

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

Factores relevantes de la calificación

Asignación de calificación: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó a la ON Clase 19 la calificación A1+(arg) y a la ON Clase 20 la calificación AAA(arg) Perspectiva Estable, a ser emitidas por Arcor S.A.I.C. (Arcor) y confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo en AAA(arg) Perspectiva Estable y de Emisor de Corto Plazo en A1+(arg). La calificación considera la sólida posición de mercado y la capacidad de la compañía de incrementar sus ventas y mantener sus márgenes en un entorno económico adverso. En 2022, las ventas crecieron 6,6% (medido en moneda constante) manteniendo su margen en torno al 9,0%, 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 la reducción de los niveles de endeudamiento neto/ EBITDA por debajo de 2,0x a diciembre 2022, así como una menor proporción de deuda en moneda extranjera, 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, que mostró en Brasil un aumento de ventas de 10,9% (medido en moneda constante), así como un aumento del margen en la Región Andina hasta 10,6% en 2022. También la compañía tiene suscritos varios acuerdos comerciales que le permiten ofrecer productos innovadores y tener presencia en otros continentes. El crecimiento de los segmentos de envases y agroindustrial en 6,4% y 28,5% (medido en moneda constante) en 2022, respectivamente, 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 el 68% de su deuda en moneda extranjera a diciembre 2022, mientras que su generación de fondos se concentra en Argentina. Sin embargo, la compañía generó el 27,6% de sus ingresos en el exterior en el mismo período, mediante la operación de sus subsidiarias en el exterior y las exportaciones a terceros. Las exportaciones de Arcor representan aproximadamente USD 420 millones que cubren en 8,0x los intereses anuales de la deuda internacional. La diversificación geográfica de los ingresos de la compañía amplía la flexibilidad operativa y financiera y le otorga ventajas competitivas importantes en relación a sus comparables. FIX considera que el riesgo de descalce de moneda puede materializarse en el corto plazo, mediante una devaluación del tipo de cambio en Argentina, deteriorando de forma acotada los ratios de cobertura y endeudamiento de la compañía.

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 120 países. FIX espera que Arcor continúe presentando en 2023 un buen nivel de ventas, pese a la contracción esperada del consumo, con márgenes en torno a 8,0% - 9,0% (9,0% en 2022) y un ratio de Deuda Neta / EBITDA de 1,5x-2,0x (1,8x en 2022) de no materializarse devaluaciones abruptas.

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 un desmejoramiento del entorno operacional en Argentina, Brasil o Chile.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AAA (arg)
Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)
ON Clase 19	A1+(arg)
ON Clase 20	AAA (arg)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

Resumen Financiero

Arcor S.A.I.C. (ARCOR)			
Consolidado	31/12/2022	31/12/2021	
(\$ miles constantes a diciembre 2022)	Año móvil	12 Meses	
Total Activos	452.716.640	312.497.004	
Deuda Financiera	125.357.807	162.652.574	
Ingresos	625.082.119	586.647.113	
EBITDA	56.110.932	56.525.656	
EBITDA (%)	9,0	9,6	
Deuda Total / EBITDA	2,2	2,9	
Deuda Neta Total / EBITDA	1,8	2,2	
EBITDA / Intereses	2,3	3,0	

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2021](#)

Analistas

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

Analista Secundario
Lisandro Sabarino
Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
+54 11 5235 8119

Responsable del Sector
Cecilia Minguillón
Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
+54 11 5235-8123

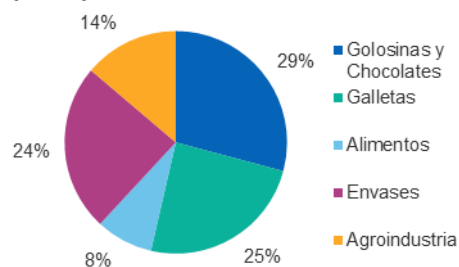
Liquidez y Estructura de Capital

Buena flexibilidad financiera: Arcor presentó al cierre de 2022 caja y equivalentes por cerca de USD 128 millones cubriendo el 34.3% de la deuda de corto plazo, mientras que al sumar el EBITDA el ratio asciende al 119%. Los mayores vencimientos corrientes se explican en parte por el vencimiento por cerca de USD 127 millones en julio 2023 correspondiente al saldo que no ingresó en la operación de canje de la ON Clase 9 por USD 500 millones. FIX espera que la compañía refinance sus compromisos sin convenientes en función de su fuerte flexibilidad histórica y sólido perfil operativo.

Perfil del Negocio

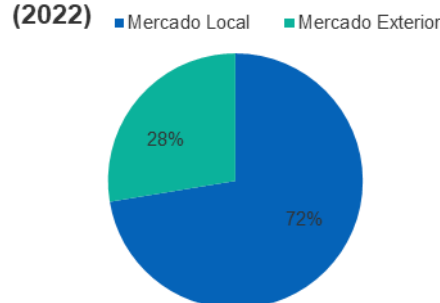
Arcor S.A.I.C. (Arcor) es una compañía líder que opera en el segmento de Alimentos en América Latina con base en Argentina donde tiene una posición dominante y una amplia trayectoria de operaciones. A diciembre 2022, reportó ventas por \$ 625.802 millones con un margen bruto de 27,2% que refleja su posición de mercado en la industria de alimentos, mientras mostró una generación de EBITDA de \$ 56.111 millones. Los principales segmentos de negocios por facturación son: Golosinas y Chocolates (26%), Galletas (22%) y Empaques (22%), seguidos de Agroindustria (13%) 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 (17,8%), Golosinas y Chocolates (9,0%) y Agroindustria (8,2%) a diciembre 2022.

Ventas por Segmento (2022)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Ventas por Mercado (2022)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Por zona geográfica, las ventas en Argentina representaron el 72,4% en 2022, por arriba del promedio de 70% de los últimos años, seguido por la región Andina con el 10,5% en 2022. El crecimiento de las ventas de Arcor, medido en moneda constante, se explica por el desempeño de las operaciones en Argentina que contribuyeron con 6,3 puntos porcentuales del aumento registrado por las ventas consolidadas (6,6% durante el 2022). Sin embargo, el margen EBITDA en Argentina mostró un descenso para ubicarse en 10,4% durante 2022, lo que representa un descenso de 1,7 puntos porcentuales con respecto a 2021, mientras que la rentabilidad en la región Andina se ubicó en 10,6% superando a Argentina.

El costo de mercaderías vendidas aumentó en moneda homogénea 5,8% hasta \$ 454.129 millones (73% de las ventas) en 2022, la mayor parte corresponde con la compra de materias primas por \$ 303.802 millones (+9,5% con respecto a 2021, medido en moneda constante), mientras los gastos de producción ascendieron a \$ 170.385 millones (+3,0% con respecto a 2021). El incremento de los costos de venta refleja los mayores precios de las materias primas que fue mitigado con un menor crecimiento de los costos asociados a la producción. Por su parte, los gastos de comercialización y administración totalizaron \$ 121.802 millones (+7,1% con respecto a 2021) para ubicarse en 19% 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 totalizaron USD 420 millones en 2022 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 26,6% de Ventas y aportó el 26,5% del EBITDA consolidado durante 2022. El segmento aumentó sus ventas en 4,2% en 2022, medido en moneda constante, un menor ritmo al registrado en 2021 (+11,7%). 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 22,3% de las ventas y representó el 17,8% del EBITDA durante 2022. El segmento creció 6,4% medido en moneda constante, lo que representa una aceleración con respecto a 2021. 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 7,6% de las ventas con un margen EBITDA negativo de 5,6% en 2022. Las ventas descendieron un 2,2% medido en moneda constante en 2022, 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 22,1% de las ventas y 43,9% del EBITDA consolidado promedio de la compañía. El segmento mostró un crecimiento de 6,4% 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 12,6% de las ventas y el 11,5% del EBITDA consolidado de la compañía en 2022. El segmento creció 28,5% anual contribuyendo con 3 puntos porcentuales al crecimiento de la compañía. 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 un crecimiento promedio de 3% en 2022 con respecto a 2021. Sin embargo, el sector mostró un estancamiento entre 2017 y 2019 en los años previos a la pandemia. En 2023, las ventas registrarán una desaceleración con un aumento en los inventarios en los distintos canales de la cadena y ampliando los requerimientos de capital de trabajo de las empresas del sector. La menor rotación de inventarios será más evidente en la porción del mix de productos de mayor valor agregado. La inelasticidad en la demanda de alimentos permitiría mantener los 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.

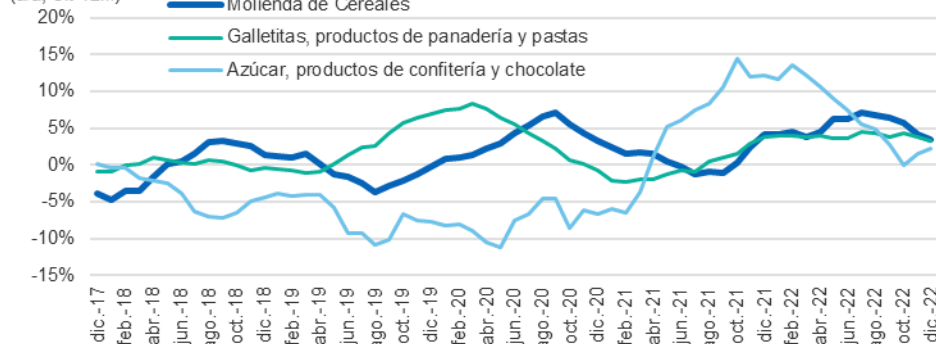
La sequía tendrá un impacto en la disponibilidad de materia prima, siendo las más afectadas aquellas que dependen en mayor medida del complejo agroindustrial local. La producción de trigo estuvo muy afectada y la campaña 2022-2023 habría cerrado en 11,5 millones de toneladas, con respecto a los 23 millones de la campaña anterior, con un descenso de 33% en el rinde. Por su parte, el maíz registró una producción de 35 millones de toneladas, un 31% por debajo del año anterior, también con un descenso en los rindes de 15%.

La soja muestra el peor panorama con una producción esperada en la campaña de 27 millones de toneladas, representaría un descenso de 36% con respecto a la campaña anterior y una caída en los rindes de 27%. En el caso de la soja el descenso en la producción y los rindes requerirán de la importación desde Paraguay y Brasil para sostener el nivel de utilización de la capacidad del sector agroindustrial. La situación del sector anticipa mayores costos en las materias primas agrícolas, lo que repercutirá en los costos de producción del sector productor de alimentos con un impacto negativo en los márgenes.

Los índices de producción manufacturera de la industria de alimentos y bebidas muestran una desaceleración del crecimiento en la segunda mitad de 2022. Este comportamiento también se observó en las sub-industrias en las que participa Arcor como: a) Azúcar, productos de confitería y chocolate; b) Galletitas, productos de panadería y pastas; c) Molienda de cereales. En 2022, la compañía mostró un crecimiento de las ventas, medido en moneda constante, más alto que en los sectores donde participa, lo que sugiere un aumento de la participación de mercado y resiliencia frente a un mercado con menor poder de compra por parte de los hogares.

Producción de Alimentos y Bebidas

(a/a, Ult 12M)



Fuente: Indec, Fix Scr

Factores de Riesgo

Riesgo de descalce de moneda: La compañía mantiene el 68% de su deuda denominada en moneda extranjera a diciembre 2022, un descenso con respecto a 2021 (73%) y 2021 (81%), 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 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. Sin embargo, la reciente refinanciación de la deuda en moneda extranjera a plazos más largos y la expectativa que se reduzca en USD 50 millones la deuda "Hard Dollar" reduce el impacto en el flujo de caja en el corto plazo.

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.

Riesgo regulatorio: La Ley de Etiquetado Frontal obliga a incluir en los empaques advertencias de calorías y azúcares, la experiencia en otros países muestra que tiene un impacto en las ventas de los productos que contienen la advertencia en favor de aquellos que no la tienen. El segmento de Golosinas y Chocolates (con elevadas calorías y azúcares) constituye la principal fuente de ingresos y rentabilidad de la compañía, los cuales están alcanzados por la legislación, así como otros productos de la amplia oferta de la compañía.

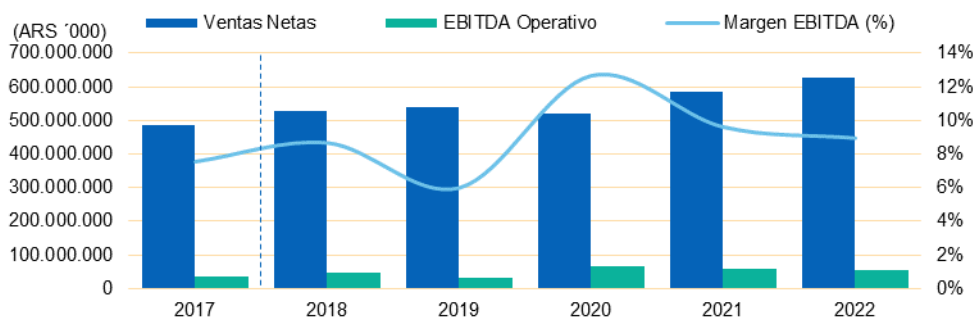
Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas de Arcor crecieron 6,6% interanual medido en moneda constante para alcanzar los \$ 625.082 millones a diciembre 2022, mientras que generó EBITDA por \$ 56.111 millones que representa un margen de 9,0% 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 Ingredion. La generación de EBITDA

está concentrada en los segmentos de Confectionary, Envases y Agroindustrial, y se ubica en un buen nivel histórico pese a que retrocedió levemente con respecto a 2021 (9,6%). En 2022, la compañía evidenció un crecimiento en ventas y un ligero retroceso en la rentabilidad, pero manteniéndose por arriba de los niveles previos a la pandemia. 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



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

La compañía registró un Flujo Generado en Operaciones (FGO) de \$ 11,8 millones a diciembre 2022, el más bajo de los últimos 5 años (a excepción de 2019 que fue negativo). Sin embargo, el Flujo de Caja Operativo (FCO) se ubicó en \$ 23.486 millones por los fondos aportados por la reducción en el capital de trabajo como resultado del descenso en las cuentas por pagar que más que compensó el aumento de los inventarios. La rotación promedio de las cuentas por cobrar se redujo en 5 días hasta los 45 días, mientras la rotación de inventarios y cuentas por pagar se mantuvo estable en 103 y 62 días respectivamente con respecto a 2021.

Arcor mostró un Flujo Libre de Fondos (FFL) de \$1.755 millones en 2022, con un nivel de Capex que se mantuvo en 1,7% de las ventas (similar al promedio de los últimos 3 años), incluyendo \$ 726 millones por inversiones en el Joint Venture con Ingredion. El pago de dividendos se ubicó en 1,7% de las ventas (medio punto porcentual por debajo de 2021). En los últimos años, el FFL de la compañía ha sido negativo por el crecimiento inorgánico a través de las compras de Zucamor (producción de cartón y papel) y el aumento en la participación accionaria en Mastellone Hermanos (líder en la industria láctea en Argentina) que actualmente mantiene el 48,7%, gestiones que fortalecen la integración vertical de la compañía y amplían su portafolio de productos.

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



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

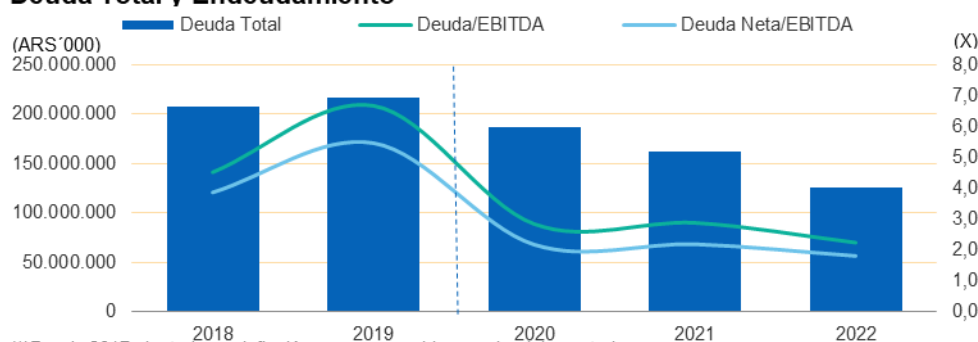
Liquidez y Estructura de capital

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, el ratio de Deuda Total / EBITDA se ubicó en 2,2x y si se considera los niveles de caja el ratio de Deuda Neta Total / EBITDA se ubica en 1,8x al cierre del ejercicio 2022.

A diciembre 2022, el total de la deuda alcanzó \$ 125.358 millones con un perfil de vencimiento con el 52,8% del total venciendo a corto plazo, lo que representa una desmejora con respecto al perfil del año 2021 y la mayor concentración de deuda de corto plazo en los últimos 6 años. Sin embargo, la composición de la deuda muestra una reducción en la concentración en moneda extranjera que se ubicó en 68%, que constituye el valor más bajo en los últimos 3 años, se espera que la deuda "Hard Dólar" disminuya en aproximadamente USD 50 millones.

La mayor parte de la deuda está representadas por las Obligaciones Negociables Clase 9 con vencimiento en julio 2023 y la recientemente emitida Clase 18 con vencimiento en octubre 2027, esta última emitida en la operación de canje de la Clase 9 donde se logró un canje parcial con una aceptación de 74,4%. FIX espera que Arcor mantenga niveles de apalancamiento alrededor de 2.0x, según el ratio Deuda Neta / EBITDA, y que se mantenga la elevada participación de deuda en moneda extranjera, pero con vencimiento a largo plazo como en el caso de la ON Clase 18.

Deuda Total y Endeudamiento



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La caja y equivalentes de Arcor proporciona una posición de liquidez que cubre el 0,34x la deuda de corto plazo a diciembre 2022, un deterioro con respecto a la cobertura de 0,75x que mostró en 2021. Añadiendo el EBITDA del período a la caja y equivalentes la cobertura, se ubica en 1,19x, por debajo del 1,93x del cierre de 2021. El descenso del nivel de endeudamiento y el menor FGO contribuyó a reducir la posición de liquidez de la compañía, mientras mantuvo sus niveles de Capex y de distribución de caja a los accionistas. Pese a la concentración de la deuda en moneda extranjera (Hard Dólar y Dólar Linked), la compañía presenta una mayor flexibilidad financiera a varios comparables al generar aproximadamente

un 27,6% de sus ingresos ya sea a través de las operaciones de sus filiales en el exterior, principalmente Brasil y Chile, como por las exportaciones a terceros.

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.

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	2022	2021	2020	2019	2018
Período	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	56.110.932	56.525.656	66.002.118	32.485.269	45.821.425
EBITDAR Operativo	56.110.932	56.525.656	66.002.118	32.485.269	45.821.425
Margen de EBITDA	9,0	9,6	12,7	6,0	8,7
Margen de EBITDAR	9,0	9,6	12,7	6,0	8,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,3	(2,6)	4,7	(0,7)	(6,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,0	2,1	2,6	0,9	1,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,3	3,0	3,3	0,6	2,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,3	3,0	3,3	0,6	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,8	1,0	0,3	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,8	1,0	0,3	0,5
FGO / Cargos Fijos	1,0	2,1	2,6	0,9	1,7
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,1	0,7	0,4	(0,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	5,0	4,2	3,7	4,6	7,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	2,9	2,8	6,7	4,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	2,2	2,2	5,5	3,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	2,9	2,8	6,7	4,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,8	2,2	2,2	5,5	3,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	18,1	11,0	10,3	24,1	9,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	52,8	30,1	25,0	30,3	32,8
Balance					
Total Activos	452.716.640	312.497.004	443.088.049	444.588.527	458.455.522
Caja e Inversiones Corrientes	22.691.013	37.996.208	42.765.020	39.896.883	29.805.289
Deuda Corto Plazo	66.148.846	48.972.395	46.940.588	65.903.112	67.865.920
Deuda Largo Plazo	59.208.962	113.680.180	140.495.791	151.362.729	139.321.202
Deuda Total	125.357.808	162.652.575	187.436.379	217.265.841	207.187.122
Deuda asimilable al Patrimonio	(1)	(1)	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	125.357.807	162.652.574	187.436.379	217.265.841	207.187.122
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	125.357.807	162.652.574	187.436.379	217.265.841	207.187.122
Total Patrimonio	157.139.076	142.631.497	128.498.682	119.727.374	125.868.885

Total Capital Ajustado	282.496.883	305.284.071	315.935.062	336.993.216	333.056.007
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	11.892	20.143.628	31.218.832	(2.994.261)	11.930.461
Variación del Capital de Trabajo	23.473.608	(11.889.439)	7.526.503	11.920.547	(21.854.976)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	23.485.500	8.254.189	38.745.335	8.926.286	(9.924.515)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(10.777.723)	(10.409.721)	(8.028.976)	(7.459.331)	(18.581.965)
Dividendos	(10.952.631)	(12.806.240)	(6.278.597)	(4.980.942)	(6.254.205)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.755.146	(14.961.771)	24.437.762	(3.513.988)	(34.760.686)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	186.664	239.775	210.447	303.343	2.316.635
Otras Inversiones, Neto	(900.952)	(1.042.030)	(894.289)	(2.329.313)	(1.623.728)
Variación Neta de Deuda	(4.272.442)	22.715.887	(21.174.732)	11.877.250	32.555.106
Variación Neta del Capital	0	(551.540)	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(4.133.538)	(3.068.221)	0	1.367.746	3.610.336
Variación de Caja	(7.365.122)	3.332.099	2.579.189	7.705.037	2.097.663
Estado de Resultados					
Ventas Netas	625.082.119	586.647.113	520.418.263	539.226.027	527.276.965
Variación de Ventas (%)	6,6	12,7	(3,5)	2,3	8,8
EBIT Operativo	42.428.549	42.943.636	53.395.616	26.217.536	28.198.136
Intereses Financieros Brutos	24.814.130	18.886.554	20.047.986	50.669.666	17.303.588
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	35.380.370	38.796.852	15.999.123	(576.772)	(6.224.736)
(*) Moneda constante a diciembre 2022					

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 16

Monto Emisión:	\$ 1.500.000.000
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	20/10/2021
Fecha de Vencimiento:	20/4/2023
Amortización de Capital:	Amortizable a los 12, 15 y 18 meses
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 16 en circulación devengarán intereses sobre su capital pendiente de pago a una tasa de interés variable anual que será equivalente a la suma de (a) la Tasa Badlar más (b) el Margen Aplicable de 2,97%.
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 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:	Hasta USD 500 millones
Moneda de Emisión:	USD 372.058.000
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 19

Monto Emisión:	Por hasta \$4.000 millones, ampliable por hasta \$ 22.000 millones.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	El día en que se cumplan 12 meses contados desde la Fecha de

	Emisión.
Amortización de Capital:	En un único pago en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Las Obligaciones Negociables Clase 19 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 19
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 20	
Monto Emisión:	Por hasta \$ 4.000 millones, ampliable por hasta \$ 22.000 millones.
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	El día en que se cumplan 24 meses contados desde la Fecha de Emisión.
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 Clase 20.
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.

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 **08 de mayo de 2023**, asignó la calificación A1+(arg) a las Obligaciones Negociables Serie 19 y AAA(arg) a las Obligaciones Negociables Serie 20 por hasta \$ 4.000 millones ampliables hasta \$ 22.000 millones a ser emitidas por la compañía. A su vez, confirmó (*) en la **Categoría AAA(arg) Perspectiva Estable** a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Arcor S.A.I.C. (Arcor)**. Además, el mismo Consejo confirmó en la **Categoría A1+(arg)** la calificación de **Emisor de Corto Plazo**.

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 anuales auditados hasta el 31-12-22 (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 del 09/11/15 disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplementos de precio de las ON vigentes disponibles en www.cnv.gov.ar
- Provisorio del Suplemento de Emisión de Obligaciones Negociables Clase 19 y 20. Provisto de forma privada por el emisor.

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 (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, 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 LÍDER 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.