

23 de septiembre de 2025

ARCOR S.A.I.C.

Arcor es una multinacional argentina fundada en 1951 en la provincia de Córdoba. Sus operaciones se estructuran en tres grandes segmentos: consumo masivo (golosinas, chocolates, galletas, entre otros), agronegocios (producción de azúcar y materias primas agrícolas) y packaging (envases flexibles y cartón corrugado). Con una fuerte presencia internacional, cuenta con plantas industriales en diversos países de América Latina y también en África, además de exportar a más de 100 mercados. La compañía está controlada casi totalmente por la familia Pagani a través de Grupo Arcor S.A.

En el segmento de consumo masivo, Arcor es uno de los líderes regionales junto con Bagley Latinoamérica S.A., sociedad conjunta con el Grupo Danone, en la que detenta el 51% del capital y ejerce la gestión. Asimismo, la compañía posee el 49% de Mastellone Hermanos, también en asociación con Bagley.

Desde 2015 Arcor dispone de una opción de compra por el capital social restante de Mastellone, lo que le permitiría obtener el control total de la empresa láctea. En abril de 2025, Arcor y Bagley anunciaron la decisión de ejercer la opción por el 51% restante. Sin embargo, accionistas de Mastellone rechazaron el precio ofrecido, alegando que no se ajusta a lo acordado en el contrato. Las impugnaciones mantienen las negociaciones abiertas.

Ventas

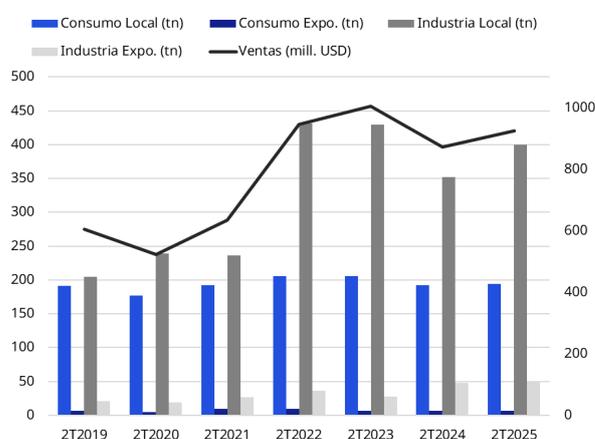
Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada, presentados en USD al tipo de cambio mayorista (promedio o de cierre) dada su presencia internacional y la exposición de sus activos y pasivos en moneda extranjera.

Al cierre del 2T25, Arcor reportó ventas por USD 925 millones, 2% menos que en el 1T25 y 6% más que en el 2T24. En volúmenes, los productos de consumo crecieron 9% trimestral y 1% interanual, mientras que los industriales avanzaron 1% contra el 1T25 y 13% respecto al 2T24. El 2T25 mostró señales de recuperación frente al débil desempeño de 2024.

Tal como señalamos en nuestro informe anterior ([ver aquí](#)), el año 2024 estuvo marcado por un contexto desafiante para Arcor, con una fuerte retracción de la demanda local y caídas en los volúmenes de venta, en especial en el segmento de productos industriales. En 2024, las toneladas vendidas en el mercado local se redujeron anualmente un 10% en productos industriales y un 2% en productos de consumo, lo que implicó en menos de 200 mil toneladas vendidas en el país. Este retroceso no logró ser compensado por el crecimiento de las exportaciones, que en 2024 aumentaron en 56 mil toneladas totales gracias al impulso de los productos industriales, con un crecimiento interanual del 39%.

Si bien hubo recuperación en el 2T25, las ventas aún se mantienen por debajo de niveles históricos: fueron un 8% menores a las del 2T23 y un 2% inferiores a las del 2T22. Esto evidencia que aún existe margen para la recuperación.

Ventas y volúmenes en 2T (2019-2025)



Fuente: Cucchiara Research en base a EEC y reseña.

En el 2T25 las exportaciones en USD mermaron un 2% vs el 2T24. Por su parte, las ventas locales se incrementaron un 9%.

En el mercado local, dentro de los subsegmentos, fue destacable la recuperación de las ventas en los rubros Golosinas-Chocolates y Galletas, con un crecimiento interanuales del 29% y 20% respectivamente. Esta recuperación más que compensó las caídas de los subsegmentos locales de Alimentos y Packaging y ayudaron a sostener la facturación total del trimestre.

En el mercado exterior las ventas en la Región Andina mostraron la mayor fortaleza, creciendo un 12% vs 2T24, destacándose tanto el subsegmento de Golosinas-Chocolates como el de Packaging. Por contrario, las ventas en Brasil cayeron notablemente, con caídas cercanas al 14% i.a. Las ventas en Brasil estuvieron incluso 7% por debajo de las alcanzadas en el 1T25.

En el 2T25, las exportaciones desde Argentina y las ventas de subsidiarias en el exterior representaron el 27% de las ventas totales. La participación de las exportaciones en los ingresos totales se mantuvo en valores levemente por debajo de cierres anteriores.

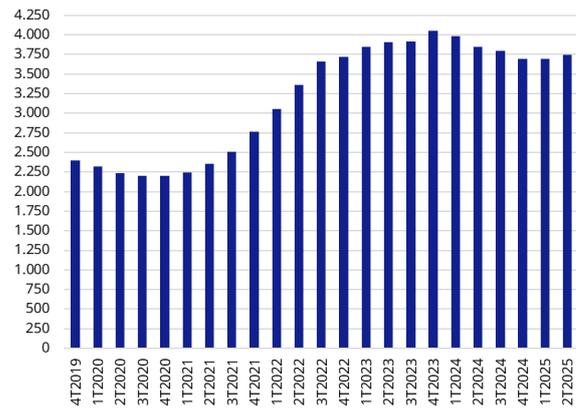
Ventas por segmentación geográfica

Región	Subsegmento	2T25	% Seg	1T25	% Var.	2T24	% Var.
Argentina	Golo. y Choco.	188	20%	186	2%	146	29%
	Galletas	175	19%	177	-1%	146	20%
	Alimentos	69	7%	73	-6%	78	-12%
	Packaging	138	15%	139	-1%	155	-11%
	Agronegocios	102	11%	109	-6%	90	14%
	Otros Ind.	0,1	0%	0,1	19%	0,2	-10%
Brasil	Golo. y Choco.	36	4%	42	-14%	42	-14%
	Galletas	32	3%	31	2%	37	-13%
Región Andina	Golo. y Choco.	42	5%	43	-2%	39	10%
	Galletas	18	2%	17	4%	19	-6%
	Packaging	34	4%	40	-16%	26	29%
Nte., Ctro. y Overseas		45	5%	45	1%	46	-2%
Filiales Sur		37	4%	38	-3%	41	-11%
Agronegocios ext.		7	1%	8	-2%	8	-1%
Resto de los Países		0	0%	0	-5%	0	83%
Total		925	100%	948	-2%	873	6%

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

Eliminando los efectos estacionales, al 2T25 las ventas acumuladas de los últimos 12 meses (12M) alcanzaron los USD 3.744 millones, mejorando al respecto de cierres previos, aunque aún por debajo del récord del 4T23 (de más de USD 4.000 millones).

Ventas en USD (acum. últimos 12 meses)



Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

EBITDA y Márgenes

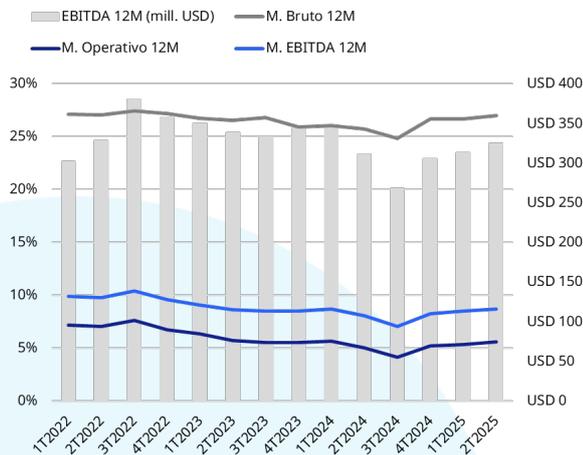
En el 2T25, Arcor registró un EBITDA de USD 65 millones, lo que significó una caída del 35% respecto al 1T25 y un aumento del 22% frente al 2T24. La baja frente al trimestre anterior respondió principalmente a una reducción de 230 pb. en el margen bruto y a un incremento del 7% en los gastos operativos medidos en USD.

Estas grandes variaciones reflejan, en parte, los efectos de los períodos en los que la devaluación del peso frente al dólar superó o quedó por debajo de los ajustes de precios en la mayoría de los segmentos en Argentina. Para atenuar estos impactos y la estacionalidad del negocio, el análisis de los últimos 12 meses muestra que el EBITDA acumulado al 2T25 alcanzó USD 326 millones, consolidando la recuperación desde los mínimos del 3T24.

En línea con esta tendencia, los márgenes también muestran una mejora sostenida. A diferencia de los cierres trimestrales de 2024, el

nuevo contexto de menor inflación y una moneda local más depreciada (con deflación en USD) impulsó los márgenes de Arcor. La reducción de costos fue corrigiendo gradualmente los márgenes.

EBITDA y márgenes (acum. últimos 12 meses)



Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

Perfil de deuda

Al cierre del 2T25, Arcor registró una deuda financiera total de USD 962 millones, distribuida casi en partes iguales entre obligaciones negociables (52%) y préstamos bancarios (48%). Del total, el 63% se encontraba denominado en moneda extranjera (53% en USD, 6% en EUR, 4% en BRL, entre otras), mientras que el 37% restante correspondía a deuda en pesos.

La deuda financiera total aumentó un 2% respecto del 1T25 y un 22% en comparación con el 2T24, impulsada principalmente por el fuerte incremento de los préstamos bancarios de corto plazo. Medidos en USD, este tipo de préstamos de corto plazo creció un 73% interanual. La compañía mantiene líneas de crédito con bancos internacionales de primera línea, como el Rabobank.

Como resultado de este perfil de deuda, al cierre del 2T25, el 74% del capital adeudado en préstamos financieros vencía en menos de un

año, el 19% entre 1 y 2 años, y solo el 7% a partir de los 2 años.

Dado que la mayor parte de la deuda estaba concentrada en el corto plazo, tras el cierre del 2T25 Arcor decidió cancelar préstamos de corto plazo y realizar el pago anticipado de la totalidad de la ON Clase 18 Ley NY, con vencimiento en 2027, por un saldo aproximado de USD 195 millones. Para ello utilizó los fondos obtenidos en la colocación de un nuevo bono corporativo. A fines de julio de 2025, la compañía emitió la ON Clase 1, con vencimiento en 2033, a una tasa fija anual del 7.6% por un valor nominal de USD 350 millones. La emisión se realizó a un precio del 98.54%, lo que implicó una TIR del 7.875%

Obligaciones Negociables en circulación

ONs	Ley	Ticker	Emisión	Vto.	Moneda	Interés	V. Libro (mill. USD)
Clase 17	Arg	RCCIO	19/10/2021	19/10/2025	UVA	Fijo 0.98%	34,7
Clase 21	Arg	RCCMO	21/5/2023	21/11/2025	USD	Fijo 3.5%	78,1
Clase 24	Arg	RCCPO	6/10/2024	6/10/2025	ARS	BADLAR	36,4
Clase 25	Arg	RCCQO	24/2/2025	24/2/2026	ARS	TAMAR	51,9
Clase 26	Arg	RCCRO	8/5/2025	8/5/2027	USD	Fijo 6.75%	69,3
Clase 27	Arg	RCCTO	8/5/2025	8/5/2026	ARS	TAMAR	29,3
Clase 1*	NY	RC1CO	23/7/2025	31/7/2033	USD	Fijo 7.6%	350,0

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC y Bloomberg.

Por su parte, la deuda financiera neta al cierre del 2T25 totalizó los USD 614 millones, con USD 348 millones en activos financieros líquidos. La caja y equivalentes de Arcor alcanzó los USD 193 millones y estuvo compuesta por moneda extranjera en un 57%. A su vez Arcor acumuló títulos públicos BOPREAL y fondos comunes de inversión por USD 154 millones.

La deuda neta al cierre al 2T25 representó 1.9x el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses. El ratio se mantuvo cercano al del 1T25 pero desmejoró al respecto del 2T24 debido a la mayor deuda neta de la compañía. Asimismo, observando el EBITDA contra los intereses pagados, el mismo representó el 1.9x del pago realizado en los últimos 12 meses. En este caso, el ratio se vió mejorado contra cierres anteriores, principalmente por el efecto devaluatorio sobre los intereses de deuda pagados en moneda local.

Posición financiera y ratios

Arcor (mill. de USD)	2T25	1T25	Var (%)	2T24	Var (%)
Deuda Total	962	942	2%	786	22%
Caja y Activos Fin.	348	365	-5%	310	12%
Deuda Neta	614	577	6%	476	29%
EBITDA (12M)	326	314	4%	312	4%
Deuda Neta/EBITDA	1,9	1,8	0,0	1,5	0,4
Intereses (12M)	175	194	-10%	303	-42%
EBITDA/Intereses	1,9	1,6	0,2	1,0	0,8

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

ARCOR 7.6% 2033


Fuente: Bloomberg.

El bono 2033 de Ley NY tiene cupón anual del 7.6% con pagos semestrales. Amortiza en 3 cuotas anuales consecutivas a partir de julio 2031. Opera en 98.5%-99.5% clean cable, con TIR promedio del 7.8% y duration modificada de 5.2 años. El bono se negocia con mínimos de 1000.

Perspectivas

Arcor parece haber iniciado un proceso de recuperación luego de un 2024 desafiante. La mejora en volúmenes vendidos y márgenes, junto con un EBITDA en ascenso durante los últimos 12 meses, indica que la compañía se está adaptando a un contexto volátil. Su diversificación de negocios, el liderazgo en consumo masivo y el acceso probado a

financiamiento respaldan su resiliencia, aunque la elevada exposición a la economía argentina sigue siendo su principal riesgo.

Estratégicamente, el eventual ejercicio de la opción de compra del 51% restante de Mastellone Hermanos consolidaría a Arcor como líder en la cadena láctea argentina, generando sinergias productivas y mayor competitividad en alimentos frescos. La compañía cuenta con un alto grado de integración vertical y una sólida red de distribución, que constituye una barrera de entrada frente a nuevos competidores.

En lo financiero, la emisión del bono ARCOR 7.6% 2033 mejoró el perfil de vencimientos, extendiendo la duration y reduciendo pagos de intereses. Arcor mantiene líneas de crédito disponibles con diversas instituciones financieras y elevado acceso al mercado bancario en países como Chile y Brasil. Su ratio Deuda Neta/EBITDA refleja un apalancamiento moderado. Además, sus exportaciones cubren holgadamente los intereses de la deuda internacional, reduciendo riesgos de descalce.

El bono ARCOR 7.6% 2033, emitido a tasa fija y negociado cerca de la par, ofrece un rendimiento inferior al de emisores locales de similar duration, reflejando su alta calidad crediticia, pero aún por encima de comparables regionales como Bimbo (BIMBOA 6.4% 2034, con TIR de 5.0%) o BRF (BRFSBZ 4.875% 2030, con TIR de 5.4%).

En conclusión, el ARCOR 7.6% 2033 si bien presenta como una alternativa atractiva dentro del crédito corporativo argentino bajo legislación extranjera. Es considerado uno de los emisores de mayor calidad de la curva local. Su probado acceso al crédito internacional aporta seguridad a los inversores. Nuestros fondos de renta fija en USD mantienen ponderación baja en este bono, pero monitorean oportunidades

que surjan en el contexto de alta volatilidad local. De superar rendimientos del 8%, el instrumento representaría una oportunidad de inversión aún más atractiva. Además, invertir en Arcor permite diversificación frente al peso del sector energético en la curva corporativa argentina, mitigando riesgos de concentración sectorial.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmandino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar