

Arcor S.A.I.C. (Arcor)

Factores relevantes de la calificación

Asignación ON Clase 23: La calificación considera la sólida posición de mercado y la buena capacidad de generar ingresos y mantener sus márgenes relativamente estables en un entorno económico adverso. A marzo 2024 (año móvil), las ventas se incrementaron un 1%, medido en moneda constante, con respecto al ejercicio fiscal 2023, con un margen en torno al 7,9% al tiempo que se observó una aceleración de la inflación y un deterioro del ingreso de los hogares en su principal mercado (Argentina). La calificación también incluye niveles de endeudamiento neto / EBITDA en torno a 2,1x a marzo 2024 (año móvil), manteniendo un amplio acceso a los mercados de crédito local e internacional.

Sólida posición de mercado: La calificación refleja el liderazgo de Arcor en el sector alimentos en Argentina y sus operaciones en varios países de la región. Brasil evidenció un aumento de ventas a terceros del 7,1% interanual (medido en moneda constante) en el año finalizado en diciembre 2023, mientras que la Región Andina (excluyendo packaging) registró un aumento del 11,0% interanual en el mismo período. Los segmentos de envases y agroindustrial representaron a diciembre 2023 el 19,3% y 12,2% de las ventas respectivamente, lo que muestra la fortaleza de la integración vertical en Argentina y el potencial de la compañía para ofrecer productos a la industria de alimentos en la región. El fuerte crecimiento en el segmento agroindustrial responde principalmente a los mayores precios y a la incorporación del Joint-Venture con Ingredion Inc.

Riesgo de descalce de moneda: Arcor mantiene cerca del 68% de su deuda en moneda extranjera a diciembre 2023 (64% a diciembre 2022), mientras que su generación de fondos se concentra en Argentina, sin embargo, la compañía genera más del 30% de sus ingresos en el exterior, mediante la operación de sus subsidiarias en el exterior y las exportaciones a terceros. Las exportaciones de Arcor normalizadas superan los USD 300 millones que cubren holgadamente los intereses anuales de la deuda internacional. La diversificación geográfica de los ingresos de la compañía amplía la flexibilidad operativa y financiera, le otorga ventajas competitivas importantes en relación con sus comparables.

Estabilidad del negocio: La amplitud del portafolio de productos y sus operaciones en distintos países le proporciona a Arcor la estabilidad en sus ventas frente a los vaivenes de la economía argentina. En promedio, el 30% de los ingresos consolidados totales de la compañía provienen de sus ventas en el mercado externo con un alcance a más de 90 países. FIX espera que Arcor continúe presentando en 2024 un buen nivel de ventas, pese a la contracción esperada del consumo, con márgenes por debajo del rango histórico cercano al 10% (7,9% a marzo 2024 (año móvil) y 7,8% en 2023) y un ratio de Deuda Neta / EBITDA por debajo de 2,5x (2,1x a marzo 2024 (año móvil) y 2,7x en 2023).

Sensibilidad de la calificación

Los factores que podrían individualmente o en conjunto afectar negativamente la calificación podrían ser un incremento en el apalancamiento sostenido medido como Deuda Neta Total/ EBITDA por encima de 3x, una fuerte caída en la liquidez disponible en el mercado y/o desmejoramiento del entorno operacional en Argentina, Brasil o Chile.

Liquidez y Estructura de Capital

Buena flexibilidad financiera: Arcor presentó al cierre de marzo 2024 caja y equivalentes por cerca de \$117.777 millones (USD 137 millones) cubriendo el 50% de la deuda de corto plazo, mientras que al sumar el EBITDA (del año móvil a marzo 2024) el ratio asciende al 150% (vs. 123% al cierre de diciembre 2023). Cabe destacar que la compañía durante 2023 mejoró el perfil de los vencimientos de deuda con una baja de la deuda en moneda extranjera. FIX

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AAA(arg)
ON Clase 17	AAA(arg)
ON Clase 18	AAA(arg)
ON Clase 20	AAA(arg)
ON Clase 21	AAA(arg)

Perspectiva

Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)
ON Clase 22	A1+(arg)
ON Clase 23	A1+(arg)

Resumen Financiero

Arcor S.A.I.C. (ARCOR)

Consolidado	31/03/2024	31/12/2023
(\$ Millones constantes a marzo 2024)	Año móvil	12 Meses
Total Activos	2.295.470	2.567.903
Deuda Financiera	599.686	752.684
Ingresos	2.933.103	2.903.906
EBITDA	232.800	225.083
EBITDA (%)	7,9	7,8
Deuda Total / EBITDA (x)	2,6	3,3
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	2,1	2,7
EBITDA / Intereses (x)	1,2	1,2

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024.

Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, diciembre 2023.

Analistas

Analista Principal
 Gustavo Avila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142

Analista Secundario
 Hernan Lucchini
 Analista
hernan.lucchini@fixscr.com
 +54 11 5235 8100

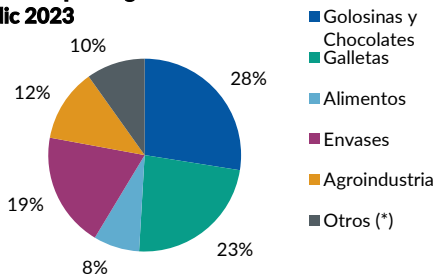
Responsable del Sector
 Cecilia Minguiñón
 Senior Director
cecilia.minguiñon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

espera que la compañía mantenga su fuerte flexibilidad financiera histórica y sólido perfil operativo en un entorno adverso en su principal mercado.

Perfil del Negocio

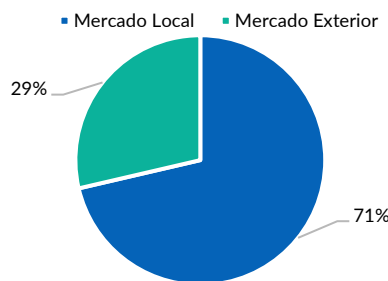
Arcor S.A.I.C. (Arcor) es una compañía líder que opera en el segmento de Alimentos en América Latina con base en Argentina donde tiene una posición dominante y una amplia trayectoria de operaciones. A diciembre 2023, reportó ventas por \$ 2.903.906 millones con un margen bruto de 26,1% que refleja su posición de mercado en la industria de alimentos, mientras mostró una generación de EBITDA de \$ 225.083 millones. Los principales segmentos de negocios por facturación son: Golosinas y Chocolates (28%), Galletas (23%) y Empaques (19%), seguidos de Agroindustria (12%) y Alimentos (8%), manteniendo una posición de liderazgo en la mayoría de las categorías. Los segmentos más rentables (medidos por el margen EBITDA) lo constituyen: Envases (15,5%), Golosinas y Chocolates (6,6%) y Agroindustria (10,1%) a diciembre 2023.

Ventas por Segmento dic 2023



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR;

Ventas por Mercado



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Por zona geográfica, las ventas en Argentina representaron el 71,4% en 2023, por arriba del promedio de 70% de los últimos años, seguido por la región Andina con el 9,8% en 2023. En comparación con el año anterior, las ventas disminuyeron un 1,6% en pesos. El año 2023 se caracterizó por ser sumamente complejo, especialmente en la Argentina, principal escenario para el desarrollo de los negocios del Grupo. Se observó una caída general del consumo, producida por los efectos de la inflación y la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, lo que afectó a la mayoría de las categorías en las que el grupo participa. Además, la imposibilidad de trasladar a precios el aumento de gastos y costos, la devaluación de la moneda y los problemas de abastecimiento durante el año, impactaron en la rentabilidad operativa. Por otra parte, el margen EBITDA en Argentina mostró un descenso para ubicarse en 9,9% durante 2023, lo que representa un descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto a 2022, mientras que la rentabilidad en la región Andina se ubicó en 1,9% y la de Brasil en 5,2%, ambas menores a la de Argentina.

El costo de mercaderías vendidas aumentó en moneda homogénea un 0,1% hasta llegar a \$ 2.145.515 millones en 2023 (74% de las ventas), la mayor parte corresponde a la compra de materias primas por \$1.376.846 millones (un 6,2% menor con respecto a 2022), mientras que los gastos de producción ascendieron a \$ 825.591 millones (un 2,6% mayor con respecto a 2022). El incremento de los costos de venta refleja los mayores precios de las materias primas. Por su parte, los gastos de comercialización y administración totalizaron \$ 589.040 millones (un 2,4% mayor con respecto a 2022) para ubicarse en 20,3% de las ventas, por debajo niveles previos a la pandemia.

Arcor posee una trayectoria de desempeño operativo y financiero, reflejando la inversión en sus marcas y el crecimiento orgánico de su portafolio de productos. La compañía opera 45 plantas industriales ubicadas en Argentina, Brasil, Chile, México y Perú donde fabrica más de 1.500 productos. Adicionalmente, la compañía tiene distintos acuerdos con empresas de otros países que le permite tener presencia en otros mercados. En asociación con el Grupo Webcor se inauguró la fábrica Dulcería Nacional que permite el acceso al mercado de Angola y África que tiene un potencial de 300 millones de consumidores con una reducida exposición e inversión.

La conformación de un Joint Venture con Ingredion le permite ampliar sus negocios agroindustriales en Argentina, así como tener una mayor presencia en Chile y Uruguay. Las exportaciones normalizadas de la compañía superan los USD 300 millones anuales, teniendo como destinos Estados Unidos, Europa, Asia y otros países de Latinoamérica donde no poseen plantas de producción.

La compañía posee un elevado grado de integración vertical en Argentina, con la producción de fructosa, glucosa, azúcar, leche, sémola y alcohol de cereales, también tiene 7 tambos, un ingenio azucarero, además de las empresas dedicadas a la fabricación de envases.

Segmentos de negocios

Golosinas y Chocolates: Constituye la principal fuente de ingresos, siendo Argentina y Brasil los principales mercados, representó el 27,5% de Ventas y aportó el 23,4% del EBITDA consolidado durante 2023. El segmento aumentó sus ventas en 1,9% en 2023, medido en moneda constante, un menor ritmo al registrado en 2022 (+4,2%). Los productos comercializados incluyen una gran variedad de caramelos, chicles, chupetines, pastillas, bombones, productos estacionales y helados.

Galletas: Incluye la producción de galletitas saladas, pan dulce, obleas, barras de cereal, galletitas dulces y budines, totalizaron el 23,4% de las ventas y representó el 21,5% del EBITDA durante 2023. El segmento cayó 14,4% medido en moneda constante, lo que representa una desaceleración con respecto a 2022. La alianza con el Grupo Danone posiciona a Arcor como el principal productor regional de galletitas.

Alimentos: El segmento que incluye enlatados y salsa, dulces, frutas y vegetales enlatados, pescados enlatados, mermeladas y jaleas, jugos y pre-mezclas, aportó el 7,7% de las ventas con un margen EBITDA negativo de 1,7% en 2023. Las ventas aumentaron levemente un 0,1% medido en moneda constante en 2023, mientras que en los últimos 5 años sólo ha registrado un margen positivo durante la pandemia de 2020. El segmento ha sido afectado por el traspaso del consumo hacia segundas y terceras marcas en el mercado local, así como por la dificultad de trasladar a precios los mayores costos.

Envases: La producción de cajas de cartón corrugado, papel y films coloca a Arcor como el principal productor argentino de estos productos con una importante participación de mercado. El segmento representa el 19,3% de las ventas y 38,4% del EBITDA consolidado promedio de la compañía. El segmento mostró una caída de 14,4% en sus ventas medido en moneda constante.

Agroindustria: Incluye la producción de azúcar, leche, alcohol etílico de cereales, fructosa, maltosa, glucosa, almidón y harina de maíz, así como otros subproductos del maíz, para la industria de alimentos, representando el 12,2% de las ventas y el 16,0% del EBITDA consolidado de la compañía en 2023. El segmento cayó 4,2% anual. El acuerdo de Joint Venture con Ingredion le brinda a Arcor una ventaja competitiva en innovación por la fortaleza en investigación y desarrollo de productos de su contraparte.

Administración y Calidad de los accionistas

El Grupo Arcor S.A. (GASA) controla el 99,7% del capital accionario de la compañía. A su vez, GASA es controlada por accionistas locales. En 2021, se constituyó una nueva sociedad Arcor Alimentos Internacional S.L., domiciliada en España, con el objetivo de unificar bajo una única sociedad holding la tenencia de las acciones de las filiales del exterior. La sociedad holding es 100% propiedad de Arcor S.A.I.C.

Posición competitiva

Arcor es una compañía de alimentos líder en el mercado argentino. Entre sus principales competidores se encuentran jugadores internacionales como Mondelez, Nestle, Bimbo y Unilever. Una de las principales ventajas competitivas que detenta la compañía es su cadena de distribución, integrada por distribuidores exclusivos con quienes la compañía posee una relación de largo plazo, que le permite llegar a más de 250.000 puntos de venta en Argentina, lo cual constituye una importante barrera de entrada para nuevos competidores.

Golosinas y Chocolates: Los principales competidores del segmento son Mondelez, Nestle, Felfort, Lheritier, Riclan (Brasil) y Costa (Chile).

Galletas: Sus principales competidores son: Mondelez, Nestlé, Costa (Chile), MD Branco y Bauducco (Brasil). La generación de fondos de esta unidad continúa concentrada en Argentina y, en menor medida en Chile.

Alimentos: Los principales competidores en esta unidad de negocio son Unilever y Molinos Río de la Plata.

Agroindustria: Los competidores en este segmento son: Glucovil-Ledesma/Cargill, Glutal en la molienda húmeda, mientras que FyA Basile y Rivara compiten en la molienda seca.

Riesgo del Sector

La producción de alimentos registró una caída del 3,6% en 2023 con respecto a 2022, en parte explicada por una caída del PBI del 1.6% y una significativa caída del salario real, que se acentuó en los primeros meses de 2024. FIX destaca que la caída se espera que sea más relevante en aquellos segmentos con mayor elasticidad de demanda respecto a su ingreso.

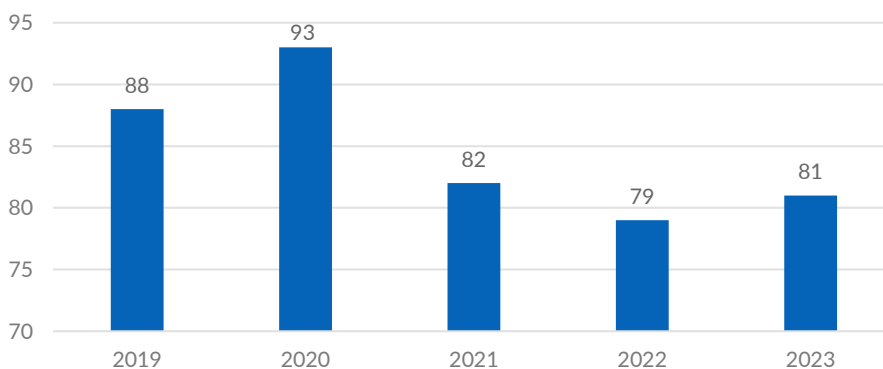
La menor elasticidad en la demanda del segmento de alimentos permitiría mantener adecuados volúmenes de venta del sector en el escenario económico complejo.

El sector se encuentra muy correlacionado al nivel de consumo en el mercado interno y es vulnerable a los precios de las materias primas, cuyas fluctuaciones no pueden ser trasladadas linealmente a los consumidores. Las exportaciones del sector todavía representan una fracción menor de los volúmenes de producción y su contribución a los ingresos se encuentra disminuida por el aumento relativo de la inflación con respecto a la evolución del tipo de cambio oficial.

La sequía a su vez en 2023 tuvo un impacto en la disponibilidad de materia prima, siendo las más afectadas aquellas que dependen en mayor medida del complejo agroindustrial local. FIX espera una normalización en la producción agrícola para la cosecha 23/24 y una mayor previsibilidad en la estructura de costos de las compañías alimenticias.

Los últimos años en función de ciertas regulaciones por parte del Gobierno el canal de supermercados presentó un mayor crecimiento relativo, que se espera se normalice gradualmente en los próximos ejercicios ante la normalización de los precios relativos.

Evolución Consumo - Total Argentina



Fuente: FIX en base a fuentes externas. Base 2011 = 100

FIX entiende que, en el actual nivel y contexto, las compañías del sector evidenciaron una significativa contracción en los primeros meses del año, que luego irán recuperando gradualmente en línea con el ingreso disponible, siempre que no ocurran variaciones abruptas del tipo de cambio que aceleren la inflación y desajusten la relación entre ajustes de salarios y precios.

Factores de Riesgo

Riesgo de descalce de moneda: La compañía mantiene el 68% de su deuda denominada en moneda extranjera a diciembre 2023, un aumento con respecto a 2022 (64%) y descenso contra 2021 (71%), con una generación de fondos que se concentra mayoritariamente en Argentina. Las exportaciones a terceros, así como las ventas y el EBITDA de sus subsidiarias en el exterior, cubren los pagos de intereses anuales esperados en moneda extranjera. El riesgo de un desdoblamiento/devaluación del tipo de cambio está latente en el corto plazo, un cambio en el esquema cambiario tendría un impacto inmediato en el balance por el aumento de los pasivos y los costos financieros.

Variabilidad en los precios de commodities (cacao, el maíz y azúcar): Los precios de los productos en el sector son más estables que el precio de sus principales materias primas. Por lo que los márgenes de rentabilidad se encuentran expuestos a mayor volatilidad, comprimiéndose en momentos donde los precios de los commodities son altos y aumentando sensiblemente cuando estos se reducen. En Argentina, Arcor mitiga parte de este riesgo con su integración vertical que le asegura disponibilidad y calidad de ciertas materias primas clave (azúcar, glucosa, etc.), contribuyendo además a la optimización de su estructura de costos. Sin embargo, la compañía importa papel y cacao, por lo que medidas que restrinjan las importaciones en estos rubros pueden afectar las operaciones.

Riesgo de traslado de costos a precio: En el mercado local enfrenta el desafío de trasladar a precios los aumentos de costos dentro del actual entorno de aceleración de la inflación y contexto recesivo. Una demanda más débil puede afectar los márgenes de la compañía, sin embargo, su posición de mercado y diversificación de la oferta de productos en los segmentos de Golosinas y Chocolates, Envases y Agroindustrial mitigaría el impacto en los márgenes.

Devaluación y aceleración de la inflación: La elevada inflación en Argentina tiene un papel importante dentro de los productos de la compañía, los cuales son vendidos fundamentalmente dentro del territorio nacional y la pérdida del poder adquisitivo de la población podría afectar sus ventas

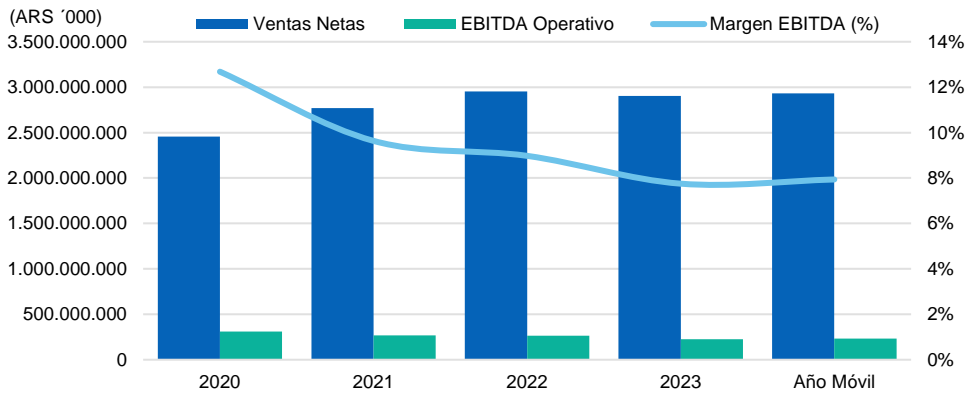
Riesgo regulatorio: Regulaciones como La Ley de Etiquetado Frontal o prohibiciones específicas en determinados segmentos o mercados vinculado a productos con elevadas calorías y azúcares, podría afectar los ingresos y rentabilidad del segmento Golosinas y Chocolates y de la compañía.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas de Arcor se incrementaron un 1,0%, medido en moneda constante a marzo 2024 (año móvil), con respecto al cierre de 2023 para alcanzar los \$2.933.103 millones, mientras que generó EBITDA por \$232.800 millones que representa un margen de 7,9% con respecto a las ventas. El buen desempeño de las ventas proviene de la sólida posición de mercado en Argentina, el crecimiento de las operaciones en Brasil enfocado en privilegiar el margen, así como por el impulso del segmento agroindustrial de la compañía, en especial a partir del Joint Venture con Ingredient. Hacia adelante, FIX espera que la rentabilidad de la compañía se ubique en torno a un margen EBITDA de 9% en el corto plazo, tendiendo a un margen cercano al 10% en los años subsiguientes.

Evolución Ventas - EBITDA



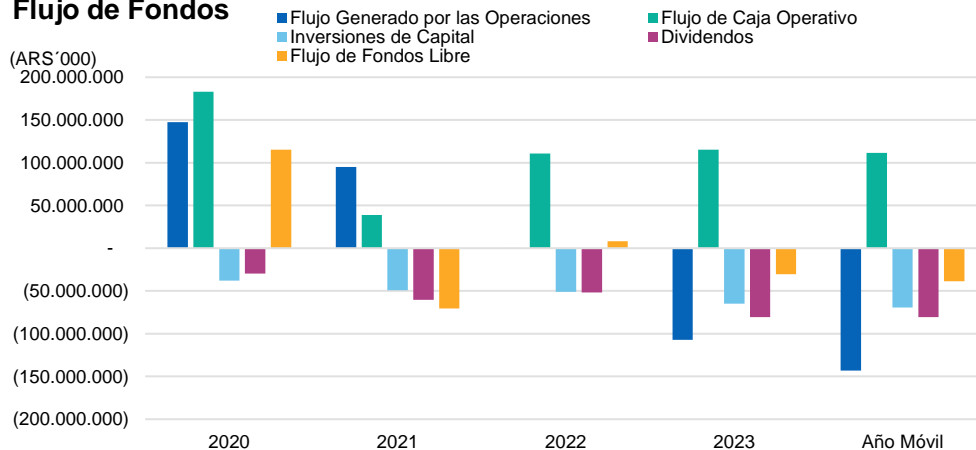
Fuente: Información de la empresa, FIX

Flujo de Fondos

La compañía registró un Flujo Generado en Operaciones (FGO) negativo de \$143.025 millones a marzo 2024 (año móvil). Sin embargo, el Flujo de Caja Operativo (FCO) se ubicó en \$111.324 millones por los fondos aportados por la reducción en el capital de trabajo como resultado del descenso en las cuentas por cobrar. En tanto, Arcor mostró un Flujo Libre de Fondos (FFL) negativo de \$38.693 millones, con un nivel de Capex que se mantuvo en 2,4% de las ventas (superior al promedio de los últimos 4 años). El pago de dividendos se ubicó en 2,8% de las ventas (vs. 1,8% año fiscal 2022).

Hacia adelante, FIX espera que la compañía presente FFL positivos a neutros por la capacidad de generar FCO positivos, por no requerir inversiones de capital significativas en los próximos años y mantenga sin cambios la política de dividendos.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, FIX

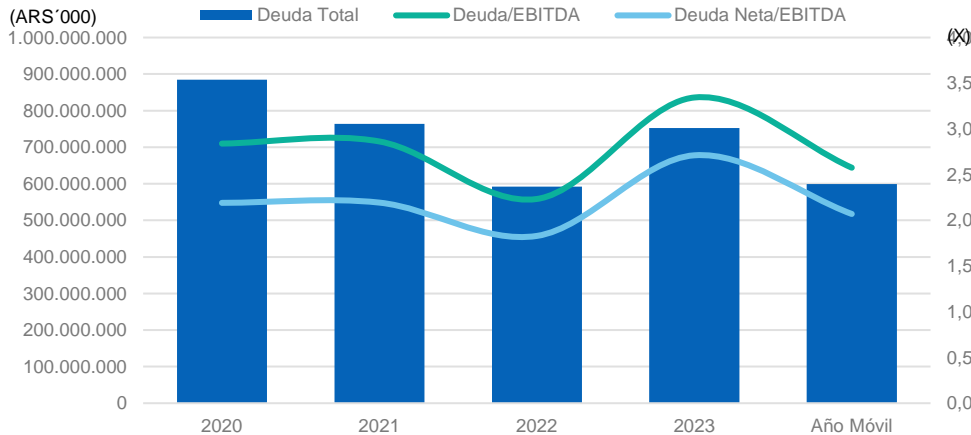
Liquidez y Estructura de capital

La estructura de capital mostró un descenso en el endeudamiento en los últimos 3 años, teniendo en cuenta el importante desapalancamiento realizado a partir de 2020. A marzo 2024 (año móvil), el ratio de Deuda Total / EBITDA se ubicó en 2,6x y si se considera los niveles de caja el ratio de Deuda Neta Total / EBITDA se ubica en 2,1x.

A marzo 2024, el total de la deuda alcanzó \$599.686 millones con un perfil de vencimiento con el 39% del total venciendo a corto plazo, lo que representa una mejora con respecto al perfil del año 2022 (53%). La composición al cierre 2023 muestra una leve suba en la concentración en moneda extranjera que se ubicó en 68%, 4 puntos por encima de la del cierre 2022, la cual había constituido el valor más bajo en los últimos 3 años.

FIX espera que Arcor mantenga niveles de apalancamiento cercanos a 2.0x, según el ratio Deuda Neta / EBITDA, así como se mantenga la elevada participación de deuda en moneda extranjera, pero con vencimiento a largo plazo como en el caso de la Obligación Negociable Clase 18.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, FIX

La caja y equivalentes de Arcor proporciona una posición de liquidez que cubre el 0,50x la deuda de corto plazo a marzo 2024 (año móvil), similar a la cobertura de 0,48x que evidenció al cierre de 2023 y superior al 0,34x que mostró en 2022. Añadiendo el EBITDA del período a la caja y equivalentes la cobertura se ubica en 1,5x, por arriba del 1,2x del cierre de 2023 y 2022. El descenso del nivel de endeudamiento no afectó la posición de liquidez de la compañía, mientras mantuvo sus niveles de Capex y de distribución de dividendos a los accionistas.

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía detenta una fuerte flexibilidad financiera con un probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. Adicionalmente, la empresa ha mostrado un elevado acceso al mercado bancario en los diferentes países donde opera, principalmente, en Chile y Brasil.

Factores ESG

Los principales factores ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de Alimentos y Bebidas son la adecuada gestión de su cadena de valor y su trazabilidad, a fin de garantizar la calidad e inocuidad de los productos, el abastecimiento de insumos críticos para la producción, y evitar riesgos por prácticas no sustentables. Por lo cual, se evaluarán las certificaciones y alianzas con proveedores en este sentido. A su vez, el sector se encuentra expuesto a los efectos del cambio climático, más específicamente por los riesgos físicos en forma directa o indirecta como consecuencia de eventos climáticos extremos (sequía, inundaciones, etc.) que puedan afectar la disponibilidad de insumos, los costos y rentabilidades. Es por ello, que se considerarán las acciones de adaptación y mitigación adoptadas para abordar los riesgos climáticos identificados. Por otro lado, se evaluará el sistema de gestión ambiental corporativa que incluye la gestión del packaging (metas de reducción del uso de plásticos, medición de huella de embalajes, etc.), política de gestión de residuos (reciclaje, economía circular, etc.) y la gestión de recursos como la energía y el agua (medidas para disminuir el consumo, eficiencia de los equipos, etc.).

Otro factor a evaluar en relación al Mercado y Normativas refiere a las nuevas tendencias de alimentación más saludable y el surgimiento de regulaciones en la gestión sostenible cuyo incumplimiento podría derivar en eventuales multas o requerir de inversiones para la adecuación de los productos. Los cambios en la demanda de los consumidores pueden impactar en la comercialización de productos, mientras que la diversificación de canales de distribución y logística permite mitigar en parte estos riesgos.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la estructura del directorio, incluyendo idoneidad, diversidad e independencia, los mecanismos de control y toma de decisiones. Asimismo, se evalúa la transparencia y divulgación de información y el establecimiento de objetivos en términos de la gestión de factores ESG, así como los incentivos del directorio y la alta gerencia a cumplirlos.

Por su parte, Arcor en particular viene trabajando en temas de Sustentabilidad hace más de 10 años donde es un referente con Reportes de Sustentabilidad publicados anuales, numerosas certificaciones, etc. que le permiten a la compañía diferenciarse positivamente en el sector. El segmento de golosinas y chocolates presenta el mayor desafío de la compañía, mientras que la incorporación de Ingredion y su integración vertical son elementos positivos.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Arcor S.A.I.C.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	mar-24	2023	2022	2021
Período	Últ. 12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	232.799.987	74.580.926	225.082.814	264.934.591	266.892.759
EBITDAR Operativo	232.799.987	74.580.926	225.082.814	264.934.591	266.892.759
Margen de EBITDA	7,9	9,4	7,8	9,0	9,6
Margen de EBITDAR	7,9	9,4	7,8	9,0	9,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,3)	(4,0)	(1,0)	0,3	(2,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,2	0,5	0,4	1,0	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,2	1,8	1,2	2,3	3,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,2	1,8	1,2	2,3	3,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	0,3	0,5	0,6	0,8
FGO / Cargos Fijos	0,2	0,5	0,4	1,0	2,1
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,1	0,3	0,3	0,1
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	12,7	7,2	9,6	5,0	4,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	2,0	3,3	2,2	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,1	1,6	2,7	1,8	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,6	2,0	3,3	2,2	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,1	1,6	2,7	1,8	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	28,1	26,9	27,6	18,1	11,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	38,9	38,9	39,8	52,8	30,1
Balance					
Total Activos	2.295.469.551	2.295.469.551	2.567.902.775	2.137.556.687	2.191.294.194
Caja e Inversiones Corrientes	117.776.573	117.776.573	142.339.796	107.138.378	178.492.026
Deuda Corto Plazo	233.228.334	233.228.334	299.602.909	312.329.823	230.117.931
Deuda Largo Plazo	366.457.456	366.457.456	453.081.124	279.562.317	534.027.135
Deuda Total	599.685.790	599.685.790	752.684.034	591.892.140	764.145.066
Deuda asimilable al Patrimonio	(1)	(1)	(2)	(5)	(9)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	599.685.789	599.685.789	752.684.032	591.892.135	764.145.057
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	599.685.789	599.685.789	752.684.032	591.892.135	764.145.057
Total Patrimonio	802.544.658	802.544.658	853.668.742	741.951.263	670.029.653
Total Capital Ajustado	1.402.230.447	1.402.230.447	1.606.352.774	1.333.843.398	1.434.174.710

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(143.024.071)	(21.075.230)	(107.179.958)	56.150	95.110.591
Variación del Capital de Trabajo	254.348.248	10.511.044	222.314.729	110.833.496	(56.137.432)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	111.324.177	(10.564.186)	115.134.771	110.889.645	38.973.159
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(69.301.178)	(20.906.751)	(64.862.677)	(50.888.330)	(49.150.762)
Dividendos	(80.715.832)	(3.852)	(80.711.980)	(51.714.180)	(60.466.220)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(38.692.833)	(31.474.789)	(30.439.886)	8.287.135	(70.643.823)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.830.217	19.859	3.271.379	881.357	1.132.126
Otras Inversiones, Neto	(139.702.413)	(27.800.603)	(111.850.282)	(4.253.954)	(4.920.074)
Variación Neta de Deuda	206.365.271	75.621.116	170.043.577	(20.172.855)	107.255.824
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	(2.604.163)
Otros (Inversión y Financiación)	(12.093.771)	0	(12.471.882)	(19.517.002)	(14.486.977)
Variación de Caja	18.706.470	16.365.583	18.552.907	(34.775.319)	15.732.913
Estado de Resultados					
Ventas Netas	2.933.102.609	790.814.639	2.903.906.444	2.951.401.264	2.769.925.708
Variación de Ventas (%)	1,0	3,8	(1,6)	6,6	12,7
EBIT Operativo	171.067.278	59.478.602	164.013.021	200.331.555	202.763.603
Intereses Financieros Brutos	190.129.940	41.818.476	185.321.302	117.162.933	89.175.162
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	115.369.716	120.946.646	39.500.310	167.052.721	183.184.058

(*) Moneda constante a marzo 2024

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Commodities: Bienes transables
- Covenants: Compromisos de hacer o de no hacer.
- Joint Venture: Asociación estratégica.
- LTV (Loan-to-Value): Valor de mercado de la deuda financiera sobre el valor de mercado de los activos fijos.

Anexo III. Características de los instrumentos

Obligación Negociable Clase 17	
Monto Emisión:	145.086.923 UVA.
Moneda de Emisión:	UVAs.
Fecha de Emisión:	20/10/2021.
Fecha de Vencimiento:	20/10/2025.
Amortización de Capital:	En un único pago en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 17 en circulación devengarán intereses sobre su capital pendiente de pago a una tasa de interés fija anual que será equivalente a la Tasa Aplicable Clase 17. Por "Tasa Aplicable Clase 17" se entiende al 0,98% nominal anual.
Destino de los fondos	(i) Inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país; (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país; (iii) integración de capital de trabajo en el país; (iv) refinanciación de pasivos; y/o (v) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas y la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial del negocio, cuyo producido se destine exclusivamente a los destinos antes especificados.

Obligación Negociable Clase 18	
Monto Emisión:	USD 265.427.742.
Moneda de Emisión:	Dólar estadounidense.
Fecha de Emisión:	9 de noviembre de 2022.
Fecha de Vencimiento:	9 de octubre de 2027.
Amortización de Capital:	14,285% en octubre 2024, 14,285% en abril 2025, 14,285% en octubre 2025, 14,285% en abril 2026, 14,285% en octubre 2026, 14,285% en abril 2027 y 14,29% en octubre 2027.
Intereses:	Tasa fija de 8,25% anual en forma semestral.
Destino de los fondos	La Compañía no recibirá fondos en efectivo procedentes de la Oferta de Canje. La emisión de las Nuevas Obligaciones Negociables se realiza para refinanciar la deuda de la Compañía de conformidad con el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
Condición de participación mínima	La consumación de la Oferta de Canje está condicionada, entre otras condiciones, a la presentación válida en la Oferta de Canje de USD 350 millones o más del monto de capital total en circulación de Obligaciones Negociables Existentes.

Obligación Negociable Clase 20	
Monto Emisión:	\$ 13.540 millones.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos.
Fecha de Emisión:	12 de mayo de 2023.
Fecha de Vencimiento:	12 de mayo de 2025.
Amortización de Capital:	En un único pago en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 20 en circulación devengarán intereses sobre su capital pendiente de pago a una tasa variable anual que será equivalente a la suma de (a) la Tasa Badlar más (b) el Margen Aplicable de 3,95%.
Destino de los fondos	(i) Inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país; (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país; (iii) integración de capital de trabajo en el país; (iv) refinanciación de pasivos; y/o (v) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas y la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial del negocio, cuyo producido se destine exclusivamente a los destinos antes especificados.

Obligación Negociable Clase 21	
Monto Emisión:	USD 77 millones.
Moneda de Emisión:	Dólar Estadounidense.
Fecha de Emisión:	22 de mayo de 2023.
Fecha de Vencimiento:	22 de noviembre de 2025.
Amortización de Capital:	Amortizadas en un único pago en la Fecha de Vencimiento en dólares estadounidenses.

Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 21 devengarán interés a una tasa fija de 3,75% nominal anual, pagaderas en Dólares Estadounidenses en forma semestral por período vencido.
Destino de los fondos	(i) refinanciación de pasivos, incluyendo sin limitación, el pago de capital o intereses de las obligaciones negociables de la clase 9 en los términos del punto 3.17.3 de las Normas de Exterior y Cambios del BCRA; y/o (ii) cancelación de pasivos compuestos, entre otros y no excluyente, por acuerdos en cuenta corriente con instituciones bancarias en el país; en ambos casos, cuyo fondos se destinaron a integración de capital de trabajo principalmente insumos, infraestructura y proyectos de inversión que incrementen la capacidad productiva y exportadora, entre otros. Inversión en activos físicos y/o bienes de capital situados en el país, y a integración de capital de trabajo en la Argentina, principalmente en insumos, infraestructura y proyectos de inversión que incrementen la capacidad productiva y exportadora.

Obligación Negociable Clase 22

Monto Emisión:	\$17.000 millones
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Moneda de Pago:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	6 de octubre de 2023
Fecha de Vencimiento:	6 de octubre de 2024
Amortización de Capital:	Las Obligaciones Negociables Clase 22 serán amortizadas en un único pago en la Fecha de Vencimiento de la Clase 22.
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 22 en circulación devengarán intereses sobre su capital pendiente de pago a una tasa variable anual que será equivalente a la suma de (a) la Tasa Badlar más (b) el Margen Aplicable Clase 22.
Destino de los fondos	(i) inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país; (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país; (iii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo el pago a proveedores por insumos y servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes; (iv) refinanciación y/o cancelación de pasivos con bancos radicados en el país en Pesos; y, (v) integración de aportes de capital en nuestras sociedades controladas o vinculadas y la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de nuestro negocio, cuyo producido se destine exclusivamente a los destinos antes especificados.

Obligación Negociable Clase 23

Monto Emisión:	Las Obligaciones Negociables Clase 23 podrán ser emitidas por un valor nominal de hasta \$20.000.000.000, ampliable hasta el Monto Disponible del Programa.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Moneda de Pago:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	A definir.
Fecha de Vencimiento:	El día en que se cumplan 12 meses contados desde la Fecha de Emisión
Amortización de Capital:	Las Obligaciones Negociables Clase 23 serán amortizadas en un único pago en la Fecha de Vencimiento de la Clase 23.
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 23 en circulación devengarán intereses sobre su capital pendiente de pago a una tasa variable anual que será equivalente a la suma de (a) la Tasa Badlar más (b) el Margen Aplicable Clase 23 que será informado en el Aviso de Resultados.
Destino de los fondos	De acuerdo a lo requerido por el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables, los fondos netos derivados de la oferta y venta de las Obligaciones Negociables serán destinados a uno o más de los siguientes propósitos: (i) inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país; (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país; (iii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo el pago a proveedores por insumos y servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes; (iv) refinanciación y/o cancelación de pasivos con bancos radicados en el país en Pesos; y, (v) integración de aportes de capital en nuestras sociedades controladas o vinculadas y la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de nuestro negocio, cuyo producido se destine exclusivamente a los destinos antes especificados.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **4 de junio de 2024**, confirmó* en **Categoría AAA(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Arcor S.A.I.C. (Arcor)**. Asimismo, confirmó en **Categoría AAA(arg)** a las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 17 en UVAs por hasta el equivalente de hasta \$4.000 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 18 por USD 265 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 20 por \$ 13.450 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 21 por USD 77 millones.

La **Perspectiva** es **Estable**.

En el mismo Consejo confirmó* en la **Categoría A1+(arg)** la calificación de **Emisor de Corto Plazo**. Asimismo, confirmó* la misma calificación a la siguientes Obligaciones Negociables emitida por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 22 por \$ 17.000 millones.

Además, en el mismo consejo FIX asignó en **Categoría A1+(arg)** a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

- Las Obligaciones Negociables Clase 23 podrán ser emitidas por un valor nominal de hasta \$20.000.000.000, ampliable hasta el Monto Disponible del Programa.

Categoría AAA(arg): "A" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

Categoría A1(arg): Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a información de gestión privada provista por la compañía y la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gov.ar):

- Balances intermedios hasta el 31-03-2024 (3 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar
- Balances anuales auditados hasta el 31-12-2023 (12 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. S.R.L.
- Programa de obligaciones negociables disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ON vigentes disponibles en www.cnv.gov.ar.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afilada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.