

15 de julio de 2022

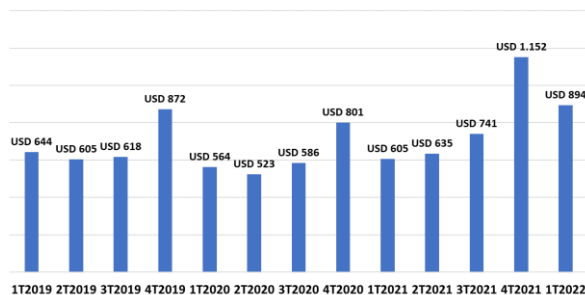
Arcor

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 producirá chocolates, golosinas y galletas para el continente africano.

Ventas

Arcor presentó sus últimos resultados al cierre del primer trimestre de 2022. Las ventas alcanzaron los USD 894 millones (a TC oficial promedio del trimestre). Esto equivalió a un incremento del 48% al respecto del mismo periodo de 2021. Desde la salida de la pandemia, la compañía viene mejorando sus ventas, alcanza USD 3.421 millones en ventas en los últimos 12 meses, un crecimiento del 36% contra el acumulado a 12 meses al cierre de 1T21.

Ventas Totales en millones de USD últimos 13 trimestres



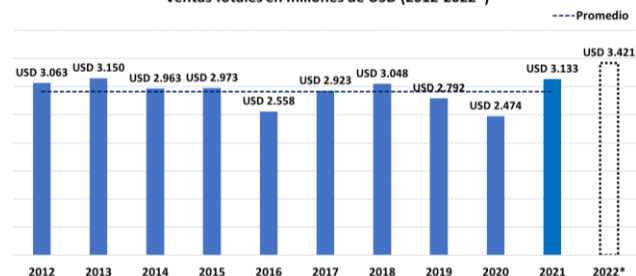
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En términos históricos las ventas de Arcor superaron nuestra última estimación realizada para el ejercicio 2021 ([ver resumen](#)). Arcor cerró el 2021 con una muy buena performance, con ventas totales por USD 3.133 millones. Este fuerte incremento de las ventas anuales se explicó principalmente por la mejora en los volúmenes vendidos en consumo masivo de los productos “on the go” tras las aperturas post-pandemia y el crecimiento del segmento de Agronegocios gracias a una alianza estratégica que Arcor acordó con la multinacional norteamericana Ingredion en febrero de 2021.

Ingredion es uno de los jugadores globales más relevantes en la industria de los ingredientes. La asociación permitió capturar un fuerte volumen de ventas de jarabes, almidones, especialidades y subproductos, acompañado por una importante diversificación de productos industriales, consecuencia de la incorporación de dos plantas industriales al grupo Arcor en Chacabuco y Baradero, provincia de Buenos Aires.

Proyectado las ventas de 2022, tomando en cuenta los últimos 12 meses de ventas totales, las mismas alcanzarían niveles récord, por encima del promedio histórico de los últimos diez años de USD 2.900 millones.

Ventas Totales en millones de USD (2012-2022*)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Analizando las ventas por segmentación geográfica, en el primer trimestre de 2022, Argentina representó el 75% de la facturación, 5 puntos porcentuales más al respecto del 1T21. Entre las ventas en el extranjero, Brasil tuvo un fuerte impulso con un crecimiento del 41% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. A su vez, continuó el crecimiento de ventas en la región Andina (Chile, Perú, Ecuador y Colombia) con un crecimiento del 29%, la segunda región más importante de Arcor significando el 10% de las ventas.

Las 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. Es destacable como la compañía busca expandir tanto su producción como sus ventas en los mercados internacionales.

Además del mencionado acuerdo con Ingredion, que abrió el segmento de Agronegocios en el exterior, en junio pasado Arcor inició las operaciones de su flamante planta industrial ubicada en Angola. La planta se abastece de productos semielaborados y materias primas importadas desde Arcor Argentina. Se espera que desde el segundo trimestre de este año se empiecen a reflejar los primeros resultados de Tucor, la joint-venture de Arcor con Webcor, una de las mayores empresas de distribución de alimentos de Angola. Esta es la primera fábrica de Arcor fuera de Sudamérica. La inversión de USD 45 millones permitirá al grupo diversificar su oferta de productos en el mercado angolano y, en un futuro cercano abastecer a toda África subsahariana (Sudáfrica, Mozambique, Congo, Namibia, Zambia y Bostwana).

Arcor (mill. de USD)	1T22	% Seg	1T21	% Seg	Var (%)	1T20	% Seg	Var (%)
Argentina	666	75%	425	70%	57%	410	73%	63%
Brasil	68	8%	49	8%	41%	54	10%	27%
Región Andina	92	10%	72	12%	29%	57	10%	62%
Norte, Centro y Oversea	30	3%	36	6%	-15%	20	4%	52%
Filiales Sur	28	3%	24	4%	15%	23	4%	21%
Agronegocios exterior	8	1%	-	0%	100%	-	0%	100%
Resto de los Países	0,4	0%	0,2	0%	94%	0,4	0%	-17%
Total	894	100%	605	100%	48%	564	100%	59%

Fuente: Elaboración propia en base a balances y resultados.

EBITDA y Márgenes

En el primer trimestre de 2022 Arcor alcanzó un EBITDA de USD 97 millones, un aumento del 17% al respecto del trimestre anterior, y del 35% al respecto del mismo periodo del año anterior, reflejando un excelente primer trimestre.

Sin embargo, para realizar un análisis más representativo, si observamos el EBITDA del último ejercicio finalizado en 2021, el mismo disminuyó con respecto a 2020 un 3%, a pesar de que las ventas crecieron un 27% en el mismo periodo. La caída del EBITDA se reflejó por un deterioro del resultado operativo, afectado principalmente por el incremento de la estructura de costos por la alta inflación de la economía argentina, y al aumento de los precios de las

materias primas a nivel internacional, en una proporción superior al aumento de los precios de ventas de los productos Arcor. A su vez, cabe destacar que, durante varios meses de 2021, algunos de los productos Arcor estuvieron bajo la órbita de las políticas de congelamiento de precios implementados por el gobierno nacional. En consecuencia, el margen operativo y el margen EBITDA del 2021 tuvieron caídas cercanas a los 300 puntos básicos al respecto de 2020.

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

Perfil de deuda

Al cierre del primer trimestre de 2022, la compañía totalizó una deuda financiera de USD 786 millones, disminuyendo 3% contra el trimestre anterior y aumentando un 7% contra el cierre del 1T21. La deuda se compone por obligaciones negociables en un 70%, préstamos bancarios en un 29% y descuentos de documentos en un 1%. Las deudas financieras están denominadas mayormente en moneda extranjera: 73% en dólares, 3% en reales y 1% en pesos chilenos. Solo el 23% de la deuda está denominada en pesos argentinos.

Arcor posee 3 obligaciones negociables vigentes. La ON 2023 ley NY es la única denominada en dólares y representa el 64% de la deuda total a pagar. La ON tiene cupón del 6%, pagos semestrales y amortiza la totalidad a vencimiento el 6-jul de 2023. El resto de las obligaciones negociables son emisiones en pesos. La ON clase 16 con vencimiento en 2023 paga capital e intereses con ajuste a tasa Badlar + margen del 2,97%. Mientras que la ON clase 17 con vencimiento en 2025 ajusta sus pagos en UVA + margen del 0,98%.

La deuda financiera neta de Arcor, esto es la deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos por un total de USD 191 millones, fue de USD 595 millones al cierre del 1T22. Se debe tener en cuenta que la caja y equivalentes de la compañía esta denominada un 59% en moneda

extranjera (44% en dólares y 15% en monedas de la región). La deuda financiera neta se mantiene estable oscilando un 4% si comparamos su cálculo contra el cierre del 4T22 y el 1T2021.

Tomando el dato de la deuda neta esta representó 1,7 veces el EBITDA acumulado en USD de los últimos 12 meses, un nivel de apalancamiento que se mantiene estable y mejora con respecto al trimestre pasado y el mismo trimestre del año anterior. El EBITDA impulsado por el incremento de las ventas en detrimento del aumento de los costos compensa el nivel de endeudamiento que se elevó un 7% con respecto al año anterior. Asimismo, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representó 2,6 su pago anual. En este caso, el ratio se ve deteriorado al respecto del año anterior debido a un considerable aumento en los costos de financiamiento.

Arcor (mill. de USD)	1T22	4T21	Var (%)	1T21	Var (%)
Deuda Total	786	809	-3%	738	7%
Caja y equivalentes	191	189	1%	165	16%
Deuda Neta	595	620	-4%	573	4%
EBITDA (últ. 12 meses)	342	316	8%	318	7%
Deuda Neta/EBITDA	1,7	2,0	-0,2	1,8	-0,1
Intereses (últ. 12 meses)	129	124	4%	107	20%
EBITDA/Intereses	2,6	2,5	0,1	3,0	-0,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

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

En esta simulación, la deuda neta se reduciría en total en un 6%, por un mayor efecto de la devaluación sobre la deuda denominada en pesos que la dolarización a mayor tipo de cambio de la caja y los activos financieros de Arcor en moneda local. De forma similar por el porcentaje de deuda en pesos, los intereses anuales se reducirían un 11%, para totalizar los USD 115 millones.

El estrés se reflejaría fuertemente en el EBITDA que al último trimestre solo un 20% fue representado por operaciones en mercados internacionales (las ventas en mercados externos representaron el 25% del total). La desvalorización en USD de la porción de EBITDA generado en el mercado local llevaría al mismo a totalizar los USD 214 millones para todo el año, un 37% menos que el valor calculado en el escenario de total acceso al dólar mayorista.

Tomando estos nuevos flujos y stocks al CCL, la relación Deuda Neta/EBITDA desmejoraría a 2,6 veces, mientras que la cobertura de los intereses disminuiría a valores de 1,9 veces. En esta situación extrema los ratios empeorarían considerablemente, pero se mantendrían en niveles similares a los de la industria de consumo masivo a nivel global.

Arcor (mill. de USD)	1T22* TC CCL	Var (%)
Deuda Total	711	-10%
Caja y equivalentes	154	-19%
Deuda Neta	557	-6%
EBITDA (últ. 12 meses)	214	-37%
Deuda Neta/EBITDA	2,6	0,9
Intereses (últ. 12 meses)	115	-11%
EBITDA/Intereses	1,9	-0,8

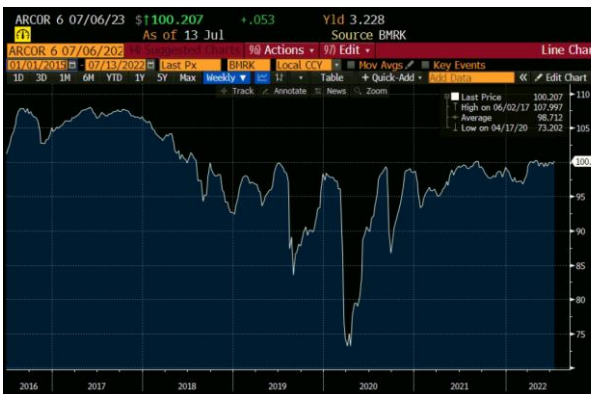
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Compañía	País	Cap. (mill. USD)	Deuda Neta/EBITDA
Nestle	Estados Unidos	314.958	2,1
Mondelez	Estados Unidos	84.011	3,3
Kraft Heinz	Estados Unidos	47.380	4,3
General Mills	Estados Unidos	44.954	2,8
Hershey	Estados Unidos	44.524	1,9
Danone	Francia	35.618	3,5
Promedio			3,0
Mediana			3,0
Prom ponderado por capitalización			2,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Bond Description		Issuer Description	
ARCOR 6 07/06/23 Corp	Actions	Settings	Page 1/12 Security Description: Bond
ARCOR 6 07/06/23 Corp	As of 13 Jul	Yld 3.228	Source BMRK
ARCOR 6 07/06/23 Corp	90 No	90 Buy	90 Sell
23 Bond Description	23 Issuer Description	Identifiers	
10 Bond Info	Name ARCOR SAIC	FIGI	BBG00D7G6CP8
13 Adm Info	Industry Food and Beverage (BCLASS)	CUSIP	03965PAC5
13 Reg/Fax	Security Information	ISIN	US03965PAC59
14 Covenants	Mkt Iss PRIV PLACEME..	Bond Ratings	
15 Guar Antora	Ctry/Reg AR	Currency USD	Moody's Caa2
16 Bond Ratings	Rank Sr Unsecured	Series 144A	Fitch B
17 Identifiers	Coupon 6.000000	Type Fixed	Composite CCC+
18 Exchanges	Cpn Freq S/A	Issuance & Trading	
19 Inv Parties	Day Cnt ISMA-30/360	Iss Price 100.0000	Aggregated Amount Issued/Out
20 Fees, Restrict	Maturity 07/06/2023	USD 500,000.00 (M) /	
20 Schedules	CALL 08/16/22@100.00	USD 500,000.00 (M)	
20 Coupons	Iss Yield 6.000	Min Piece/Increment	
23 AllQ Pricing	Calc Type (1) STREET CONVENTION	1,000.00 / 1,000.00	
23 ORD Qf Recap	Pricing Date 06/29/2016	Par Amount 1,000.00	
24 TDN Trade Hist	Interest Accrual Date 07/06/2016	Book Runner ITAU,JPM,SANTAN	
25 CACS Corp Action	1st Settle Date 07/06/2016	Reporting TRACE	
26 CI Prospectus	1st Coupon Date 01/06/2017		
26 CN Sec News			
26 HDS Holders			
26 Bond Bond			

Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

La ON ley NY de la compañía vence prácticamente en un año. La misma opera en el exterior a precios clean (sin intereses corridos) al 100%, con una TIR del 5,8% y duration de 0,9.

Si observamos el último gráfico, la ON fue un gran ejemplo de la bien ganada (pero a su vez llamativa) solidez de los bonos corporativos argentinos de buena calidad crediticia. A pesar de las grandes dificultades vividas tanto en el contexto local como internacional, el título se recuperó velozmente luego de las PASO 2019, el inicio de la pandemia y las reestructuraciones de deuda privada iniciadas en 2020 por las mayores regulaciones del BCRA. A su vez, la ON sufrió en muy baja medida, los recientes incrementos de los rendimientos en los bonos del Tesoro americanos ante la crecida preocupación que generó la alta inflación en los Estados Unidos.

En estos valores, la ON ya opera a precio de finish, sin grandes riesgos crediticios a la vista, pero atento a las nuevas regulaciones que pueda impulsar el BCRA. Para aquellos tenedores recomendamos mantener posición esperando una pronta propuesta de canje por parte de la compañía. Es factible que Arcor ofrezca un canje con opciones, con posibilidad de obtener una proporción de efectivo o mayor cantidad de nuevos bonos y/o algún tipo de premio por participar en forma temprana, tal cual vinieron ofreciendo emisores locales con vencimientos de deuda en 2023 (Pampa Energía, PAE, Irsa, Cresud). Se debe recordar que el BCRA limita a las empresas el acceso al mercado de cambios para la obtención de dólares con destino a pago de amortizaciones de deuda hasta el 30% del capital, exigiendo que las compañías ofrezcan un canje

voluntario con una refinanciación de al menos 2 años de plazo.

Para aquellos nuevos interesados en tomar posición en la empresa, los bonos siguen siendo una buena alternativa para dolarizar carteras locales, sobre todo para aquellos imposibilitados a acceder a la compra de dólar MEP/CCL, busquen evitar riesgo soberano y que requieran buena liquidez. Como última alternativa, considerando este muy bajo nivel de TIR, para aquellos nuevos inversores sería también prudente esperar a conocer las condiciones de la nueva emisión de la compañía o directamente considerar otros bonos emergentes en dólares de mayor duration pero con rendimientos más atractivos, que operen en economías con contextos macro más estables (aceptables niveles de reservas internacionales, presencia de un banco central con poder de acción y monedas más estables) con el fin de evitar el elevado riesgo de regulación cambiaria que contemplan los títulos argentinos.

Muchas gracias.

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