

28 de junio de 2024

## ARCOR S.A.I.C.

Arcor es una multinacional que produce alimentos de consumo masivo (golosinas, chocolates, galletas, alimentos, etc.) y productos industriales (papel, cartón, ingredientes, endulzantes, etc.), en Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Angola y comercializa los mismos en todo el mundo. Es una de las empresas líderes en consumo masivo de América Latina en conjunto con Bagley Latinoamérica S.A., sociedad conformada con el Grupo Danone la cual Arcor también gerencia al poseer el 51% del capital. Además, la empresa cuenta con 49% de participación de la empresa líder de lácteos Mastellone Hnos.

Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada. Asimismo, debido a que Arcor tiene presencia en mercados internacionales y sus activos y pasivos se concentran mayormente en moneda extranjera, los flujos y stocks se plasmarán en dólares al tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda a cada periodo.

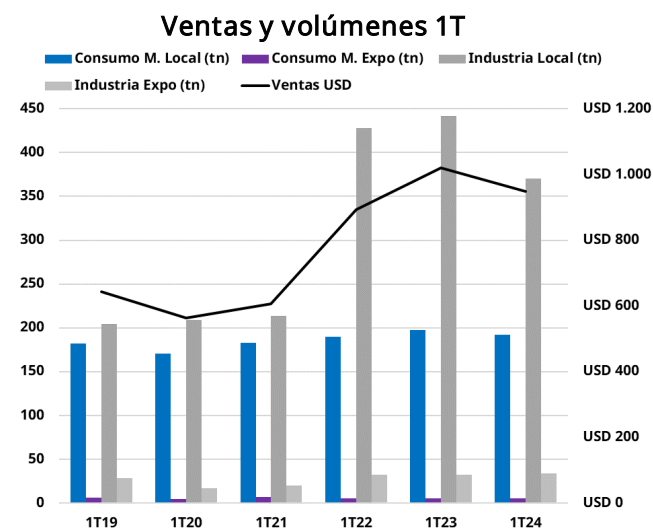
## Ventas

Arcor presentó sus últimos resultados al 1T24, con cierre al 31 de marzo. Las ventas del 1T24 alcanzaron los USD 949 millones, un 7% por debajo del 1T23 y un 6% por encima del 1T22.

En el 1T24, la venta local de productos industriales, el segmento de mayor crecimiento en la compañía en los últimos años, se debilitó fuertemente. Por su parte, en consumo masivo, Arcor mantuvo volúmenes cercanos al promedio de ventas post-pandemia, pero por la fuerte devaluación de finales de 2023, la venta local en dólares de golosinas, chocolates y galletas tuvo una severa contracción.

La aceleración inflacionaria iniciada a finales del 2023 afectó el poder adquisitivo de la población en Argentina lo que ocasionó una importante retracción de la demanda y una posterior caída en los volúmenes de venta locales de Arcor. El 1T24 se destacó por la merma del 16% vs. 1T23 de las toneladas vendidas de productos industriales. Asimismo, el 1T24 fue también más flojo para el volumen vendido en consumo masivo alcanzando una caída en ventas locales del 3%. En contraposición, los volúmenes exportados desde Argentina en el 1T24 tuvieron mejoras del 5% en los industriales y del 11% en consumo masivo contra el año anterior.

En el 1T24 las ventas en Argentina representaron el 66% de las ventas consolidadas, mientras que las ventas a clientes domiciliados en el extranjero (exportaciones desde Argentina y ventas de subsidiarias en el exterior) representaron el 34%. La participación de las ventas en el exterior aumentó 230 puntos básicos con respecto al 1T23. El crecimiento de las ventas de sociedades del exterior y las exportaciones argentinas ayudaron a sostener la facturación del trimestre.



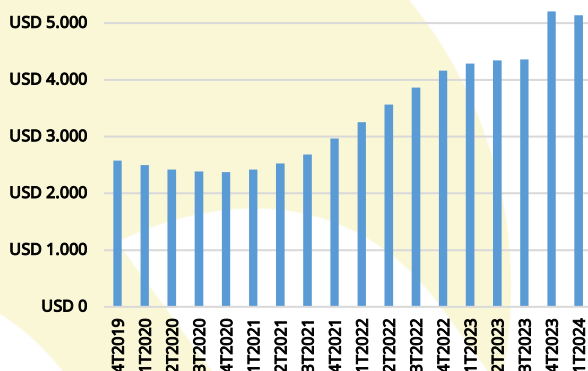
**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC y reseña.

Por la alta estacionalidad de los productos, las ventas del 1T suelen ser las más flojas del año. Observando los últimos 12 meses (LTM) las ventas de Arcor acumularon USD 5.136 millones.

Prácticamente niveles récord, solo superados por la performance del ejercicio 2023.

En nuestro último informe, habíamos destacado la performance del ejercicio 2022 ([ver resumen](#)). Similarmente, en 2023, Arcor mantuvo volúmenes de ventas históricamente altos. A pesar de la contracción económica del 1,6% en Argentina en 2023, la empresa vendió casi 800 mil toneladas de productos de consumo y volvió a quedar cerca de los 2 millones de toneladas de productos industriales vendidos (con nuevo récord de venta en el mercado local).

### Ventas consolidadas en USD (LTM)



Fuente: Cucchiara Research en base a EECG.

Analizando las ventas por fuera del mercado local, Brasil incrementó su participación con el 10% de las ventas consolidadas. En el 1T24 se volvió a destacar su categoría Golosinas y Chocolates con un crecimiento del 6% vs. 1T23. Asimismo, en el 1T24 los países de la región Norte, Centro y Overseas y las Filiales Sur alcanzaron subas del 10% y 19% en sus ventas totales al respecto del 1T23. Por contrario, la Región Andina tuvo una caída del 11%.

Asimismo, durante el 2023 la flamante planta productiva de Angola de Arcor comenzó finalmente a operar todas las líneas de producto de la marca. Según la empresa, la fábrica ya está preparada para triplicar su producción y atender la demanda del mercado angoleño y la de sus países vecinos.

Segmentos (mill. USD)	1T24	% Seg	1T23	% Seg	% Var	1T22	% Seg	% Var
Argentina								
Golo. y Choco.	149,7	16%	196,9	19%	-24%	173,6	19%	-14%
Galletas	151,4	16%	160,4	16%	-6%	138,0	15%	10%
Alimentos	90,0	9%	86,0	8%	5%	69,0	8%	30%
Packaging	168,1	18%	167,7	16%	0%	150,2	17%	12%
Agronegocios	98,6	10%	119,6	12%	-18%	110,1	12%	-10%
Otros Ind.	0,1	0%	0,2	0%	-44%	0,2	0%	-51%
Brasil								
Golo. y Choco.	56,0	6%	52,6	5%	6%	44,0	5%	27%
Galletas	40,7	4%	40,9	4%	0%	30,8	3%	32%
Región Andina								
Golo. y Choco.	41,4	4%	46,3	5%	-11%	39,5	4%	5%
Galletas	19,3	2%	19,4	2%	-1%	14,6	2%	33%
Packaging	31,1	3%	38,0	4%	-18%	47,2	5%	-34%
Otros								
Nte., Ctro. y Overseas	49,3	5%	41,6	4%	19%	35,0	4%	41%
Filiales Sur	44,6	5%	40,4	4%	10%	32,4	4%	38%
Agronegocios ext.	8,0	1%	10,1	1%	-21%	9,3	1%	-14%
Resto de los Países	0,0	0%	0,0	0%	376%	0,0	0%	511%
Total	948,5	100%	1.020,3	100%	-7%	894,0	100%	6%

Fuente: Cucchiara Research en base a EECG.

### EBITDA y Márgenes

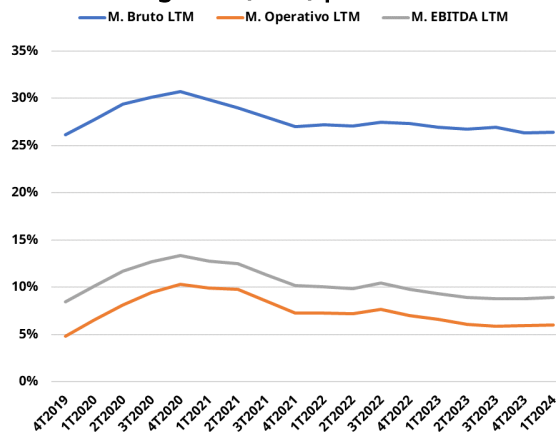
En el 1T24 Arcor alcanzó un EBITDA de USD 93 millones, un 4% mayor al 1T23 y un 4% menor al 1T22. Observando los últimos 12 meses (LTM) el EBITDA llegó a los 459 USD millones. Récord que superó a lo acumulado en el ejercicio 2023.

Arcor (mill. de USD)	1T24	4T23	Var (%)	1T23	Var (%)	1T22	Var (%)
Ventas	949	2.132	-56%	1.020	-7%	894	6%
Costos de ventas	684	1.607	-57%	740	-8%	634	8%
Resultado bruto	263	522	-50%	277	-5%	260	1%
Resultado operativo	71	87	-18%	70	2%	77	-8%
EBITDA	93	144	-35%	90	4%	97	-4%
EBITDA (LTM)	459	456	1%	400	15%	326	41%

Fuente: Cucchiara Research en base a EECG.

A pesar de esta buena performance, los márgenes de Arcor continúan decayendo. Observando la evolución LTM, los márgenes se deterioraron entre 40 y 60 puntos básicos vs. el 1T23. De igual forma, vs. el 1T22 la caída se acentuó en torno a los 80 y 130 puntos básicos.

### Márgenes (LTM) por trimestre



Fuente: Cucchiara Research en base a EECG.

La dificultad para mantener los márgenes persiste por el incremento de la estructura de costos y gastos por sobre el incremento de los ingresos en los negocios de Argentina. Esto es más representativo si observamos el EBITDA en pesos en términos reales. En el ejercicio 2023 el EBITDA cayó 14% al respecto de 2022. A la caída de las ventas del 2% se le sumó el aumento de los costos de ventas y los gastos operativos, destacándose la caída del resultado bruto del 6% y el aumento del 2% en la comercialización y del 4% en los gastos de administración.

El contexto de alta inflación y tipo de cambio oficial atrasado hasta finales del año pasado afectó los resultados operativos de Arcor. Habrá que observar la evolución de los costos en dólares en los próximos cierres, de manera de que en los acumulados las distorsiones macro no afecten tanto a los márgenes de la compañía.

### Perfil de deuda

Al cierre del 1T24, Arcor totalizó una deuda financiera de USD 699 millones. La misma se constituyó por Obligaciones Negociables (ON) por un 63%, préstamos bancarios por un 35% y el restante 2% en descuentos y confirming. El 29% se denominó en pesos, mientras que el restante 71% fue emitido en moneda extranjera (61% USD, 5% BRL, 4% EUR y 1% CLP).

La deuda aumentó un 14% contra el cierre 4T23 debido principalmente a la obtención de nuevos préstamos bancarios en moneda extranjera de Arcor y sus subsidiarias. La empresa acordó con Rabobank una nueva línea de crédito por USD 40 millones. La deuda financiera igualmente se redujo al respecto del 1T23 por la importante licuación en dólares que sufrió la deuda emitida en moneda local y por el rescate anticipado de Arcor del remanente de su ON Clase 9 Ley NY por 128 USD millones en mayo del año pasado.

ONS	Ticker	Emisión	Moneda	Ley	Capital mill.	Interés	Vto.
Clase 17	RCCIO	20/10/2021	UVA	Arg	28	Fijo 0.98%	20/10/2025
Clase 18	RCCJO	9/11/2022	USD	NY	265	Fijo 8.5%	9/10/2027
Clase 19	RCCKO	12/5/2023	ARS	Arg	8.460	BADLAR +0.99%	12/5/2024
Clase 20	RCCLLO	12/5/2023	ARS	Arg	13.540	BADLAR +3.95%	12/5/2025
Clase 21	RCCMO	22/5/2023	USD	Arg	77	Fijo 3.5%	22/11/2025
Clase 22	RCCNO	6/10/2023	ARS	Arg	17.000	BADLAR +3.49%	6/10/2024

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EEC y Bloomberg.

La deuda financiera neta al cierre del 1T24 totalizó los USD 428 millones, con USD 271 millones en activos financieros líquidos. Su caja y equivalentes alcanzó los USD 137 millones y estuvo compuesta por moneda extranjera en un 63%. A su vez Arcor sumó títulos públicos BOPREAL en dólares y fondos comunes de inversión por USD 134 millones.

La deuda neta al 1T24 representó 0,9 veces el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses. Una brutal mejora con respecto al cierre del 1T23. La relevante licuación de la deuda en pesos y el sostén de los ingresos a pesar de la caída de los márgenes consolidaron nuevamente un nivel de apalancamiento muy bajo. El ratio se mantuvo estable contra su cierre anterior del 4T23.

Asimismo, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representó el 1,3 del pago anual. En este caso, el ratio se vio fuertemente deteriorado contra el 1T23, principalmente por el efecto que generó el pago de intereses de deuda en pesos ajustados a tasa BADLAR medidos a un tipo de cambio oficial fuertemente atrasado y muy bajo durante del periodo.

Arcor (mill. de USD)	1T24	4T23	Var (%)	1T23	Var (%)
Deuda Total	699	614	14%	723	-3%
Caja y Activos Financieros	271	221	23%	151	79%
Deuda Neta	428	393	9%	571	-25%
EBITDA (últ. 12 meses)	459	456	1%	400	15%
Deuda Neta/EBITDA	0,9	0,9	0,1	1,4	-0,5
Intereses (últ. 12 meses)	365	365	0%	201	82%
EBITDA/Intereses	1,3	1,3	0,0	2,0	-0,7

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EEC.

Ahora bien, para estresar un poco más el análisis, podemos considerar un EBITDA anualizado para lo que resta del 2024 proyectando linealmente lo ocurrido el 1T24. Extrapolando el flojo comienzo de año Arcor

obtendría un EBITDA anual de 372 USD millones, lo que llevaría a un ratio de cobertura de deuda de 1,2 veces. Es decir, en un escenario pesimista donde la estacionalidad no compense a favor de la compañía para el resto del año, el apalancamiento seguiría siendo igualmente muy bajo, en línea contra periodos anteriores.

### ARCOR 8 ¼ vto. 2027



Fuente: Bloomberg.

El bono 2027 de legislación NY tiene cupón del 8,25% con pagos semestrales. Amortiza en 7 cuotas semestrales del 14,3% desde octubre de 2024. Opera en 101,5%-102,5% clean cable, con TIR al 7%. Al abonar amortizaciones parciales su duration modificada es de 1,6 años. El bono se puede operar con mínimos de 1 nominal.

### Perspectivas

El 2024 será un reto para la compañía. La demanda de productos industriales y de consumo masivo en nuestro país viene siendo muy sensible a la contracción económica. Según última estimación del FMI, para el 2023 se espera una caída del 3,5% del producto bruto interno.

Sin una recuperación de los salarios reales, Arcor tendrá que apostar más a lo que suceda con sus negocios del exterior. Será clave que la compañía siga incrementado sus volúmenes vendidos en mercados externos, tanto sea vía exportaciones desde Argentina o con la producción y las ventas de sus subsidiarias localizadas fuera del país. En este sentido en el 1T24 se observaron importantes avances.

Durante el 2024, ARCOR 2027 operó gran parte del año en torno a los USD 101, brindando rendimientos más cercanos al 8%. Estos precios fueron más que atractivos para un corporativo de muy buena calidad. En la actualidad el bono opera con spread de riesgos algo acotado. Como comentamos anteriormente Arcor 2027 es recomendable para quién busque calidad y flujos de corto plazo.

Arcor es considerado por el mercado como uno de los emisores de mayor calidad de la curva de legislación extranjera. Sus bajos niveles de apalancamiento y su facilidad para el acceso al crédito internacional brindan mayor tranquilidad a sus tenedores. En este view, nuestros fondos de renta fija en dólares mantienen ponderación de su bono 2027 y están atentos a nuevas oportunidades de entrada que pueda brindar el volátil mercado argentino.

Muchas gracias.

Sekoia Research  
[research@sekoia.com.uy](mailto:research@sekoia.com.uy)