Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada. Asimismo, debido a que Arcor tiene presencia en mercados extranjeros y sus activos y pasivos mayormente se encuentran dolarizados, las ventas y resultados se plasmarán en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según corresponda a cada periodo.

Arcor presentó recientemente sus resultados del ejercicio 2022. Las ventas totales alcanzaron los USD 4.160 millones. Esto equivalió a un incremento anual del 40% con respecto a 2021 y a una suba del 75% con respecto al 2020. Para disipar los efectos de la inflación (que el último año fue del 94,8% vs. una devaluación del 72,5%), la variación de las ventas en pesos en términos reales fue del 7% con respecto a 2021 y del 20% con respecto a 2020.

Observando el grafico debajo, el último trimestre del año, que suele ser estacionalmente el de mayor demanda de productos, ha sido particularmente excepcional. Las ventas del 4T2022 alcanzaron los USD 1.283 millones, 24%

más que el trimestre anterior y 30% más al respecto del mismo periodo del año anterior.

### Ventas trimestrales en millones de USD



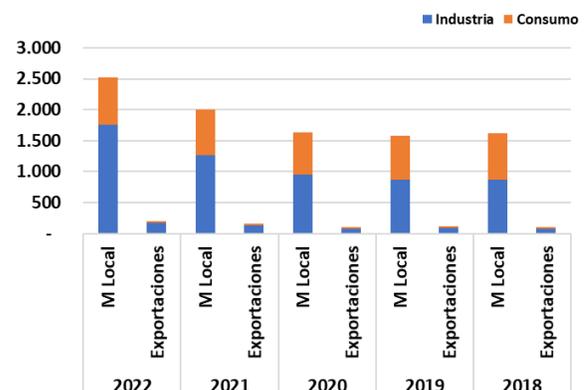
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Como destacamos en nuestro informe anterior ([ver resumen](#)), luego de la rápida recuperación post-pandemia la expansión de los negocios de Arcor ha impactado positivamente en los volúmenes vendidos.

En 2022, el incremento de las ventas se explicó principalmente por mayores volúmenes vendidos en casi todos los segmentos locales y la buena recuperación de las ventas en el exterior en negocios que todavía no se habían recuperado del todo desde la pandemia.

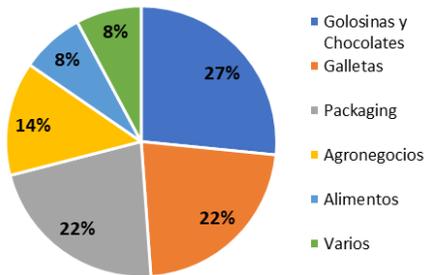
En volumen la compañía vendió casi 2 millones de toneladas de productos industriales, esto fue 38% más que el año anterior. En de productos de consumo, el aumento fue del 5%, alcanzando algo más de 800 mil toneladas vendidas.

### Miles de toneladas vendidas



Fuente: Elaboración propia en base a reseña informativa.

**Participación en ventas totales por negocio**



Fuente: Elaboración propia en base a último balance.

En Argentina los segmentos de consumo masivo (Golosinas y Chocolates y Galletas) aumentaron los volúmenes vendidos de productos relacionados con el impulso, la indulgencia y el consumo “on the go”, gracias a nuevos productos y nuevas campañas publicitarias. Asimismo, los volúmenes del segmento Agronegocios tuvieron un fuerte incremento. La alianza estratégica de Arcor con el Grupo Ingredion (multinacional norteamericana líder en la industria mundial de ingredientes) de principios de 2021 incorporó dos nuevas plantas industriales y permitió obtener otro año de crecimiento en ventas de jarabes, almidones, especialidades y subproductos. Por su parte, en el segmento de Packaging, se destacó el aumento de las ventas de todas las líneas de negocio, destacándose la producción de bolsas industriales tras la puesta en marcha de una nueva planta de producción, cuya inversión se había llevado a cabo en 2021.

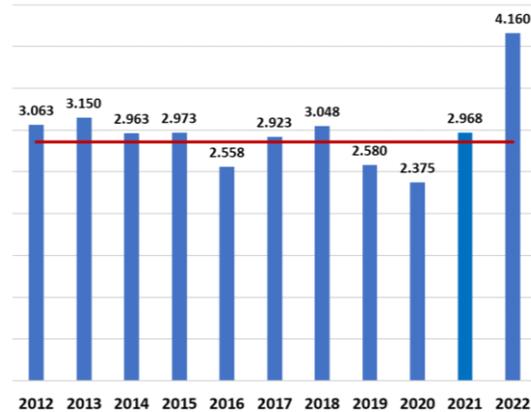
Arcor también tuvo una buena performance internacional. Brasil recuperó niveles de ventas en golosinas, chocolates y galletas. A su vez, en agronegocios, impulsados por el acuerdo con Ingredion, hubo mayores exportaciones de azúcar, melaza y azúcar orgánica.

Por último, otra noticia destacable en el ámbito internacional durante 2022 fue la inauguración en junio de la fábrica de chocolates, golosinas y galletas más grande de Angola. La planta fue el resultado de un acuerdo entre Arcor y el Grupo Webcor, empresa agroindustrial con fuerte presencia y conocimiento del mercado angolano. Con una inversión de USD 45 millones se construyó una nave industrial de 12.000 m2. En el marco de este acuerdo, se exportan desde las plantas de Arcor de Argentina productos semielaborados y materias primas para abastecer la operación industrial de Angola. La nueva plata busca

profundizar la internacionalización de Arcor en un continente que se espera tenga gran potencial de crecimiento en los próximos años.

En resumen, 2022 cerró el con ventas totales récord, muy por encima del promedio histórico de los últimos diez años de USD 2.860 millones.

**Ventas anuales en millones de USD**



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Analizando las ventas por segmentación geográfica, Argentina representó el 72% de la facturación en 2022, similarmente a años anteriores. Las ventas en mercados extranjeros totalizaron el restante 28%. Como mencionamos anteriormente, Brasil tuvo un fuerte impulso, creciendo un 46% con respecto al ejercicio anterior, y las exportaciones es agronegocios prácticamente se triplicaron.

Arcor (mill. de USD)	2022	% Seg	2021	% Seg	Var (%)	2020	% Seg	Var (%)
Argentina	3.011	72%	2.103	71%	43%	1.778	71%	69%
Brasil	345	8%	236	8%	46%	221	9%	56%
Región Andina	436	10%	343	12%	27%	283	11%	54%
Norte, Ctro. y Overseas	169	4%	145	5%	16%	107	4%	57%
Filiales Sur	156	4%	126	4%	24%	118	5%	32%
Agronegocios exterior	42	1%	15	0%	190%	-	-	-
Resto de los Países	0,1	0%	0,01	0%	1001%	0,04	0%	157%
<b>Total</b>	<b>4.160</b>	<b>100%</b>	<b>2.968</b>	<b>100%</b>	<b>40%</b>	<b>2.507</b>	<b>100%</b>	<b>66%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

**EBITDA y Márgenes**

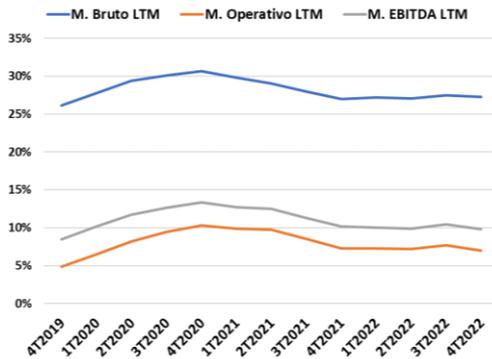
En el 2022 Arcor alcanzó un EBITDA de USD 407 millones, un aumento del 35% al respecto del año anterior, y del 28% al respecto de 2020. Porcentajes algo por debajo del crecimiento de las ventas. Los márgenes se mantuvieron estables con respecto a 2021, aunque cayeron en torno a los 350 puntos básicos vs. 2020. Observando el gráfico debajo, los márgenes operativo y EBITDA han ido

deteriorándose en los últimos trimestres a pesar de la buena performance de las ventas.

Arcor (mill. de USD)	1T22	4T21	Var (%)	1T21	Var (%)	2021	2020	Var (%)
Ventas	894	1.152	-22%	605	48%	3.133	2.474	27%
EBITDA	97	83	17%	72	35%	314	324	-3%
Resultado operativo	77	56	37%	56	37%	229	254	-10%
Resultado neto	80	59	36%	44	83%	207	76	172%
Margen operativo	9%	5%	375 pb	9%	-69 pb	7%	10%	-294 pb
Márgen EBITDA	11%	7%	366 pb	12%	-100 pb	10%	13%	-310 pb
Márgen neto	9%	5%	381 pb	7%	172 pb	7%	3%	354 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

### Márgenes (últimos 12 meses) por trimestre



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Este efecto se explicó en parte por el incremento de la estructura de costos y gastos consolidados por sobre el incremento de los ingresos. El contexto de alta inflación de la economía local y tipo de cambio oficial atrasado con brecha promedio anual del casi 100% han ido afectando a los resultados operativos de Arcor. Esto es más representativo si observamos el EBITDA en pesos en términos reales. El 2022 cayó -1% al respecto de 2021. El crecimiento de las ventas del 7% fue más que compensado por el aumento de los gastos operativos, destacándose la suba del 22% en los gastos de administración y del 3% en los gastos de comercialización.

### Perfil de deuda

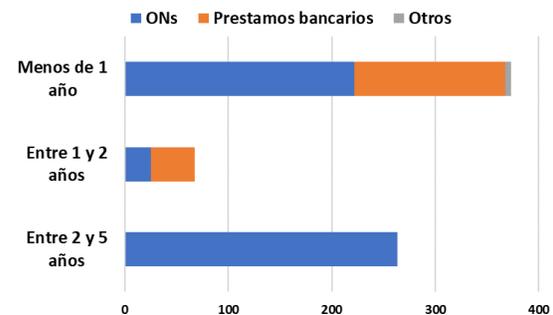
Al cierre del 2022, la compañía totalizó una deuda financiera de USD 576 millones. La misma cayó 6% contra el trimestre anterior y 7% contra el cierre de 2021. La deuda se compuso por obligaciones negociables (ONs) en un 64%, préstamos bancarios en un 35% y el restante 1% en descuentos de documentos y operaciones de confirming. Las deudas financieras están denominadas mayormente en moneda extranjera: 64% en dólares, 4% en reales y 1% en pesos

chilenos. El restante 32% de la deuda está denominada en pesos argentinos.

Arcor posee 4 ONs vigentes; Las ONs clases 9 y 18 en dólares de legislación NY; la ON en pesos BADLAR clase 16 a 2023; y la ON en pesos UVA clase 17 a 2025. La ON clase 9 tiene cupón del 6% pagos semestrales, amortiza totalmente en julio de 2023, mientras que la ON clase 18 tiene cupón del 8,25% pagos semestrales, amortización en 7 cuotas semestrales del 14,3% desde octubre 2024. Ambas ONs significan el 44% de la deuda.

La ON 2027 fue emitida en 2022 como resultado del canje de deuda propuesto para el vencimiento de la ON Ley NY de 2023. Los inversores que optaron por la Opción B recibieron USD 1.020 de capital de la nueva clase por cada USD 1.000 del vencimiento 2023. Los de la Opción A recibieron nuevos bonos y efectivo. El canje tuvo una alta aceptación, con la conformidad del 74,5% de los acreedores. Los USD 500 millones de nominales de la vieja serie pasaron a ser un remanente de USD 128 millones, emitiéndose USD 265 millones en la nueva serie 18 y pagándose en efectivo USD 112 millones.

### Deudas financieras según plazo de vencimiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

La deuda financiera neta de Arcor, esto es la deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos de USD 128 millones, cerró el 2022 en USD 576 millones, 6% menor que el trimestre anterior y 7% menos que el cierre de 2021.

Cabe destacar que la caja y equivalentes de la compañía esta denominada un 68% en moneda extranjera (52% en dólares y 16% en monedas de la región y emergentes). Al igual que la deuda, la parte denominada en pesos es del 32% del total. Tomando el dato de la deuda neta esta representó 1,4 veces el EBITDA de 2022, un nivel de

apalancamiento muy bajo que gracias a una menor deuda financiera. Asimismo, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representó 2,2 su pago anual. En este caso, el ratio se ve deteriorado contra los periodos comparados, en parte por el efecto del pago de los intereses de deuda en pesos medidos al tipo de cambio oficial y la suba el cupón de intereses de la nueva emisión hard dollar Ley NY.

Arcor (mill. de USD)	4T22	3T22	Var (%)	4T21	Var (%)
Deuda Total	704	755	-7%	809	-13%
Caja y equivalentes	128	141	-9%	189	-32%
Deuda Neta	576	614	-6%	620	-7%
EBITDA (últ. 12 meses)	407	404	1%	301	35%
Deuda Neta/EBITDA	1,4	1,5	-0,1	2,1	-0,6
Intereses (últ. 12 meses)	187	150	24%	124	50%
EBITDA/Intereses	2,2	2,7	-0,5	2,4	-0,2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Por otro lado, para tener en cuenta la delicada situación del nivel de reservas del BCRA, podemos considerar un escenario de mayor estrés, que no permita a las compañías acceder al dólar mayorista para el pago de sus deudas. En este caso la empresa debería obtener dólares al tipo de cambio contado con liquidación. Este escenario le permitiría acceder a los dólares ganados por exportaciones, pero no permitiría dolarizar los pesos generados en el país.

En esta simulación, la deuda neta se reduciría en total un 15%, por un mayor efecto de la devaluación sobre la deuda en pesos que la dolarización de la caja de Arcor en moneda local. De igual forma, por el porcentaje de deuda en pesos, los intereses anuales se reducirían un 15%.

El estrés se reflejaría fuertemente en el EBITDA que durante 2022 solo un 19% representó a operaciones en mercados extranjeros. La desvalorización en USD de la porción de EBITDA generado en el mercado local llevaría al mismo a totalizar los USD 243 millones, un 40% menos que el valor calculado en el escenario base.

Tomando estos nuevos flujos y stocks al CCL, la relación Deuda Neta/EBITDA desmejoraría a 2,0 veces, mientras que la cobertura de los intereses disminuiría a valores de 1,5 veces. Debido a la importante participación de los negocios locales de la firma, en esta situación extrema los ratios empeorarían. De todas formas, este escenario mantiene *ceteris paribus* los elevados costos en dólares producto de la alta inflación argentina y el

avance de los desarrollos comerciales de Arcor en el exterior.

Arcor (mill. de USD)	2022	2022* TC CCL	Var (%)
Deuda Total	704	596	-15%
Caja y equivalentes	128	108	-15%
Deuda Neta	576	488	-15%
EBITDA (últ. 12 meses)	407	243	-40%
Deuda Neta/EBITDA	1,4	2,0	0,6
Intereses (últ. 12 meses)	187	157	-16%
EBITDA/Intereses	2,2	1,5	-0,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

**ON Ley NY 2023**



Fuente: Bloomberg.

**ON Ley NY 2027**



Fuente: Bloomberg.

La ON 2023 ley NY 2023 opera en 99,5% clean cable y 101% cable con intereses corridos. Debe pagar 103% en junio por lo que prácticamente opera a precio de finish sin pricear riesgo de impago. Observando su recorrido, el bono de Arcor demostró solidez en todo momento, recuperándose de los contextos difíciles tanto internacionales como locales.

Por su parte, la nueva ON ley NY 2027 opera en 102,8% clean cable, 106% con intereses corridos, lo que brinda una TIR al vencimiento reinvertiendo cupon y capital del 7,2%. Al abonar amortizaciones parciales su duration modificada se acorta a los 2,5 años. El bono es muy accesible para el inversor minorista ya que se puede operar con mínimos de 1 vn.

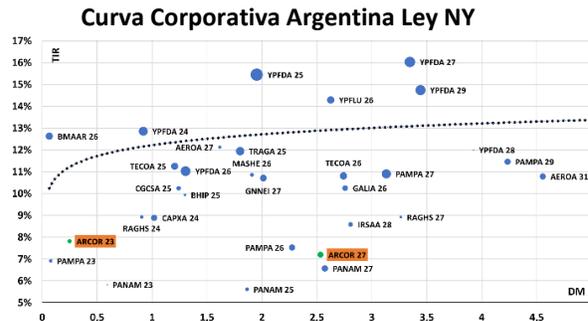
### Perspectivas

Arcor se posiciona como uno de los emisores de mayor calidad de la curva corporativa argentina de legislación extranjera.

En relación a la firma, es destacable como Arcor, a pesar de ser una compañía con negocios consolidados, sigue expandiéndose buscando ingresar en mercados extranjeros tanto en ventas como en producción. El acceso a nuevos mercados le brinda a la compañía mayor capacidad de generación de divisas libres de la regulación local para hacer frente a sus compromisos. En este sentido, será interesante monitorear el avance de la internacionalización de Arcor en el mercado africano.

Al ser el único emisor representante de la industria de consumo masivo, Arcor es una excelente opción para diversificar carteras de renta fija corporativa argentina, generalmente muy ligadas a la industria energética. Por debajo de 103% nuestros fondos de renta fija volvieron a tomar exposición al bono 2027. Nos gusta el crédito, no brinda demasiado rendimiento, pero sí mucha tranquilidad en la incierta Argentina.

Muchas gracias.



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Tras el canje, el bono 2027 comenzó a operar a finales de 2022 y comienzos de 2023 con spread de riesgos muy bajos. Ello a pesar del contexto de suba de tipos de interés por parte de la FED y la inflación de la economía americana persistente.

La caída de los precios recientes tras el notorio deterioro de las condiciones de la macroeconomía argentina ha comenzado a brindar precios de entrada más atractivos para los inversores. El bono Arcor 2027 es recomendable para quién busque calidad y priorice flujos y el cobro de cupón por sobre la probable volatilidad que sufran estos tipos de activos en un contexto que se espera desafiante en el corto plazo.

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)