



**Universidad de San Andrés**

**Maestría en Finanzas**

**Valuación de la empresa Arcos Dorados**

**Tesina de Maestría**

**Apellido y Nombre: Yampolsky Jonatan – DNI: 28.671.340**

**Tutor: Epstein Javier**

**Fecha: Noviembre 2015**

**Índice**

1. Resumen Ejecutivo	3
2. Descripción de la empresa y análisis del Negocio	6
3. Análisis de la Industria y posicionamiento competitivo	17
4. Análisis Financiero	34
5. Valuación	46
6. Riesgos	66
7. Análisis de Sensibilidad	70
8. Anexos	73
9. Bibliografía	76



Universidad de  
**San Andrés**

## 1. Resumen Ejecutivo

Con sede central en Buenos Aires y constituida en las Islas Vírgenes Británicas, Arcos Dorados Holding Inc. (ARCO) es la mayor franquicia de la corporación McDonald's ("McDonald's" o "MCD") en el mundo. ARCO alcanzó ventas anuales totales de U\$S 3.651 millones y generó U\$S 187,67 millones de EBITDA en el 2014.

El 3 de agosto de 2007, la empresa adquirió el 100% de las operaciones latinoamericanas de McDonald's y, al día de hoy, opera en 4 grandes regiones, (Brasil, NOLAD, SLAD y Caribe), conformadas por veinte países, donde se destaca principalmente Brasil acumulando el 50% de las ventas totales de la compañía, con un EBITDA que supera el de la compañía (USD 231,73 millones vs USD 187,67 millones de ARCO).

La empresa opera 2121 restaurantes, de los cuales el 74,9% son propios y el 25,1% restante son franquiciados. Atiende a más de 4 millones de clientes por día, entre sus restaurantes, bares de café y locales de postres, En 2013, se ha colocado sexta en el ranking de las mejores multinacionales en América Latina según el instituto "Great Place to Work", ascendiendo a la cuarta posición en 2014.

Desde la oferta, Arcos Dorados ha logrado crear productos únicos para ajustarse a los hábitos alimenticios de cada región. Asimismo, la empresa ha incrementado la variedad de productos sumando bocadillos más saludables, como ensaladas, wraps y frutas, manteniendo a la vez los lineamientos de concientización sobre la salud que la han caracterizado en los últimos tiempos, y poniendo el foco sobre otras dos cuestiones que ya son parte importante de su imagen: la calidad y la responsabilidad ambiental.

La relación entre McDonald's y Arcos Dorados está normada a partir de un contrato de franquicia (MFA por sus siglas en inglés) válido hasta 2027, con una renovación adicional opcional de diez años. El CEO y presidente de la compañía, Woods Staton, es un empresario experimentado, quien fue el socio de McDonald's en Argentina durante los 20 años previos a la adquisición, mientras que el resto de las primeras planas del personal jerárquico están ocupadas por profesionales de larga experiencia

en McDonald's.

ARCO compete con muchas empresas establecidas a través del precio, la imagen de marca, la calidad, las promociones de ventas, desarrollo de nuevos productos y ubicaciones de sus restaurantes. Los competidores, incluyen a cadenas nacionales e internacionales y operadores de restaurantes locales de cada país.

Los principales competidores son Burger King, Yum! Brands Inc. y Subway. En Brasil, compete adicionalmente con las cadenas Habib y Bob. Finalmente, la empresa enfrenta una fuerte competencia de los vendedores ambulantes de comidas "fast food" y alimentos locales.

A pesar de la competencia, la cuota de mercado de ARCO es casi un 10% en la región, triplicando su competidor más cercano, Burger King, que tiene aproximadamente el 3% de cuota de mercado.

Si bien existe el riesgo de pérdida de cuota de mercado, se estima improbable el ingreso de nuevos competidores que amenacen seriamente la posición dominante de ARCO en los próximos años. Esta afirmación se basa principalmente en el alto conocimiento de marca, la lealtad de los consumidores en la región y las economías de escala que apoyan la estructura de costos y da mayor flexibilidad a las políticas de precios.

Desde la coyuntura macroeconómica, ARCO se ha visto, por un lado, beneficiada inicialmente por las bajas tasas de interés de EEUU, que resultaron en flujos de dinero e inversiones direccionadas a los países emergentes, especialmente Brasil en Latinoamérica. Por el otro lado, desde el 2012 la situación macroeconómica de los principales países donde opera ARCO se ha visto impactada negativamente por alta inflación, regulaciones laborales, devaluaciones monetarias y control de capitales. Recientemente, las expectativas de subas de tasas de interés en EEUU también podrían tener un efecto negativo en la región ante una reversión de los flujos de capitales. En el largo plazo, ARCO debería verse beneficiada por el potencial crecimiento en la región debido que cuenta con una demografía atractiva.

La valuación por APV ha arrojado un precio para la firma de U\$S 1.215,57 millones,

cuyo principal valor proviene de Brasil. A los efectos de la valuación se consideró a Venezuela como principal ancla al crecimiento de la región Caribe, a partir de los problemas de inflación, controles de capitales y tipo de cambio que presenta, contrarrestando todos los efectos positivos del flujo regional. A pesar de ello, la empresa optó explícitamente por mantener la operación en el país con la esperanza que la situación se modifique a futuro, entendiendo que una salida podría ser muy costosa desde lo económico, y lo reputacional.

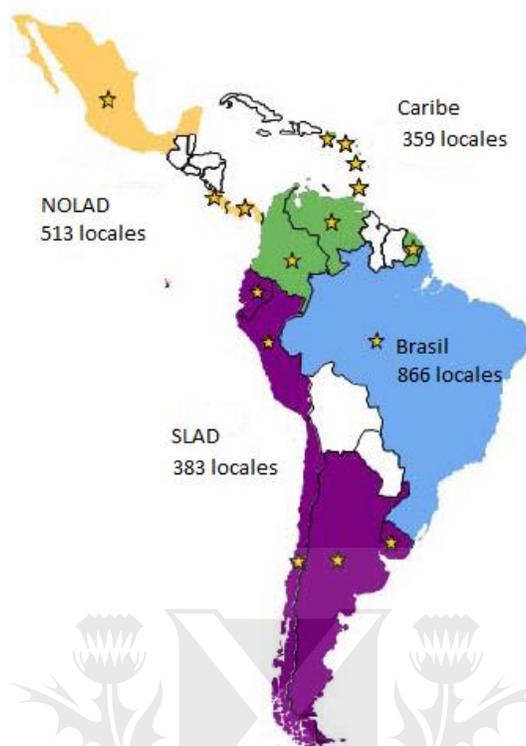


## 2. Descripción de la Empresa y Análisis del Negocio

Con sede central en Buenos Aires y constituida en las Islas Vírgenes Británicas, Arcos Dorados Holding Inc. (ARCO) es la mayor franquicia de McDonald's (MCD) del mundo. La empresa representa el 5.9% de ventas en todo el sistema y el 6,7% en número de restaurantes. Hacia 2014, las ventas anuales han sido de USD 3.651 millones obteniendo un EBITDA de USD 187,67 millones.

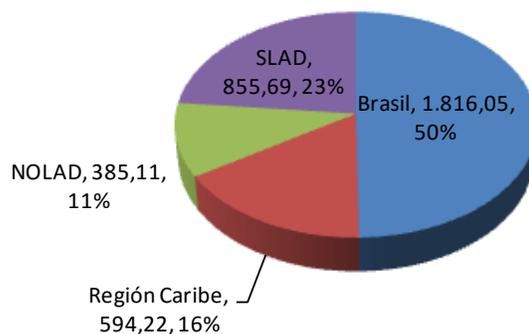
El 3 de agosto de 2007, la empresa adquirió el 100% de las operaciones latinoamericanas de McDonald's con 1.593 restaurantes en 19 países y una inversión en activos por aproximadamente USD 700 millones. Actualmente opera y otorga franquicias en 2.121 restaurantes en 20 países y emplea a más de 90.000 personas en la región. Más allá de la cantidad de países, el 82% de las ventas provienen de Brasil (49,7%), Argentina (16,4%), Venezuela (10,3%) y México (5,3%).

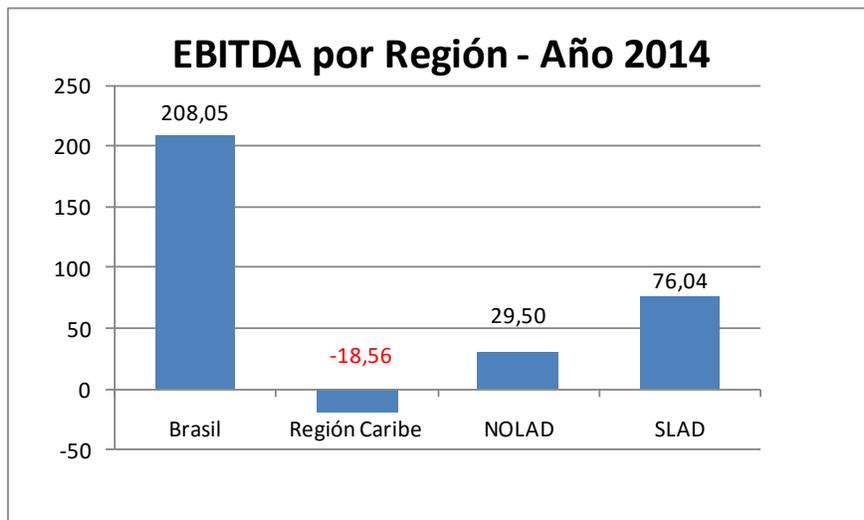
Sus operaciones se dividen en cuatro divisiones geográficas: Brasil, con 866 locales; la división del Caribe (Aruba, Curazao, Guyana Francesa, Guadalupe, Martinica, Puerto Rico, Trinidad y Tobago y las Islas Vírgenes de los Estados Unidos de St. Croix y St. Thomas, Colombia y Venezuela) con 359 locales, División del Norte de América Latina o NOLAD (Costa Rica, México y Panamá) con 513 locales y de la división Sur de América Latina o SLAD (Argentina, Chile, Ecuador, Perú y Uruguay) con 383 locales. La empresa atiende a más de 4 millones de clientes por día, incluyendo Restaurantes (2121), las unidades de McCafé (343) y locales de Postre (2494) y basa su relación con McDonald's en un acuerdo de franquicia (MFA o Master Franchise Agreement).



En 2013 las ventas superaron los USD 4.030 millones y el EBITDA los USD 343 millones. Hacia 2014 se ha estimado una caída interanual de ventas de 9,48% (hasta USD 3.651 millones) y del EBITDA de 45,34% (hasta USD 187 millones) principalmente a raíz del impacto que genera el cambio en la contabilidad respecto del tipo de cambio en Venezuela. En esta coyuntura, Brasil y SLAD son responsables del 73% de los ingresos totales de ARCO (Brasil 50% y SLAD 23%) con sólo el 59% de los restaurantes totales.

### Ventas por Región - Año 2014

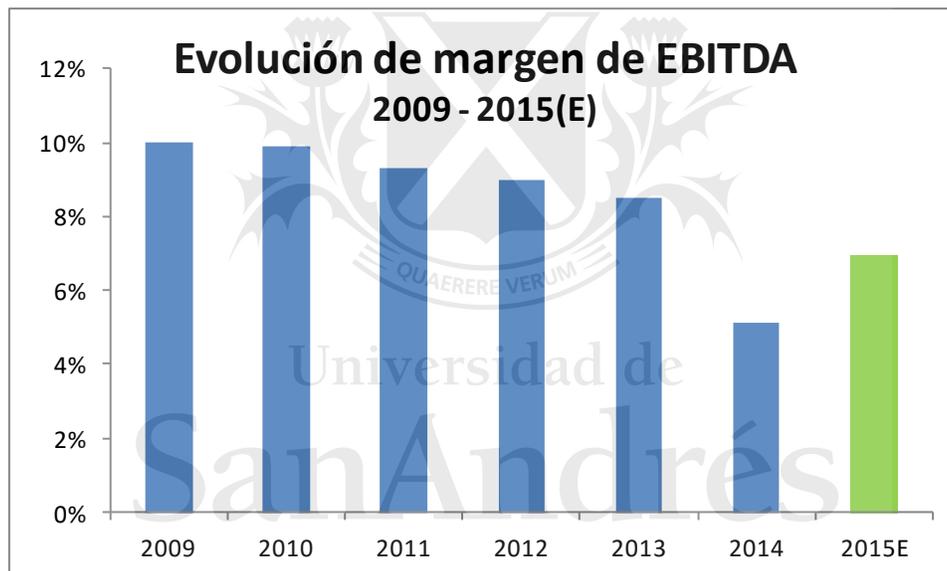
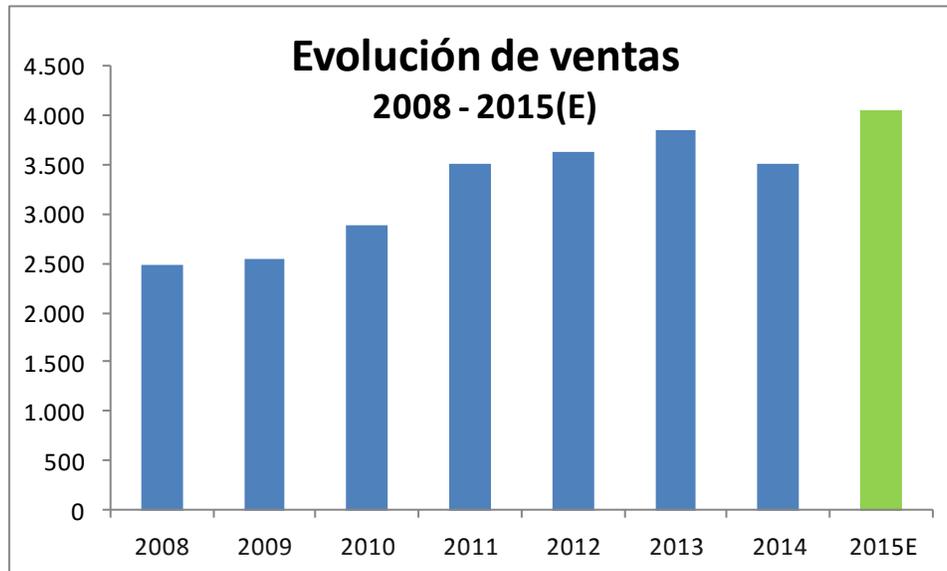




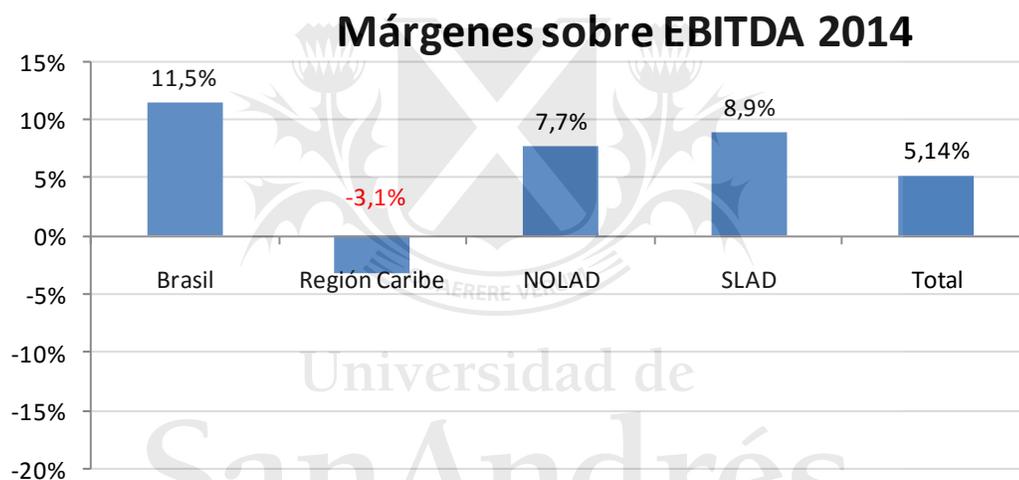
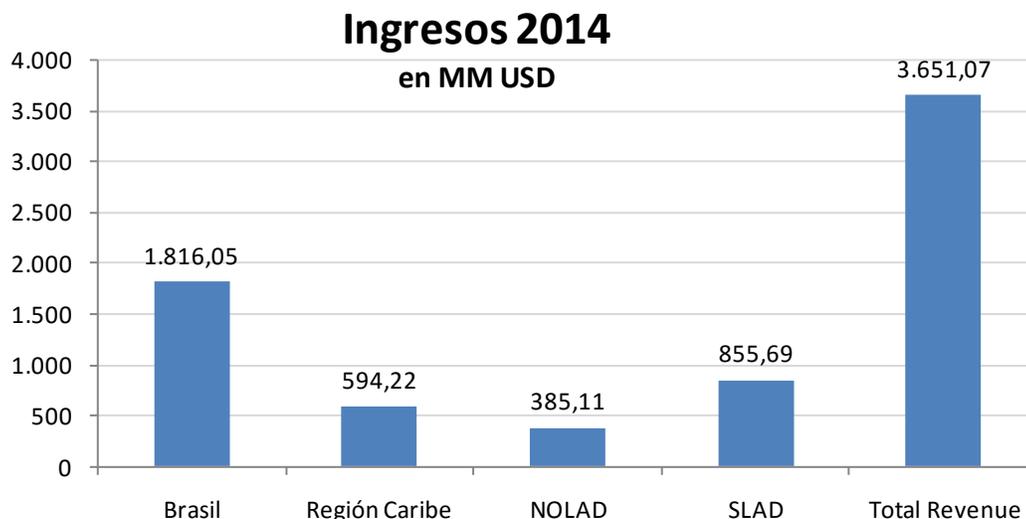
Fuente: Balance Arcos Dorados

Observando los porcentajes de inserción de la empresa tanto en Brasil como la región SLAD, se estima que aún existe margen para una mayor penetración en estos mercados. Asimismo, debe entenderse que parte de la mayor productividad por local en estas dos áreas puede deberse al mayor porcentaje de locales operados por ARCO sobre restaurantes de sub-franquicia en Brasil y Argentina, lo que estaría generando más ganancias para ARCO (la región Caribe y NOLAD tienen una mayor cantidad de restaurantes sub-franquiados que las otras 2 regiones). Al respecto, se ha determinado que el 96% de los ingresos son generados por locales que maneja la propia empresa, y solo el 4% restante proviene de las rentas pagadas por las franquicias.

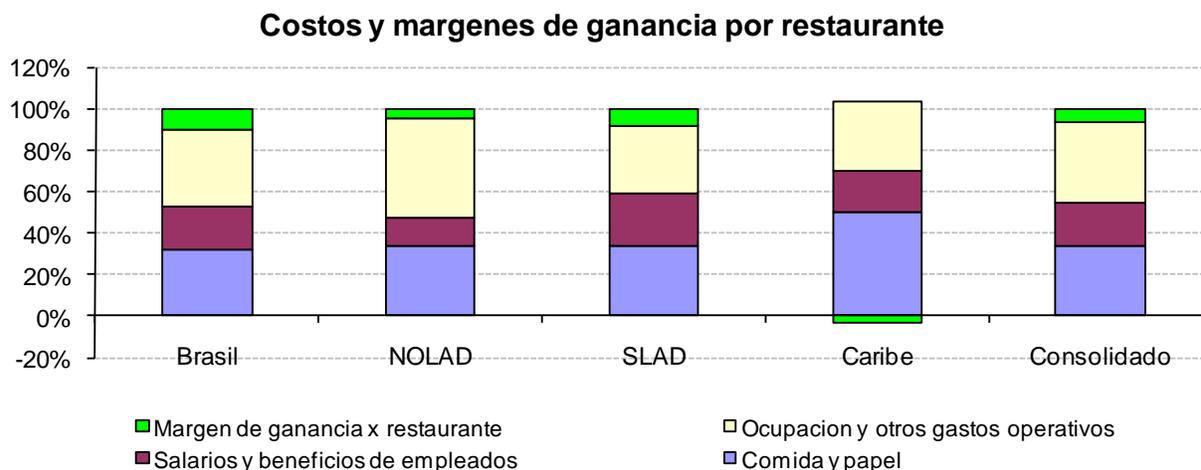
La evolución histórica de ventas de la empresa ha sido favorable desde su nacimiento, con una curva creciente los primeros 4 años, para desacelerarse hasta 2013. La tendencia es consecuencia de la caída de los márgenes de ganancia a lo largo del período. Hacia 2014 la desaceleración se convierte en caída, con la zona Caribe como principal culpable, y a partir de 2015 se prevé una progresiva recuperación.



Viendo la distribución de restaurantes, ingreso y márgenes por región, es clara la preponderancia de Brasil por sobre el resto.



Podemos de este modo observar que con el 11,5% de margen de EBITDA, Brasil es la zona más rentable a la hora de la evaluación financiera. Además, con el 40,8% de las unidades totales de ARCO genera el 50% de los ingresos. En esta línea de productividad y efectividad lo sigue SLAD generando el 23% de los ingresos con el 18% de la participación en total de unidades, y un 8,9% de Margen sobre EBITDA, quedando relegados el Caribe y la región del NOLAD. Finalmente, la región Brasilera posee el mayor margen de ganancia por unidad operativa.



Parte de la culpa en la caída de los márgenes radica en la aceleración en la depreciación de algunas de las monedas, ya que algunos de los insumos de producción son importados. El anexo 20-F explica que alrededor de un 30% del rubro Comida & Papel (que representa cerca del 40% de los costos totales) están atados al dólar. Para Argentina, este porcentaje oscila entre 10% y 12%; en Brasil es de 20% y en Venezuela de 40%. Este ha sido un factor importante para entender la historia de la empresa, así como el elevado incremento de costos (principalmente en Venezuela). Es por ello que las proyecciones sobre el dólar futuro por país y el impacto de cada país en la región fueron tenidas en cuenta para el cálculo.

## El producto

Considerar a McDonald's una mera empresa de hamburguesas sería completamente irreal. A lo largo de los años se ha ido adaptando a los tiempos y regiones de operación, así como también ha desarrollado diferentes áreas que lo han convertido en una gran máquina articulada.

Desde la concepción de nuevos productos, y siguiendo los lineamientos de adaptabilidad a los distintos mercados, Arcos Dorados ha logrado crear productos únicos para ajustarse a los hábitos alimenticios latinos. En Brasil podemos encontrar los tradicionales "paos de queijo", en Argentina los helados de "dulce de leche", las "arepas" en Venezuela y el "gallo pinto" en Costa Rica, entre otros. Asimismo, teniendo

en cuenta los cambios en los gustos y la creciente conciencia respecto de la salubridad de los productos, se ha incrementado la variedad, de modo que a las hamburguesas y las papas fritas clásicas se han sumado bocadillos más saludables, como ensaladas, wraps y frutas.

Al hablar de nuevas áreas, detrás de la cocina, podemos destacar las siguientes:

- Responsabilidad ambiental: a raíz de la preocupación internacional sobre el calentamiento y el cambio climático mundial Arcos Dorados ha implementado planes de sostenibilidad para proteger el medio ambiente, incluidos los restaurantes ecológicos en Argentina, Brasil, México, Costa Rica y Puerto Rico. Algunos de los cambios incluyen paneles solares, generadores eólicos y productos de reciclaje para convertir el aceite de cocina en biodiesel.
- Caridad: a través de su mundialmente famosa institución de caridad “Ronald McDonald’s” la compañía ha ayudado a los niños vulnerables para lograr una mejor calidad de vida y la salud.
- Programas de concientización sobre la salud: con las tasas de obesidad infantil y adulta creciendo peligrosamente en todo el continente americano, Arcos Dorados, junto con McDonald’s han introducido modificaciones en el menú alentando hábitos saludables con el fin de alertar a la sociedad y ayudar a reducir enfermedades como la diabetes. Puede destacarse que la “cajita feliz” ha experimentado una reducción calórica del 20% y que la información nutricional de los productos se debe mostrar en los paneles de menú. Asimismo se han añadido al menú meriendas saludables y se han organizado carreras masivas en las ciudades más importantes de América Latina.

Finalmente es importante destacar que Arcos Dorados ofrece a sus inversores acceso a consumidores de mercados emergentes a través de un modelo operativo sólido, de funcionamiento bien establecido, probado y sencillo con el reconocimiento mundial de la marca, aprovechando además una base de gastos corporativa común a través de sus territorios.

## Management de la empresa

El CEO y presidente de la compañía es Woods Staton, un empresario poderoso y experimentado que fue socio de McDonald's en Argentina durante los 20 años previos a la adquisición (mediante la modalidad de Joint Venture) y se desempeñó como Presidente de SLAD a partir de 2004. Es además, miembro del Consejo Asesor Internacional de Itaú Unibanco Holding SA. y miembro de la familia fundadora. Fue también director general y presidente del consejo de administración de Panamerican Beverages, Inc. (la empresa embotelladora más grande de Coca-Cola en América Latina). Con el 40% de las acciones y el 76% de los votos, Staton controla todos los asuntos que se sometan a votación de los accionistas y es un jugador clave en el éxito de Arcos Dorados. El MFA exige que él mantenga al menos el 51% de las acciones de votación en todo momento. Esto evita que la empresa cambie el control y le permite determinar el resultado de casi todas las acciones que requieren aprobación de los accionistas, además de controlar la elección de directores.

Staton opera y controla a través de su propia empresa, Los Laureles Ltda.

Hay dos tipos de acciones, clase A y clase B. Las acciones de Clase A dan derecho a los propietarios a un voto, mientras que las clase B a cinco. Las primeras son propiedad tanto de los empleados como del público, las segundas son propiedad exclusiva de la compañía de Staton, Los Laureles Ltda. Según el reporte anual de acciones de la compañía, las 129.867.426 de clase A y 80.000.000 acciones clase B fueron emitidas, totalmente pagadas y están en circulación. En cuanto a los directores y oficiales, hay un plan de compensación basado en la entrega de acciones aprobado en marzo de 2011, construido para retener y atraer a profesionales altamente cualificados y promover el éxito de la empresa. Como limitante, la compañía no puede realizar emisiones secundarias de acciones por encima del 2,5% del total emitidas en la Oferta Pública Inicial (tanto de la clase A como de la clase B).

Respecto del resto del equipo de gestión, la gran mayoría tiene más de 20 años de experiencia trabajando con McDonald's. Esta es una ventaja que Arcos Dorados tiene sobre sus competidores.

### **Contrato de franquicia (MFA por sus siglas en inglés)**

La relación entre McDonald's y Arcos Dorados está normada a partir de un contrato de franquicia (Master Franchise Agreement o MFA por sus siglas en inglés). Este acuerdo es válido hasta 2027, con una renovación adicional opcional de diez años, después de la cual McDonald's tiene la opción de comprar la participación mayoritaria de la empresa a su "valor justo" de mercado.

Si bien el MFA establece que Arcos Dorados deben operar al menos el 50% de los restaurantes existentes en todo momento (para evitar una expansión descontrolada), actualmente, según los estados financieros de la empresa, los restaurantes sub-franquiciados representan sólo el 25% del total.

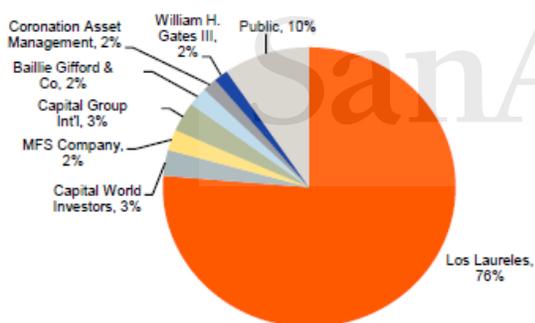
Algunos de los puntos sobresalientes del MFA se detallan a continuación:

- MCD ofrece a ARCO el know-how y los manuales de operación de los restaurantes, y el acceso a la tecnología.
- ARCO no puede ingresar en ningún otro negocio de comida rápida (QSR Business) mientras opere con MCD
- MCD tiene el derecho de aprobar al CEO y al COO de ARCO
- ARCO debe poseer y operar al menos el 50% de los restaurantes existentes en todo momento. La idea subyacente a este punto es evitar una expansión descontrolada. Actualmente, el 75% son operados por la empresa según sus estados financieros, y los restaurantes sub-franquiciados representan sólo el 25% del total.
- Inicialmente el acuerdo es por 20 años, con opción de renovar por 10 años en agosto del 2027. En Guadalupe, Martinica y Guayana Francesa, en cambio, es por 10 años con opción a renovar.
- Las regalías son pagadas por todas las unidades de ARCO a MCD, y ascienden a 5% de las ventas brutas de cada unidad. Los pagos de regalías aumentarán a 6% en agosto de 2017 y luego a 7% en agosto 2022, realizándose en dólares al

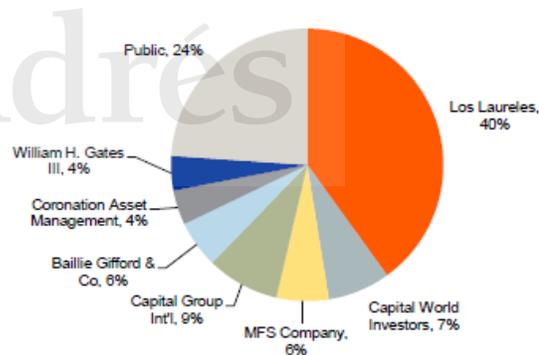
tipo de cambio local al momento del pago. Estos se realizan en el séptimo día posterior al final de cada mes.

- ARCO no gana las regalías de sus unidades franquiciadas pero es responsable de recaudar los derechos de estas unidades y pagarle a MCD.
- ARCO paga una cuota inicial de franquicia para cada apertura de la unidad operada por la compañía. Las unidades franquiciadas pagan una cuota inicial de franquicia a ARCO, el 50% de los cuales se pasa al MCD.
- Existen dos tipos de acciones en la compañía, las Clase A (se negocian en el NYSE) y las clase B que son mantenidas por Staton (a través de la compañía Los Laureles). Las acciones Clase A poseen 1 voto, mientras que las clase B poseen 5 votos. Más allá de esto, los intereses económicos son iguales para ambas clases de acciones. Los Laureles (Compañía del Holding donde el CEO es Woods Staton) debe mantener al menos un 30% de la participación en el negocio (actualmente es 40% aproximado), y de al menos 51% en el voto (actualmente ronda el 75%).

Participación con derecho a voto



Participación con derecho económico



Fuente: Estados Financieros

- ARCO debe ser dueño o tomar en leasing todas las unidades de la compañía. Algunas de las propiedades “icónicas” no pueden ser vendidas sin consentimiento de MCD. Además, no más del 50% de las unidades en cada territorio, y no más del 10% del total de unidades, se puede situar en lugares de propiedad de franquiciados o arrendados por ellos.

- ARCO está obligado a utilizar por lo menos el 5% de las ventas totales en publicidad y promoción.
- ARCO y MCD deben ponerse de acuerdo sobre un plan de apertura y reinversiones cada tres años durante la vigencia del MFA. Actualmente, ARCO debe reinvertir al menos USD 180 millones en sus territorios entre 2014 y 2016 y por lo menos abrir 250 nuevas unidades. Así, la empresa estima que el costo de cumplir con este compromiso desde 2014 al 2016 será de entre \$ 175 millones y \$ 350 millones, dependiendo, entre otros factores, el tipo y la ubicación de los restaurantes.
- Un incumplimiento sustancial del MFA ocurriría si: ARCO no hubiera hecho al menos el 80% de las aperturas fijadas para el año, el 90% de las aperturas fijadas en el plan de 3 años (250 restaurantes hasta 2016), o si no cumpliera con al menos el 80% de los fondos requeridos para el plan de reinversión (el actual plan requiere USD 180 millones hasta 2016).
- El índice de cobertura de gastos fijos debe ser de al menos 1,5.
- El ratio de apalancamiento debe ser menor a 4,25.
- Además, ARCO puede ser total o parcialmente adquirida por MCD si el MFA no se extiende, si hay un incumplimiento material de MFA o si Wood Staton (CEO) fallece o queda incapacitado permanentemente.
- La renovación del MFA se decidirá entre agosto de 2020 y agosto de 2024 (expira en agosto de 2027). Ante una extensión del MFA, las condiciones se renegociarán y si no se renueva ARCO tendrá 3 años para solicitar ofertas por el negocio.

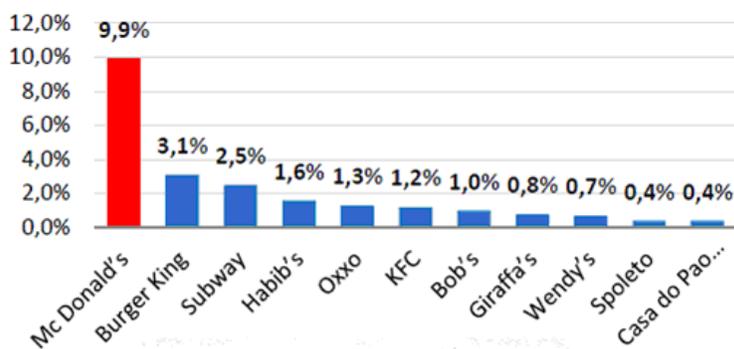
### 3. Análisis de la Industria y posicionamiento competitivo

Aunque las condiciones de competencia en la industria de comida rápida (QSR) varían en cada uno de los países en que la empresa opera, ARCO compete con muchas empresas bien establecidas a través del precio, la imagen de marca, la calidad, las promociones de ventas, desarrollo de nuevos productos y ubicaciones de sus restaurantes. Dado que la industria de los restaurantes tiene pocas barreras de entrada, los competidores son diversos y van desde cadenas nacionales e internacionales de restaurantes, hasta operadores de restaurantes locales individuales.

Los principales competidores incluyen Burger King, las marcas de Yum! (que opera los restaurantes de KFC y Pizza Hut entre otros) y Subway. En Brasil, además compete con Habib's, una cadena brasileña de comida rápida que se centra en la comida del Medio Oriente, y Bob, una cadena de hamburguesas. Finalmente, la empresa enfrenta una fuerte competencia de los vendedores ambulantes, incluyendo hamburguesas, panchos, pizzas y otros alimentos locales.

Más allá de esto, el dominio del mercado de McDonald's en América Latina es innegable. Existe una alta conciencia de marca y Arcos Dorados ha logrado posicionarla desde una perspectiva premium y gourmet, en lugar de comida rápida y barata como lo es en EE.UU. La marca es una clara ventaja competitiva frente al resto de sus competidores.

La cuota de mercado de McDonald's es casi un 10% en la región, triplicando su competidor más cercano, Burger King, con aproximadamente el 3%. El ranking top 3 se completa con Subway, de rápido crecimiento, con un 2,5% del mercado.



Fuente: Euromonitor

Si bien la brecha existente muestra que McDonald's es un jugador indiscutible del mercado, en un futuro próximo, el número uno podría verse amenazado. Las principales amenazas actuales son Burger King y Subway, aunque las cadenas locales han generado preocupación en cuanto a la competencia debido a los conocimientos y tradiciones de mercado, sobre todo en Brasil y Perú.

En Brasil, Subway está en expansión y cuenta con más de 1.200 tiendas, 100% franquiciadas, e invirtió fuertemente durante la Copa del Mundo de 2014. Otra ventaja de Subway sobre las otras marcas de comida rápida es que la inversión inicial es baja (entre USD 100.000-150.000) y no hay competidor directo en el segmento de sándwich.

En México, la situación de McDonald's no es ideal, ya que la marca ha sido adulterada por franquiciados deseosos de capturar mayores márgenes en un entorno más competitivo. Esto ha hecho que la marca caiga al tercer lugar en el mercado de la comida rápida (probablemente la razón, se deba a que la expansión en el suelo mexicano no está prevista en el corto plazo).

Mas allá de estos temas, el éxito en la penetración sobre territorios en los que la comida y las tradiciones locales son tan fuertes, es digno de mención. A excepción de Bolivia, donde McDonald's no ha podido penetrar en los hábitos alimenticios regionales, en los demás países ha tenido éxito, frecuentemente ayudado por productos diferenciados.

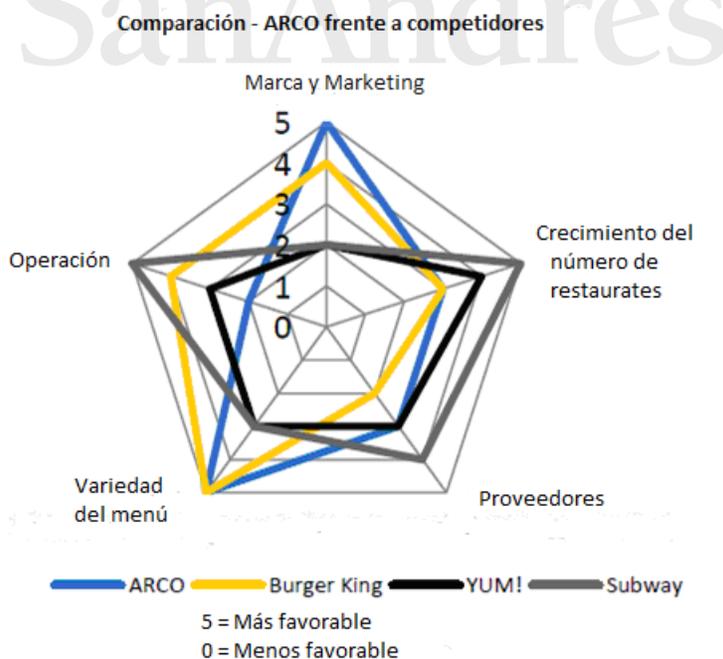
### **Posicionamiento Competitivo**

A pesar del riesgo potencial que implica que las marcas existentes crezcan a un ritmo mayor al de McDonald's, la reducción de la brecha es improbable, así como el ingreso de nuevos competidores que amenacen seriamente la posición dominante en los próximos años. Esto se debe principalmente al posicionamiento de la marca y la lealtad de los consumidores en la región, que obligaría a nuevas empresas a invertir más de lo que pueden permitirse si quieren competir con las cadenas existentes. Por otro lado, las grandes empresas poseen economías de escala, pueden fijar los precios con los proveedores y están en capacidad de tomar represalias agresivamente a través de promociones de precios, en tanto que los márgenes de acción y de ganancia de los

nuevos competidores serán menores.

Comparación entre ARCO y la Competencia					
Dimension					
Número de Restaurants	2121	1338	3462	1685	721
Sistema de Franquicias	Bajo	Alto	Alto	Med	Alto
Recursos Financieros	Alto	Alto	Bajo	Med	Med

El modelo de las cinco fuerzas muestra que las posiciones más competitivas de la empresa se encuentran en la variedad del menú y en el peso que tiene la marca, así como en la efectividad del marketing, mientras que la forma de operar es el punto más débil de la empresa, superada por las otras compañías rivales. Asimismo, puede observarse un menor crecimiento que la competencia en el número de restaurantes causado por el alto ratio que la empresa busca mantener de locales operados frente a franquiciados (la estrategia de Subway se ha basado en crecer agresivamente en base al otorgamiento de franquicias a un costo relativamente bajo).



Algunas cuestiones que han ayudado a McDonald's a posicionarse mejor a nivel competitivo son las siguientes:

**Delivery:** una tendencia creciente en la región es el delivery, especialmente en medias y grandes ciudades, así como en áreas de negocio (México y Brasil han experimentado un alto crecimiento en esta modalidad).

**Ciudad de Alimentos:** En Osasco, Brasil, existe un complejo industrial denominado Pueblo de alimentos, que sirve como un centro de excelencia para la producción, control de calidad y distribución de ingredientes para McDonald's. Fue fundada en 1999 con una inversión de USD 70 millones, realizada por los principales proveedores en la cadena de Keystone Foods, FSB Foods y Martin-Brower. Este complejo emplea actualmente a 850 profesionales y es una poderosa conexión entre Arcos Dorados y sus proveedores. Este ha sido el centro de control del primer McDonald's en América Latina y sólo hay otros dos en el mundo, en Alemania y Rusia.

Con el fin de garantizar un grado necesario de previsibilidad, Arcos Dorados realiza coberturas para la mayor parte de los costos de los alimentos y de papel respecto del dólar.

**Programas de concientización:** Tal como han sido mencionados anteriormente, los programas de concientización sobre la salud así como las actividades realizadas, y la ampliación en los menús han colaborado a mejorar su posición dentro del rubro. A medida que la compañía inició la oferta en este nuevo segmento, y fue ofreciendo una gama más amplia de productos, se incrementó el potencial de nuevos clientes.

Pizza Hut, KFC, Subway, Chipotle y en una medida Burger King, que sin lugar a dudas son un éxito, se han anclado a un menú enfocado y estrecho, desalentando este creciente segmento de la población denominado "fitnessaholic".

## **Posicionamiento por región**

### **Brasil**

Brasil es y ha sido hasta el momento el principal driver de la empresa. Las operaciones

de la compañía en la región se encuentran actualmente bajo presión a partir de un entorno de desaceleración en el consumo, una mayor debilidad en la moneda, y los interrogantes respecto si la empresa es capaz de lograr un crecimiento promedio que esté, al menos, en línea con la inflación salarial. Así, el mismo desafío está planteado para el crecimiento de las ventas por local (SSS).

Para mantener los márgenes es crucial que el crecimiento de la empresa este al menos en línea con el de la inflación. Desde 2008 hasta 2011, estos márgenes fueron incrementándose año a año, pero desde ese momento hasta el cierre del período del 2014 mostraron una caída aproximada de 560 pbs, donde el incremento en la eficiencia de costos que la empresa mostró en comida y embalaje contrarrestó parcialmente las perdidas en empleo y locación.

La inflación salarial (calculada en función a la inflación y el crecimiento del país) se redujo. A pesar de ello, el crecimiento promedio de los años 2013 y 2014 fue aún menor. Asimismo, en el 2013 la empresa cambió su sistema de contratos a horarios de trabajo fijos, para cumplir con un mandato del gobierno, que se tradujo en mayores gastos salariales. Esto se compensó parcialmente por una provisión relacionada con las comidas a los empleados (por un total de unos 9 millones de reales) que genera una reducción en salarios y gastos en empleados.



Más allá de esto, la empresa domina el mercado de comida de hamburguesas en Brasil (triplica al competidor más cercano), aunque se espera una mayor competencia, lo que

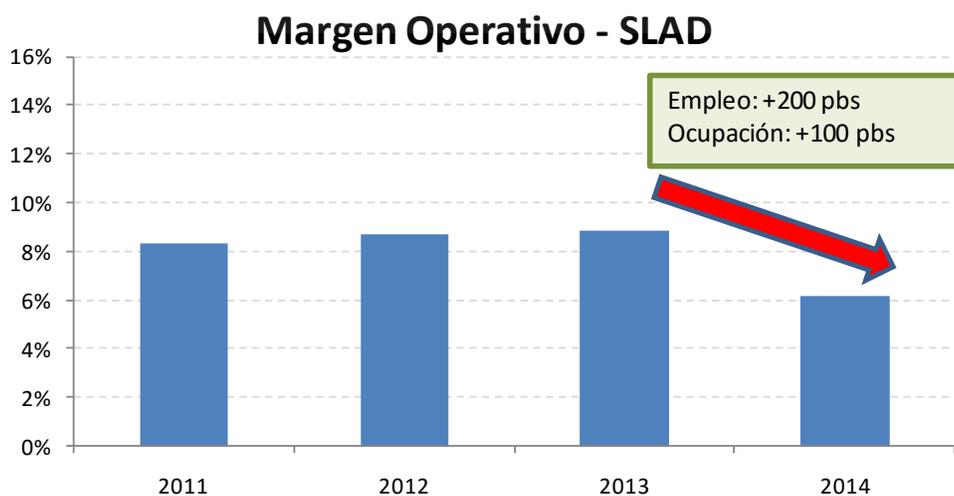
podría llegar a afectar los márgenes.

En resumen, si bien la empresa es líder absoluta de la industria, la fuerte desaceleración del consumo, la devaluación del Real y el reconocimiento formal del país que está en crisis, augura un camino complejo para las perspectivas futuras de la región. Sumando que este tipo de coyunturas suele favorecer a cadenas y estructuras locales y a empresas de menores costos, podría complicarse el posicionamiento de la empresa en la región cediendo parte del mercado, y recibiendo un nuevo impacto en los márgenes de ganancia.

## SLAD

Con base de operaciones en Buenos Aires, la región sur es la segunda en importancia a la hora de analizar tanto ventas como beneficios y eficiencia de la empresa. La clave para poder entender esta división radica en comprender la dinámica inflacionaria y el margen de maniobra de la empresa en respuesta a dicho shock.

Al hablar sobre los resultados de SLAD, realmente estamos hablando de cuan bien le está yendo a la Argentina, su principal jugador, que representa más del 65% de los ingresos divisionales y de más del 85% de su EBIT. Es el tercer mercado más grande en términos de número de restaurantes y el segundo mayor contribuyente desde la perspectiva de EBIT (32,3% del total).



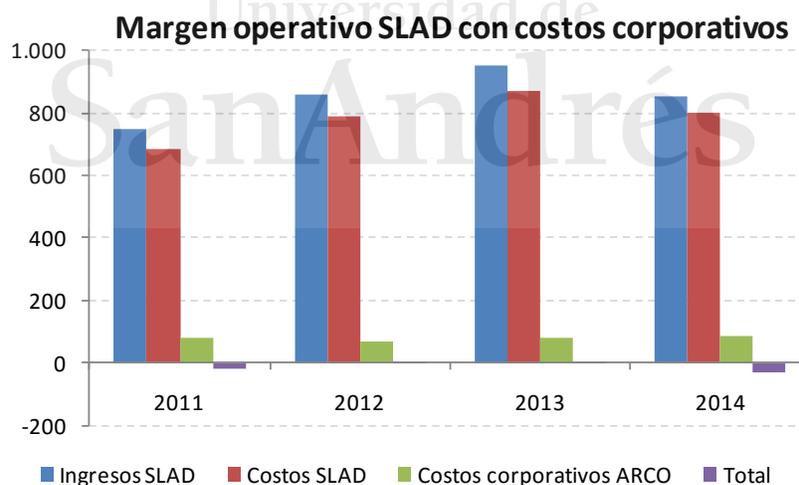
\*El análisis se realiza desde 2011 dado que entre 2010 y 2011 se realizó un

reordenamiento de los países que conforman esta zona.

El ritmo de crecimiento de precios en el país se ha mantenido por encima del nivel de la inflación en Alimentos y embalaje, siendo éste un dato clave ya que la mayoría de los alimentos son de origen local (los juguetes son importados). El punto en contra en la región está en que los gastos de personal y empleo tienden a crecer más rápido de lo que la empresa crece en promedio. Asimismo, en Argentina, los gastos de locación han afectado negativamente a la empresa por crecientes costos de utilización de los locales, cortes de energía y requerimientos en el uso de generadores.

Desde 2011 los márgenes de ganancia de los restaurantes han caído 270 pbs., con una ecuación muy similar a la de Brasil (perdidas de eficiencia en empleo y locación), pero a diferencia del país vecino, la estrategia de reversión de tendencia parece enfocarse puramente en el precio.

Es importante destacar que los gastos corporativos de toda la empresa se centran en Argentina, por lo que puede decirse que atañen a toda esta región. Si bien suelen analizarse por separado, a continuación se presenta un gráfico conjunto.



Se observa que si al margen operativo de la región se le restan los costos corporativos, la operación de la región es prácticamente nula (mínimamente negativa para 2014).

Así, la evolución de los costos corporativos se ha estimado a partir de los supuestos realizados para la región, específicamente para la Argentina. Esto es importante ya que

mitiga parcialmente los efectos negativos que produce una devaluación del peso argentino en el resultado global de la compañía.

## NOLAD

Así como la zona Sur depende de Argentina, la región norte depende principalmente de México, que posee casi el 80% de los restaurantes de la región (396 de 513).

Al respecto, se destaca que la región no ha generado ganancias el último tiempo ya que México no es actualmente rentable (aunque para 2014 logró revertir la tendencia negativa que mostraba operativamente). Pocas ventas y altos costos combinados con la poco favorable macroeconomía, recortaron a la mitad el margen de ganancia entre 2008 y 2014. A eso se ha sumado la poca transparencia con que se manejan los restaurantes franquiciados.



La competencia, asimismo, es cada vez más fuerte (Tanto Burger King como las cadenas locales y el mercado de comida informal).

Los márgenes de EBITDA de los restaurantes de propia operación se redujeron de 8,5% a 5,1% el último año. Más allá de esto, un cambio de tendencia está en curso (aunque parece estar tomando más tiempo del esperado).

México estaba altamente franquiciado hasta la aparición en 2007 de ARCO. En 2009, con condiciones macroeconómicas adversas (gripe porcina, debilidad de la moneda y desaceleración económica) varias franquicias cerraron, y casi un 10% de estos

restaurantes pasaron a ser operados por la compañía directamente. Hoy, en la región, solo el 68% de las unidades son operadas por ARCO (frente a un promedio de la compañía de 75%), aunque este porcentaje viene incrementándose desde 2008, cuando era el 54%.

## Caribe

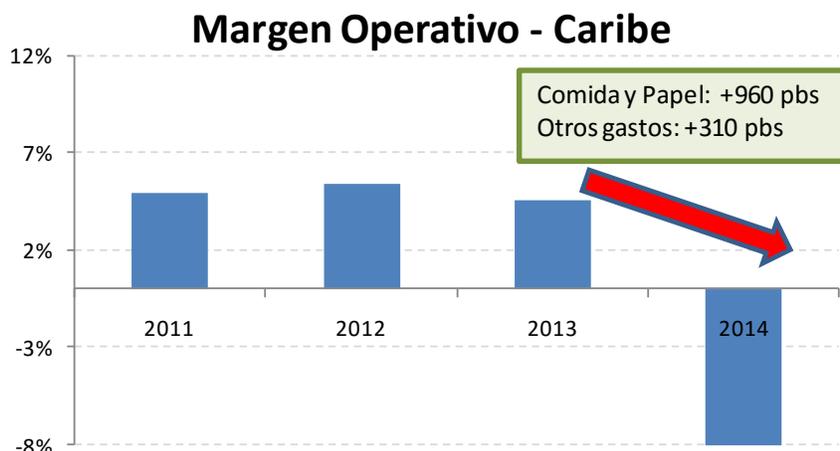
La presente región está fuertemente apoyada en la performance de Venezuela. ARCO opera 136 restaurantes allí, 48 de los cuales son franquiciados y 88 operados por la compañía. Al respecto, es fácil leer reportes y escuchar distintas voces diciendo “Venezuela es un problema”. Esta frase tiene su fundamento principalmente en la multiplicidad de tipos de cambio existentes en el país, así como en los excesivos controles sobre los movimientos de capitales y regulaciones sobre los costos que impactan en la empresa.

El sistema cambiario define 3 tipos de cambio distintos frente al dólar:

- CENCOEX: Para industrias prioritarias. Es 6.3 VEF /USD
- Sistema de licitación controlado por el gobierno (SICAD): Es 12 VEF/USD
- Sistema basado en principios de libre mercado (SICAD II): 50 VEF/USD

Para el primer trimestre de 2014, la empresa comenzó a traducir a dólares sus estados financieros utilizando la tasa SICAD. Ante la imposibilidad de conseguir divisas en estos precios, en julio de 2014 anunció la utilización de la tasa SICAD II para la exposición de los estados financieros. De todos modos, hay mucha incertidumbre respecto qué tipo de cambio utilizar para valorar el proceder de la empresa en el futuro.

Algunos economistas que se especializan en el análisis de Venezuela han discutido la unificación potencial de los tres tipos de cambio en algún futuro cercano. Sin embargo, no se sabe si esto va a suceder y, en caso que así fuera, cuándo y cómo sería. Lo que es cierto es que con una inflación cercana al 60% y un tipo de cambio informal de 100 VEF/USD, no parece correcto (ni sostenible) valorar a tasas de 6,30 VEF/USD o 12 VEF/USD.



Respecto de la intervención del gobierno sobre variables de mercado:

En noviembre de 2013, el gobierno de Venezuela implementó la Ley de Precio Justo, que puso un máximo a las ganancias de empresas en un 30%. El mismo mes, se puso tope al valor de los alquileres (VEF 250 / m<sup>2</sup>), lo que ha generado pérdidas netas aproximadas de USD 1,2 millones al mes (entre rentas cobradas y pagadas). Ya hacia enero de 2014 se implementaron controles de precios que resultaron en la disminución de los precios de algunos ítems del menú entre 7% y 10%.

Un punto positivo es que parte de estas pérdidas están siendo absorbidas por McDonald's, ya que ARCO ha negociado con la casa matriz exenciones de pago de derechos mes a mes.

La empresa, además, tiene USD 26 millones en activos monetarios valuados a 10.70 VEF/USD y USD166 millones en activos no monetarios, de los cuales USD 110 millones podrían depreciarse fuertemente si ARCO no puede compensar la inflación y las devaluaciones. Esto podría tener fuerte repercusión sobre la performance de la región.

Finalmente, se debe destacar que las operaciones del país poseen generación positiva de ingresos, por lo que no requieren aportes de capital. Así, en 2013, la generación de dinero fue dirigida a la compra de inmuebles en Caracas (por USD 57 millones).

Mas allá de todo lo mencionado anteriormente, ARCO cuenta con el apoyo de McDonald's para continuar su gestión en el país ya que es una operación que no requiere dinero en efectivo adicional y mantiene un punto de apoyo en un país cuyo tamaño y población son relevantes en la región, por lo tanto, mantener un cierto valor en activos en los libros tiene sentido. Asimismo, si se planea una salida legal del país, reingresar en el futuro podría llegar a ser complicado, las leyes de fuerza de trabajo generarían complejidades y probablemente se requeriría el apoyo de MCD, quien con las exenciones de regalías ha demostrado que está dispuesto a seguir invirtiendo en el país.

### **Caribe sin Venezuela**

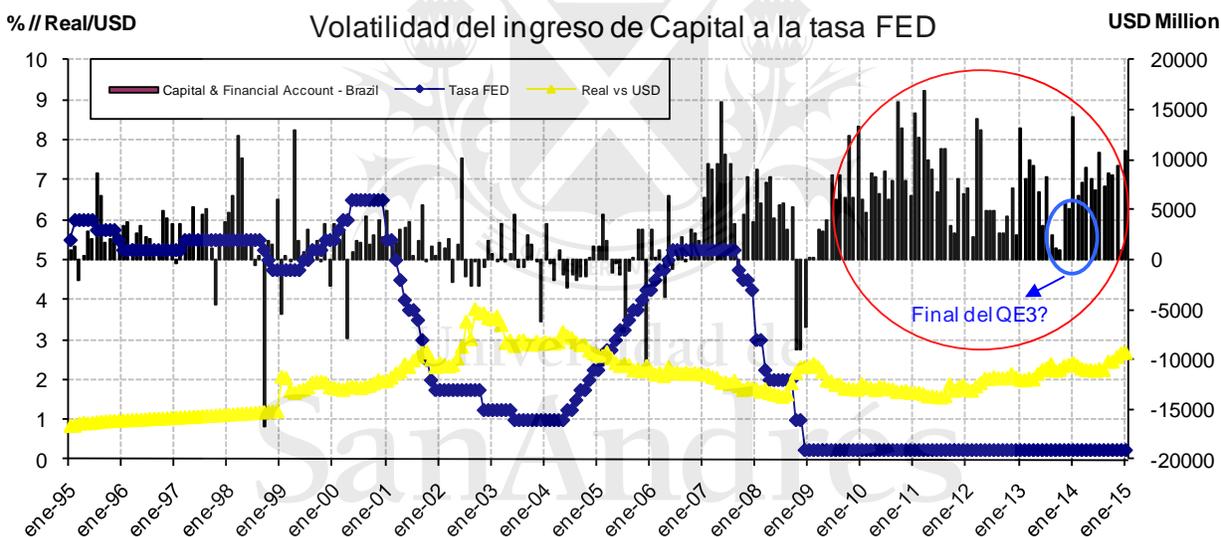
Muchas veces, las complicaciones que presenta la república Bolivariana lleva a realizar análisis sobre la región excluyendo al resto de países, para entender la dinámica de los otros que poseen presencia de ARCO en la zona, es necesario eliminar el principal factor de dispersión e incertidumbre de las variables de decisión y planear una estrategia sobre los componentes mas estables. Así, la exclusión de Venezuela de los cálculos muestra que el resto de la zona tampoco fue rentable, mostrando una contracción de 256 pbs en su EBITDA (hasta 0,6%) a causa de los costos de ocupación de los restaurantes franquiciados y un aumento de los costos generales mayores a las ventas.

### **Contexto Macroeconómico**

Luego de la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir la tasa de interés (0,25%) como medida para estimular una golpeada economía local, los mercados emergentes recibieron un aluvión de capitales especulativos deseosos de lograr un mejor ratio de riesgo y rendimiento. Los receptores de estos capitales se encontraron con un importante y constante flujo de dinero ingresante al país que, a través del engrosamiento de la cuenta capital, permitió un aumento en el otorgamiento de créditos, reducciones en las tasas de interés y estabilidad en la moneda (Brasil tuvo incluso que luchar frente a la apreciación), generando un período de bonanza económica.

Este efecto derrame se sintió en casi todo Latinoamérica pero el principal beneficiado fue Brasil (la región más importante de operaciones de ARCO), quien venía consolidando un lento pero constante proceso de crecimiento, habiendo mejorado su rating crediticio, alcanzando la línea de los países de “grado de inversión”.

Sin embargo, cuando en mayo del 2013 el presidente de la FED, Ben Bernanke, sugirió que podrían empezar a reducirse los estímulos monetarios otorgados bajo el programa QE3, se evaporaron USD 1.500.000.000.000 de los países en desarrollo. Viendo luego que la economía estadounidense no se había recuperado como estaba previsto y que las medidas expansivas no habían tenido un impacto que esperaban, la FED decidió posponer el comienzo de la reducción del QE3.



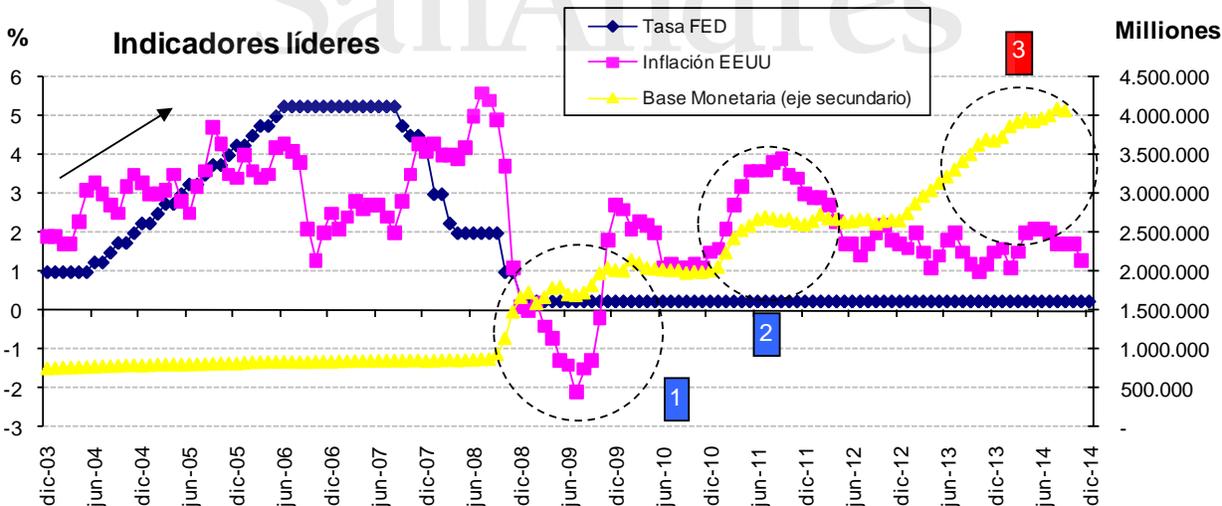
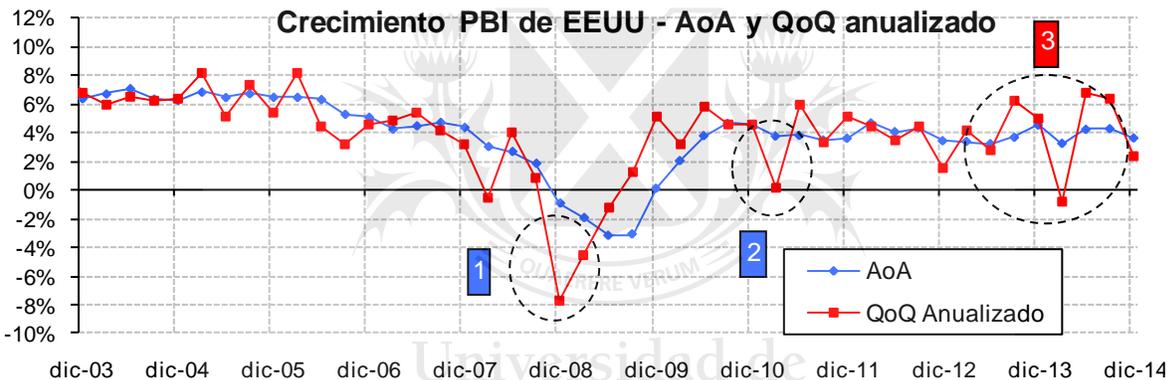
El gráfico intenta explicar en números la coyuntura planteada. Aquí se ve la reducción de tasas progresiva, aunque acelerada, que la Reserva Federal (FED) realiza entre los años 2007 y 2009 debido a la crisis. De esta manera, el capital huyó hacia activos de mayor rendimiento (Mercados Emergentes y Corporativos) desde activos de calidad (EEUU).

La depreciación frente el dólar se mantuvo estable (aunque se aceleró en 2012) así como la inflación, que permaneció en niveles controlables a partir de la política de metas de inflación y aumento de tasa SELIC. Con el anuncio del “tapping”, se observa una notable reducción de ingreso de capitales, que se revierte a partir de los

anuncios de alargamiento del programa.

En conclusión, puede inferirse que Brasil logró el crecimiento a partir del exceso de liquidez mundial y las tasas más bajas de todos los tiempos de la FED.

A pesar de este alivio temporal para los países emergentes, el final del estímulo monetario ocurrió en octubre de 2014. La conclusión del programa de recompras implicaría que el gobierno de EEUU ve al país nuevamente en una senda de crecimiento, por lo que, la prioridad pasaría a normalizar la tasa de interés. De este modo, eventualmente se elevarán para contener las perspectivas inflacionarias, lo que redireccionaría los capitales nuevamente a los EE.UU.



Resumiendo la situación en 3 pasos:

- 1.- Para superar la crisis, se redujo la tasa de la FED, y se expandió la base monetaria. Luego, el PBI y la inflación aumentaron generando una reversión temporal de la crisis.
- 2.- Para revertir la desaceleración del crecimiento del PBI, hubo una nueva expansión de base monetaria que trajo consigo mayor inflación
- 3.- Se produjo una desaceleración del crecimiento. La reacción fue una gran expansión de la base monetaria. En este punto, el QE3 había finalizado.

Así, para contener la inflación esperada a partir de la recuperación económica que se puso en marcha, la FED deberá en el corto o mediano plazo aumentar la tasa.

El efecto derrame que generen las medidas de EEUU sobre Latinoamérica se infiere que será importante desde la perspectiva de la región y de la empresa. Sobre Brasil, se estima que podrían impactar los siguientes efectos:

- Salida de capitales. Esto generará un aumento del costo de deuda.
- Aumento tasa de interés. Esto generará un aumento del costo de equity.
- Presiones devaluatorias y presiones inflacionarias que impactarán en el poder adquisitivo de la población.
- Cambios en la percepción de riesgo
- Reapreciación de activos brasileiros

Así, se acabará el “Deuda para todos” a causa la apreciación de Real y las bajas tasas de interés del país. Esta conclusión, en términos generales, puede adoptarse para varios países de la región.

Respecto al impacto que esta coyuntura pueda tener sobre Arcos Dorados, se puede inferir lo siguiente:

- Devaluación: Menores ingresos en dólares para la empresa.
- Precio de commodities: La abundancia de capitales internacionales ha ejercido presión sobre los precios de los commodities, provocando importantes aumentos

de precios. Si las medidas contra-cíclicas de EEUU tienen lugar, habrá menos dinero destinado a la especulación sobre estos productos, reduciendo los precios. Esto podría implicar insumos más baratos para Arcos Dorados, fuerte consumidor de materias primas. Es de destacar que el proceso deflacionario mundial sobre commodities ya se ha iniciado.

- Precio de commodities 2: Los precios de las materias primas podrían tener un impacto negativo en la mayoría de los países de América Latina, exportadores de productos primarios, llevando a una caída en la balanza comercial y en el poder adquisitivo, lo que redundaría en una baja en las ventas. Al respecto, los pronósticos de crecimiento de los países latinoamericanos no son alentadores para el corto plazo.
- Inflación: En Brasil se encuentra controlada por esquema IT, pero es positiva. Implica un mayor beneficio nominal por unidad pero menores ventas si el salario no acompaña el proceso inflacionario.
- Aumento de la tasa SELIC y de la aversión al riesgo: Generará un incremento de tasas de rollover y financiamiento. Así, las tasas de interés más altas podrían convertir las inversiones que antes eran rentables en no rentables, iniciando un proceso recesivo que podría terminar en los salarios más bajos, menor poder adquisitivo y en consecuencia las ventas más bajas.
- Fin del dinero fácil y barato: Menos inversiones (y/o menos rentables) lo que se traduce en menos demanda.
- Aumento en la tasa libre de riesgo: Aumento en costo del equity.
- Aumento en la percepción de riesgo: Aumento en EMBI lo que traerá aparejadas menores inversiones reclamando mayor beneficio.
- Menor crecimiento futuro (Valor Terminal) y menor poder adquisitivo.

En resumen: el corto plazo muestra una disminución del crecimiento de las ventas de ARCO debido a la caída del poder adquisitivo en la región y de la rentabilidad. Además, el financiamiento será más caro, difícil de conseguir y las nuevas inversiones

menos rentables.

Más allá de lo anteriormente dicho, América Latina representa hoy un mercado con un gran potencial de crecimiento. Después de la última crisis económica, la región se vio muy favorecida por la percepción que aseguraba un alto rendimiento sobre las inversiones con un riesgo moderado, mucho menor al de la región 10 o 15 años atrás. No sólo porque se abandonaron las desastrosas finanzas de los años 80, sino también por el surgimiento de una nueva clase media consumista debido al crecimiento constante del PIB durante la última década. Así, esta irrupción de la clase media apuntaló y estimuló el consumo, fortalecido aun más el crecimiento regional.

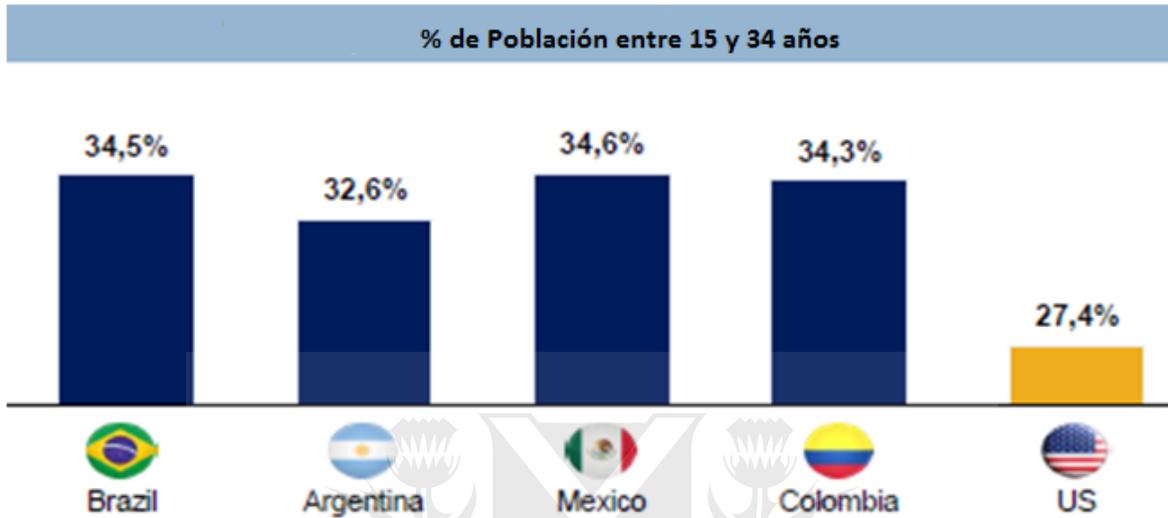
Actualmente, la población cuenta con nuevas necesidades que precisan ser cubiertas, y esto representa una oportunidad para las empresas de comida rápida. ARCO cuenta con la ventaja de estar respaldada por una marca reconocida y deseada por la mayoría de la sociedad, por lo tanto, una parte importante de la nueva clase media, con ganas de consumir, elige McDonald's para satisfacer sus deseos y necesidades insatisfechas. Este dinamismo en el consumo puede explicarse a partir de la alta propensión al consumo en esta nueva clase media naciente en la mayoría de los países, a partir de la reducción de la pobreza.

De 2002 a 2013 la tasa de pobreza en América Latina se redujo de 43.9% a 27.9% (estancándose en 2014) y, si bien es todavía un tema preocupante, es un progreso notable que ha impactado positivamente en las variables anteriormente mencionadas. Según ha explicado CEPAL, el aumento resultante en el consumo ha sido uno de los principales impulsores de la activación del sector minorista de la región.

Brasil, región de análisis principal para entender el comportamiento de ARCO, es un claro ejemplo del fenómeno descrito anteriormente ya que en los últimos 10 años entre 40 y 50 millones de personas quebraron la barrera de la pobreza ascendiendo a la clase media. Perú y Colombia son casos similares, mientras Argentina ha tenido históricamente una clase media bien estructurada y consolidada que, aunque actualmente parece empobrecida, siempre ha fomentado el consumo interno.

Finalmente se destaca la fortaleza del mercado objetivo en el que opera Arcos

Dorados, que son las personas entre 15-34 años de edad. A diferencia de los países desarrollados, cuya población está envejeciendo debido a la baja tasa de natalidad, en América Latina todavía hay una población joven y creciente.



Fuente: Presentación de la compañía

#### 4. Análisis Financiero

A partir del análisis numérico podemos perfeccionar el entendimiento sobre la empresa, que ha mostrado una evolución negativa en cuanto al ratio EBIT / Ingresos operacionales, pasado de 7,76% en 2009 a 1,94% en 2014, siendo este el menor valor de toda la serie analizada.

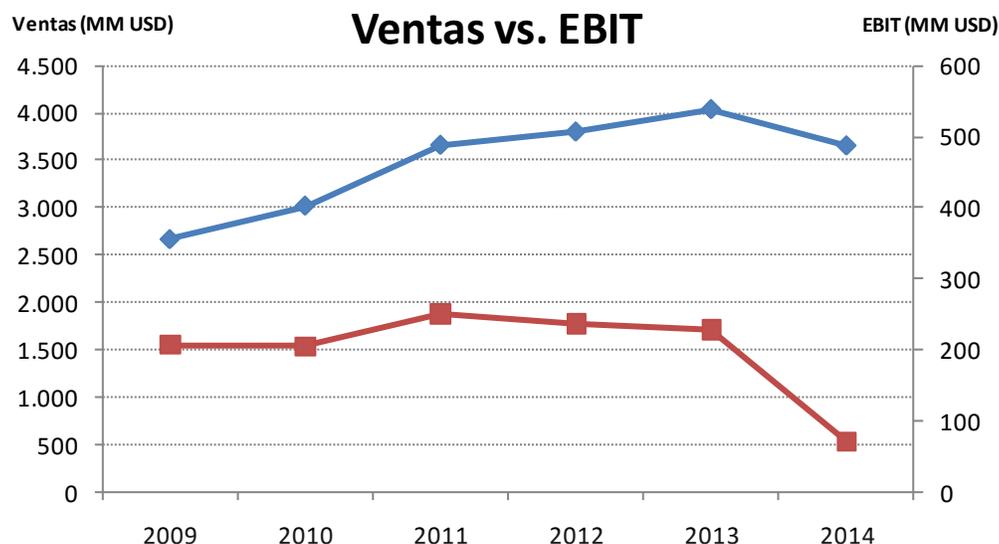
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos operativos (ventas)	2.665,48	3.018,12	3.657,65	3.797,39	4.033,31	3.651,07
EBIT	206,81	204,56	250,75	236,64	228,52	70,87
EBIT / Ingresos Operativos	7,76%	6,78%	6,86%	6,23%	5,67%	1,94%

Por región, se observa que solo Brasil y la Región SLAD han mostrado una evolución positiva y consistente de los ratios. La zona Caribe se vio fuertemente afectada hacia 2014 por la fluctuación del tipo de cambio, mientras la región NOLAD alcanzó por primera vez un ratio positivo este último año.

EBIT / Ingresos Operativos	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brasil	10,60%	13,04%	13,06%	10,76%	10,23%	8,22%
Caribe	1,79%	2,13%	4,89%	5,39%	4,56%	-8,03%
NOLAD	-7,18%	-5,48%	-2,45%	-1,45%	-1,30%	0,11%
SLAD	16,87%	11,19%	8,31%	8,69%	8,85%	6,13%

Se espera que el ratio de Brasil converja al 8,5% en los próximos años, número que alcanzaría la región SLAD en el mediano plazo, mientras las decisiones de un cambio de rumbo en NOLAD, generaría flujos positivos significativos en poco tiempo. Finalmente, la región del Caribe, entre el ajuste de tipo de cambio y las restricciones de política institucionales a las que se enfrenta la empresa, no mostraría un cambio de signo de su indicador en el corto y mediano plazo, aunque si una convergencia al 0%.

El siguiente gráfico muestra la evolución de las ventas frente al EBIT durante los últimos años. Se observa allí que, a pesar del crecimiento sostenido de ventas hasta 2013, los márgenes han sido similares durante los dos primeros años y, luego de un pequeño salto positivo en 2011, la tendencia se revierte hasta el 2014, año cuya caída se debe, no solo a una fuerte caída en los ingresos sino también a un alza en los costos.



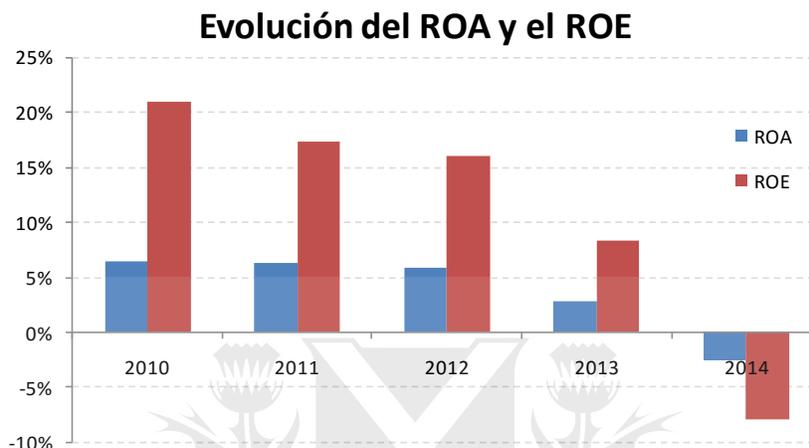
Otros ratios sobre los cuales se debe trabajar son el retorno del patrimonio neto (ROE), y el retorno de los activos (ROA). Para obtener estos valores, se realizará primero un análisis de Dupont, donde se calcula la rotación de los activos, las ventas totales, y se utiliza además un multiplicador de capital.

	2010	2011	2012	2013	2014
Rotacion de Activos	1,85	2,00	1,94	1,91	1,84
x Margen Antes de Imp. (%)	3,6%	4,4%	4,2%	2,5%	-2,1%
= Margen Antes de Imp * Rotación (%)	6,69%	8,74%	8,19%	4,78%	-3,85%
x (1 - Tasa Impositiva)	0,97	0,72	0,71	0,58	0,66
= ROA (%)	6,48%	6,30%	5,83%	2,76%	-2,53%
x Multiplicador Equity (Activos / Equity)	3,25	2,76	2,75	3,03	3,14
= ROE (%)	21,05%	17,39%	16,00%	8,37%	-7,94%

La rotación de activos se ha mantenido relativamente constante hasta 2013, mostrando en 2014 un leve descenso a causa de la baja en las ventas. Se adicionan los márgenes antes de impuestos, que vienen reduciéndose desde 2010, y han sido negativos para el último año. Esto se ha traducido en un retorno sobre el activo y sobre patrimonio neto negativo. El motivo de la caída de los márgenes antes de impuestos se ha determinado en que la tasa de crecimiento de ventas fue menor a la de los costos operativos.

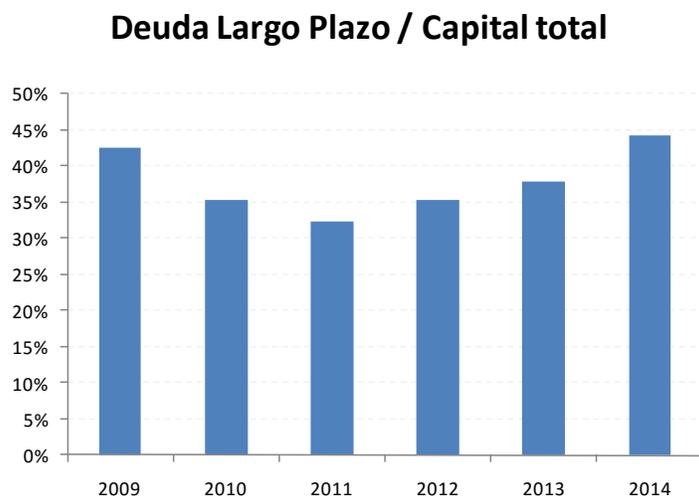
Durante los últimos 5 años, la tasa promedio del ROE ha sido de 10,97%, mientras que la del ROA es de 3,7%. Si se excluye el 2014, el promedio sobre ROA crece a 5,34% y sobre ROE a 15,7%.

El gráfico a continuación muestra la evolución de ambos ratios. El hecho de que el ROE sea mayor al ROA (en valores absolutos) muestra la existencia de financiación de los activos con deuda. Así, podemos dar paso al análisis de la estructura del capital de la empresa.



### Estructura de Capital

El gráfico que se plantea a continuación muestra una empresa apalancada, que ha ido bajado su nivel relativo de exposición a la deuda de largo plazo hasta 2011, retomando la senda alcista a partir de allí. A pesar de ello, la serie se mantiene por debajo del 45% en todo momento, y la proporción frente a la deuda de corto plazo está entre 50% y 60% en todo momento.



En números absolutos, la empresa ha aumentado sus niveles de deuda año tras año, tanto para hacer frente a los altos niveles de gastos de capital como para el pago de dividendos anuales de aproximadamente USD 50 Millones. El CFO ha expresado que la empresa se siente cómoda operando con una relación de Deuda Neta / EBITDA de 1.7x. En 2014 el indicador se dispara por la fuerte caída del EBITDA, incluso a pesar de la cancelación de la Obligación Negociable 2019. Esto se debe a que dicha recompra tuvo como objetivo extender el vencimiento de sus compromisos hasta 2023 reduciendo el costo de repago (de 7.5% a 6.625%) aprovechando un momento de alta liquidez mundial (y no el de reducir la deuda neta). En cuanto a la deuda en Reales con vencimiento en 2016, la empresa se ha mostrado satisfecha con el porcentaje de deuda en reales y en dólares existente en la cartera, por lo que una extensión del vencimiento podría llevarse a cabo en 2015 en la misma moneda.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda/EBITDA	1,74	1,14	1,11	1,44	1,78	2,86
Intereses/EBITDA	0,20	0,16	0,19	0,16	0,24	0,39
Deuda/Equity	1,00	0,93	0,78	0,88	1,14	1,77

Es importante no perder de perspectiva el análisis de riesgo realizado por las principales calificadoras de deuda.

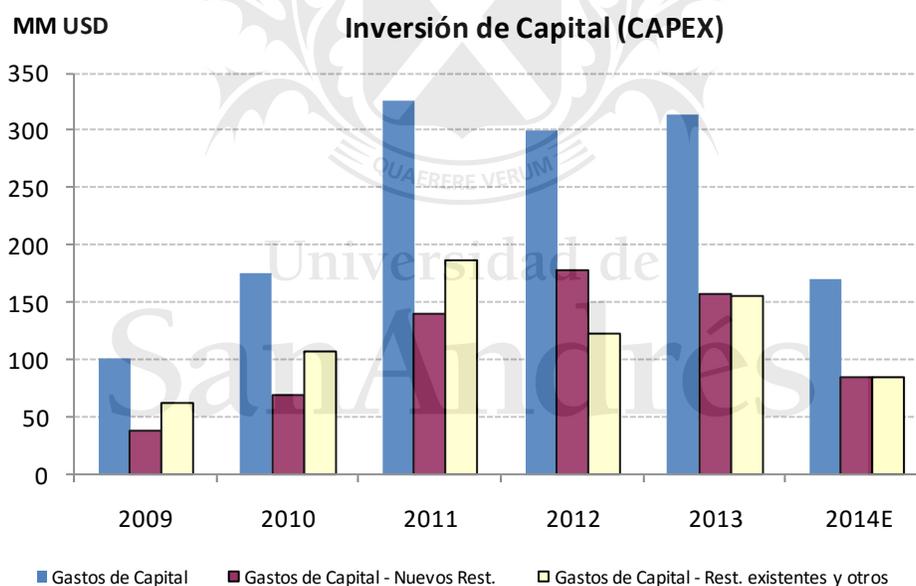
- FITCH: BBB-
- Moody's: Ba3

Estas calificaciones insertan a la empresa en el universo de "Grado de Inversión", donde los inversores consideran a la empresa confiable desde el punto de vista de la inversión, en lugar de ser considerada para fines especulativos.

### **Inversión de Capital (CAPEX)**

Durante los años 2011 y 2012 y 2013 ARCO ha incurrido en grandes inversiones (USD 325 Millones y USD 300 Millones y USD 313 millones respectivamente) destinadas principalmente para la apertura de nuevos locales. Esto hizo que los flujos de caja negativos que fueran financiados con deuda, la cual a la vez se utilizó para los fuertes pagos de dividendos realizados. Para el año 2014, la apertura de locales ha sido menor

(CAPEX de USD 169 millones) a raíz de la coyuntura macroeconómica desfavorable y el entorno empresarial, y que además se cree que la empresa ha comenzado a reducir los grados de empinamiento de su frontera de expansión. Los próximos años, se estima que el indicador comenzará una gradual recuperación ya que a pesar del hecho de no considerar que la apertura de restaurantes se detendrá de manera drástica, la curva de apertura tenderá a caer gradualmente. Otra pesada carga es el costo de mantenimiento de las tiendas existentes, lo que ha representado alrededor del 70% del inversión de capital en períodos de expansión y hoy representa el 50% del gasto total. Sin embargo, el mismo proceso de generación de negocio es más que suficiente para poder cubrir estos gastos. Por lo tanto, esta desaceleración en la apertura de tiendas será beneficiosa para revertir los flujos de caja negativos sin estar obligado a aumentar los niveles de deuda abruptamente.



### Política de dividendos

La empresa se ha caracterizado por el pago de dividendos en efectivo. Desde el IPO de la empresa, la junta de directores dispuso el pago de USD 0,0597 por acción para las clases A y B. Desde 2012, a través de su junta de directores, Arcos Dorados fijaba su política de distribución de dividendos para todo el año en USD 50.035.624, a ser pagada en cuatro cuotas iguales y trimestrales de USD 12.508.906 a los tenedores de

acciones clase A y clase B. En 2013 y 2014 se repitió tanto el monto como la forma de pago.

### Comparación

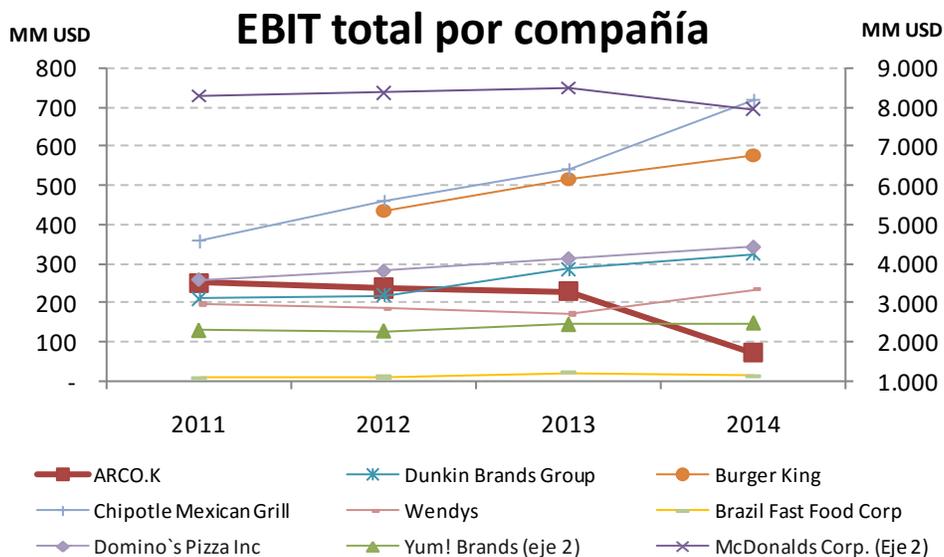
Si bien el análisis realizado hasta el momento representa la situación de la empresa, es importante realizar la comparación de algunas medidas de rendimiento frente a competidores en el rubro. Es importante destacar en este punto, que Burger King se ha deslistado del mercado de valores, y que Subway no cotiza en bolsa, por lo que el acceso a los valores de dichas empresas muestra mayores restricciones.

Empresa	Margen Operativo *	Margen Operativo 5A Prom.	Margen sobre EBITDA **	Margen sobre EBITDA 5A Prom.
ARCO.K	1,94%	5,49%	5,14%	13,89%
Yum! Brands	11,70%	14,40%	24,20%	23,00%
McDonalds Corp.	29%	30,80%	34,90%	35,60%
Dunkin Brands Group	43,40%	35%	49,60%	45%
Burger King	45,60%	S/D	57,80%	S/D
Chipotle Mexican Grill	17,30%	16,50%	20,20%	19,80%
Wendys	12,20%	5,60%	19,10%	15,20%
Brazil Fast Food Corp	12,80%	9,80%	15,10%	13,40%
Domino`s Pizza Inc	17,30%	16,40%	19,10%	17,90%
Promedio	21,25%	16,75%	27,24%	22,94%

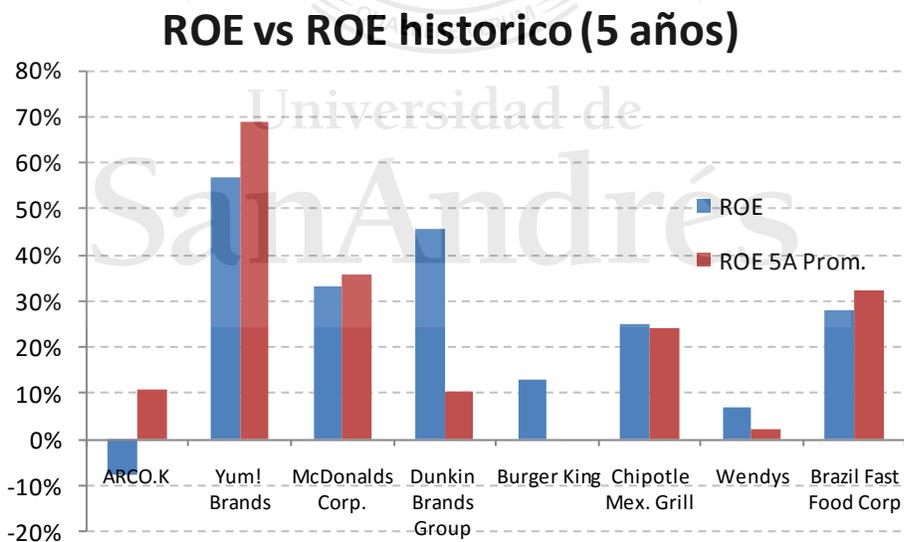
\*Ingreso operacional dividido por el total de ingresos.

\*\*EBITDA anual como porcentaje de ingresos totales.

El cuadro indica que la empresa ha mostrado márgenes tanto operativos como sobre EBITDA muy por debajo de sus competidores para el 2014, y menores también que los de la casa matriz. Visto en promedio los últimos 5 años de cada una de las empresas, las diferencias se mantienen pero en porcentaje se reducen.

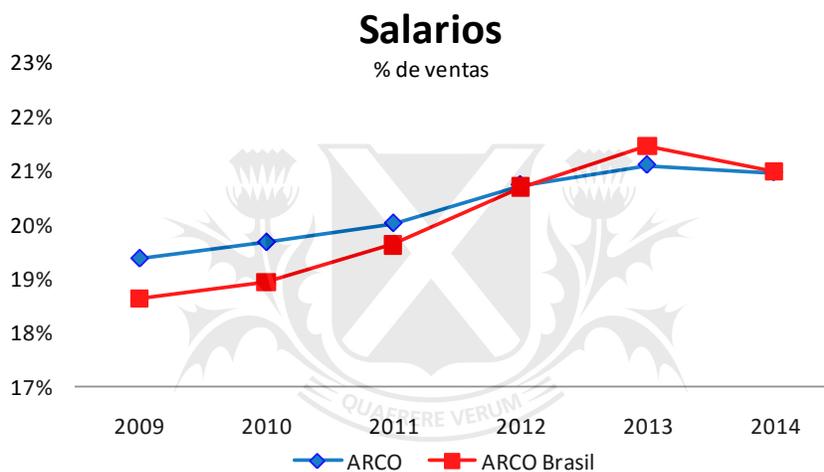


Finalmente, se ha realizado una comparación del ROE actual frente al histórico (últimos 5 años) para la empresa y sus comparables, que arrojó los siguientes resultados:

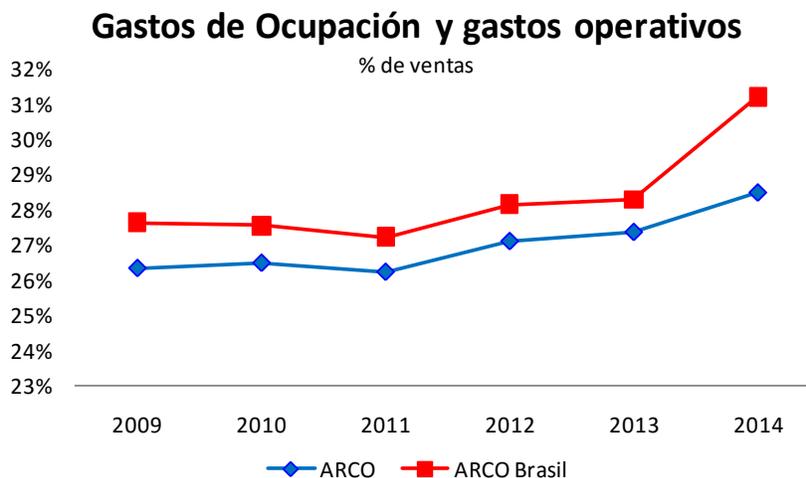


## Alteraciones en la estructura de costos

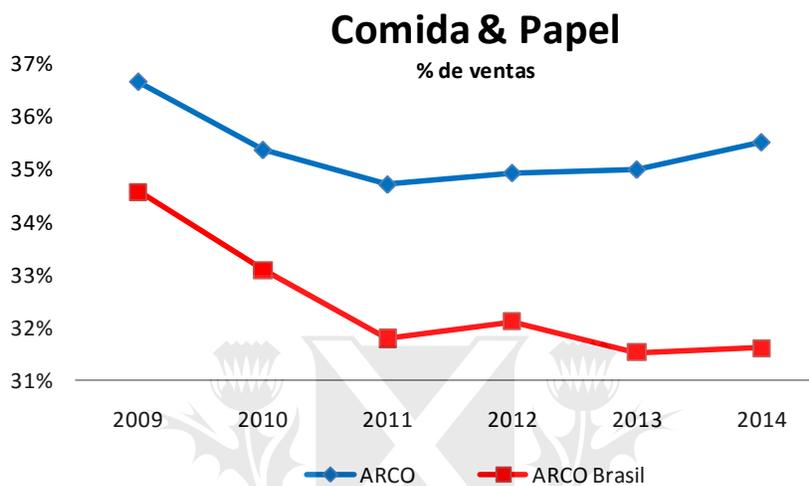
La matriz de costos se ha mantenido relativamente estable año tras año. Sin embargo, los costos salariales han ido en aumento a partir del impulso a políticas pro-salariales desde los principales gobiernos de la región, en lo que parece ser una tendencia que continuará durante los próximos años. Más allá de esto, en Brasil la participación relativa como porcentaje de ventas presentó una mejoría relativa respecto del resto de los rubros, nivelando el indicador global.



Los gastos de ocupación y otros gastos de explotación han aumentado debido a mayores costos de alquiler. Para compensar este descenso en los márgenes, la empresa se ve obligada a obtener una mayor eficiencia en sus operaciones.



Así, se estima que los costos de los alimentos y de papel seguirán perdiendo peso relativo en el costo final, mientras un mayor número de restaurantes significará una mayor escala de producción para los proveedores y como resultado un aumento de la distribución de los costos fijos.

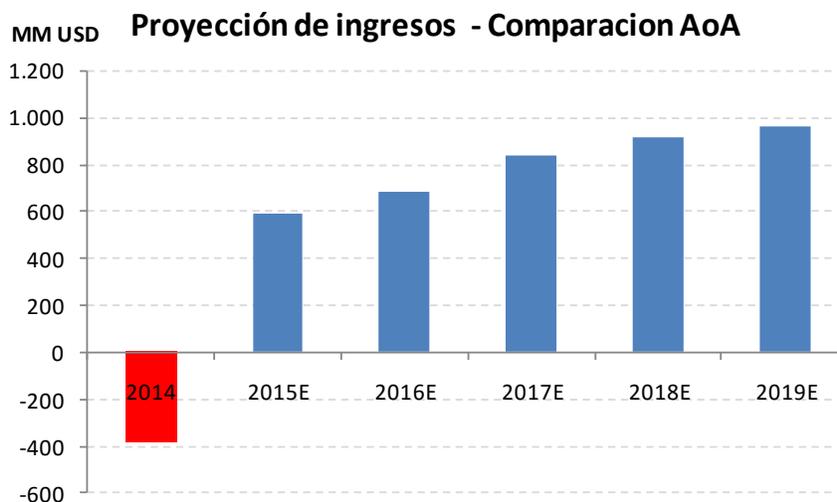


Actualmente, cerca del 30% de los costos totales se miden en dólares según ha expresado la empresa, pero espera reducir este valor a partir de la captación de nuevos proveedores en cada país y, de este modo, reducir la exposición a la volatilidad de la moneda.

Asimismo, es importante tener en cuenta el aumento en las regalías pactado en el MFA de 5 a 6% a partir de 2017 y más tarde a 7%.

### Previsiones de ingresos

Partiendo de la fuerte caída sufrida en 2014 a causa de la adopción de un nuevo y mucho más depreciado tipo de cambio en Venezuela, se estima hacia 2019 una recuperación progresiva del ingreso, pasando de USD 3.651 millones en 2014 (que refleja una caída de USD 382 millones desde 2013) a USD 7.644 millones en 2019, apoyado esta proyección principalmente en los planes de aperturas de locales futuros (principalmente en Brasil), el progresivo paso de locales franquiciados en México a locales de operatoria propia y en el incremento del ratio de ventas por local.



### Factores claves por región

**Brasil:** Es la principal región en la que opera ARCO, que representa el 50% de las ventas totales y donde se encuentra el 41% de los restaurantes. Los márgenes operativos también son los más altos, llegando a 7,5% durante el año 2014, muy por encima del promedio de la empresa, y cubriendo con sus ganancias las pérdidas operativas que en conjunto, el resto de las regiones acumula. ARCO considera que el mercado ofrece grandes oportunidades para la expansión, por lo que la mayor parte de las inversiones presentes y futuras se dirigirán hacia esta región, que supo ver este año el Mundial de Fútbol en 2014 y espera por los Juegos Olímpicos en 2016.

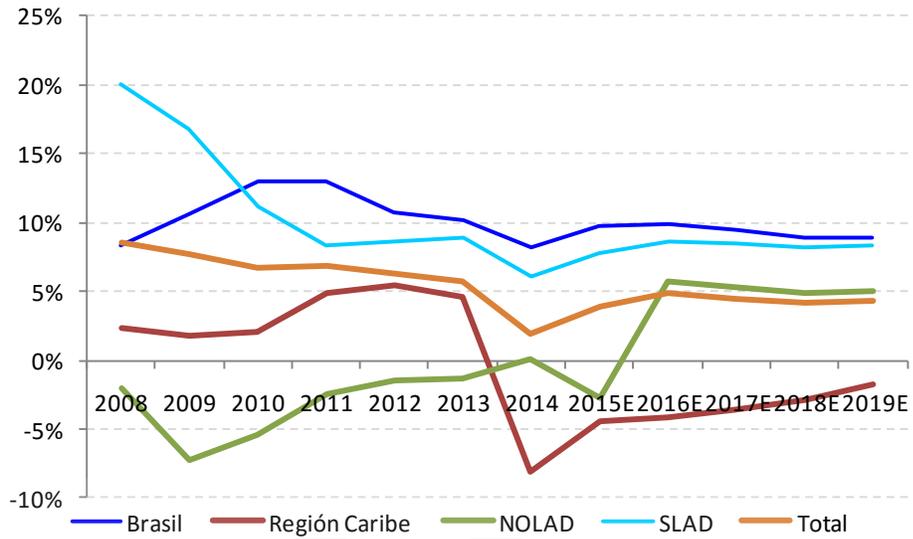
**Caribe:** En el comienzo de 2011 ARCO decidió reorganizar sus regiones, transfiriendo Venezuela y Colombia a la división del Caribe. Por lo tanto, hoy Venezuela es el país más grande con un 45% de los restaurantes de la región. Pero más allá de los resultados positivos que pueda aportar a esta división, los números venezolanos no deben tomarse como ciertos, ya que fueron calculados con un tipo de cambio ficticio hasta 2013, e incluso en 2014, a pesar del ajuste realizado, el bolívar sigue estando en paridades ficticias. De este modo, las ventas parecen mayores de lo que realmente son. Además, el país boricua no permite el pago de regalías ni pagos de dividendos, por lo que mantener las ganancias en moneda venezolana expone continuamente a la empresa a una fuerte pérdida de poder adquisitivo. A partir de ello, McDonald's ha permitido una reducción en el pago de royalties para la zona hasta finales de 2013.

**NOLAD:** Esta región contribuye a la empresa con una facturación de 11% y el 24% del total de los locales. La razón detrás de estos números es que hay una mayor proporción de restaurantes franquiciados en comparación al resto de las regiones. Durante los últimos años los márgenes operativos han sido negativos y nivelándose en valores similares a 0 en 2014. El país más importante de la región es México, con un 82% de las tiendas, y aunque sería de esperar para McDonald's que la empresa un éxito debido a la proximidad a los EE.UU., no ha sido el caso. La marca ha sido corrompida y su reputación en México está lejos de ser ideal, como consecuencia de la expansión descontrolada de los locales franquiciados. El excesivo poder otorgado a los franquiciados llevó a los locales a implementar políticas perjudiciales para la marca en la búsqueda de un mayor margen. Para revertir esta tendencia, ARCO planea invertir fuertemente en marketing y publicidad en México.

**SLAD:** Esta región es el siguiente en importancia, después de Brasil, contribuyendo el 23% del total de ventas con un 18% de los restaurantes totales. Las oficinas ejecutivas se encuentran Argentina, un país que cuenta con más de la mitad de los restaurantes de la región (58%). Los márgenes operativos fueron del 6,1% en 2014, menores al 2013 pero un buen número. A pesar que la región podría verse afectada negativamente por las altas tasas de inflación de Argentina, se cree que los márgenes se incrementarán a partir de la política de aumentos de precios que la empresa ha llevado a cabo este tiempo con resultados positivos.

Si bien los pagos de dividendos en Argentina enfrentan restricciones considerables, esto no representa un riesgo importante para ARCO ya que pueden asignar los recursos para pagar los gastos de funcionamiento de las oficinas ejecutivas.

**Margen operativo por región**



## 5. Valuación

Costo de equity	
EMBI Latam	3,87%
CDS 5A Brasil	1,61%
CDS 5A Caribe	10,84%
CDS 5A NOLAD	1,05%
CDS 5A SLAD	12,20%
Beta	0,78
SPX 60 años	9,50%
UST 10 Años	2,10%
Prima por riesgo	7,40%
Ku Latam	11,6%
Ku Brasil	9,3%
Ku Caribe	18,6%
Ku NOLAD	8,8%
Ku SLAD	19,9%

Para determinar el valor de mercado de la empresa, se utilizó el modelo de Valor Presente Ajustado (APV).

Para tener un mayor nivel de análisis, se eligió para descontar los flujos de efectivo de cada región a un ritmo diferente ya que los riesgos varían considerablemente de una región a otra, al igual que varía el escudo fiscal. Se han proyectado los flujos de caja para los próximos 5 años, ya que, por un lado, hay estimaciones precisas para ese período sobre PBI, la inflación y

devaluación de cada uno de los países que compone cada región y, por otro lado, este período es coincidente con en final del plan trianual en curso (2014 – 2016) y el siguiente (2017 – 2019). A partir de ese momento, se ha estabilizado el FCF, estimando una tasa de crecimiento, y obteniendo un valor terminal para cada región.

Ku: Tasa libre de Riesgo +Beta \* (Retorno historico de mercado – Tasa libre de riesgo) + Medida de Riesgo regional

### Definición de las variables principales

La tasa de descuento que se ha utilizado varía de una región a otra. Para determinar el riesgo se han utilizado los seguros por riesgo de default o Credit Default Swaps a 5 años (CDS 5A) operados en los diferentes países de cada región (donde han predominado los riesgos de Brasil, Venezuela, Argentina y México). Se eligió esta medida de mercado en lugar del EMBI+ dado que el primer indicador representa el precio que el mercado está realmente dispuesto a pagar para cubrirse del riesgo, frente al EMBI+ que es un cálculo teórico sobre algunos bonos de la curva de cada país<sup>1</sup>. Para determinar los valores regionales, se hizo un promedio ponderado de los CDS de cada país basado en el porcentaje de ventas. En Brasil fue de 1,61%, 10,84% en la

<sup>1</sup> Para medir el riesgo de Argentina se consideró al EMBI+ como una medida más fidedigna.

región Caribe, en NOLAD fue de 1,05%, y de 12,20% SLAD. Para gastos Corporativo y otros se ha tomado el EMBI+ LATAM, que fue de 3,87%.

La tasa de interés libre de riesgo utilizada es la del UST 10 años, de 2,1%, que sigue permaneciendo en niveles históricamente bajos, ayudando a incrementar el valor de la firma.

La prima por riesgo utilizada fue la diferencia entre el retorno histórico del mercado accionario de los últimos 60 años (9,5%) y el Bono soberano estadounidense a 10 años (2,1%), es decir, 7,4%.

La tasa de crecimiento del valor terminal para cada región se estimó sobre la base de la historia del PIB, la inflación y la devaluación de cada una de ellas y de LATAM, sus proyecciones, el rendimiento de ARCO por zona y los esfuerzos que la empresa anunció que haría en cada región. Así, para Brasil se utilizó una tasa de 5,5% ya que será la región de mayor importancia para ARCO (y en la que invertirán mayores recursos). Para el Caribe, 2% pues no se ve una solución en el corto plazo. Para NOLAD, el crecimiento terminal se estimó en 3% ya que el plan de reestructuración de la zona tendrá efectos positivos sobre la región (ya lo ha demostrado en 2014). Finalmente para SLAD se proyectó un 4%, suponiendo una dinámica mejor a partir de 2016 en Argentina. Además, se estimó un crecimiento terminal de 3% para los costos corporativos, por debajo del de Brasil y SLAD (los motores principal y secundario de la empresa) suponiendo una ganancia en eficiencia para los próximos años.

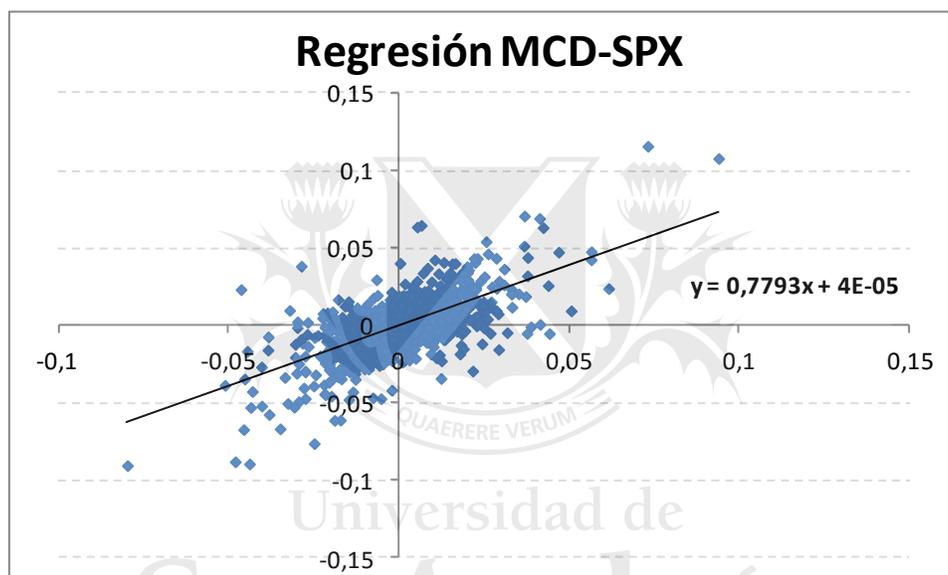
### **Cálculo del Beta**

Para obtener el Beta se realizó una regresión con valores diarios desde 2008 hasta 2015 entre la acción de McDonald's (MCD) y el índice S&P 500 (SPX). Se optó por utilizar MCD en lugar de ARCO dado que es el mejor comparable que se encontró de la empresa en el mercado de EEUU.

A continuación se muestran los resultados:

Estadísticas de la regresión		
Coefficiente de correlación múltiple	0,659285331	
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,434657147	
R <sup>2</sup> ajustado	0,434339717	
Error típico	0,010799902	
Observaciones	1783	
	Coefficientes	Error típico
Intercepción	3,59846E-05	0,000255908
Variable X 1	0,779314892	0,021060252

Gráficamente:



La regresión, de este modo, arrojó un beta de 0,7793.

A continuación, se exponen los principales supuestos y proyecciones realizados para valuar tanto los flujos futuros como el valor terminal de la empresa.

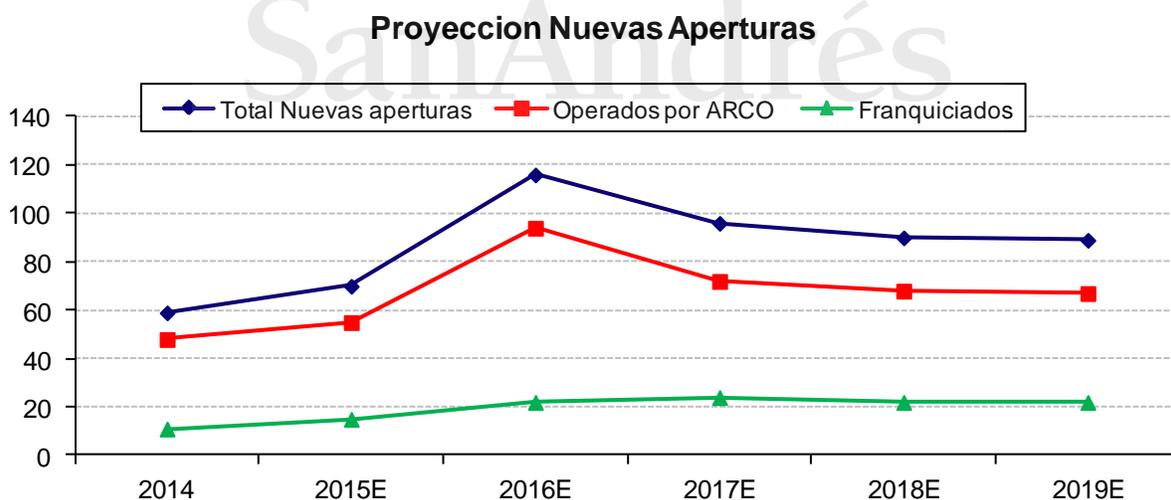
### Restaurantes totales (Operados y Franquiados)

La empresa ha expresado las siguientes cuestiones al respecto:

- Si bien el MFA establece que ARCO debe operar un mínimo de 50% de los restaurantes, la empresa buscará mantener un ratio similar al actual con 75% de locales operados frente a 25% de los locales franquiciados.
- No tienen pensado disminuir la presencia absoluta en ningún país, pero entienden que Brasil es el motor por lo que el gran foco de las aperturas estará

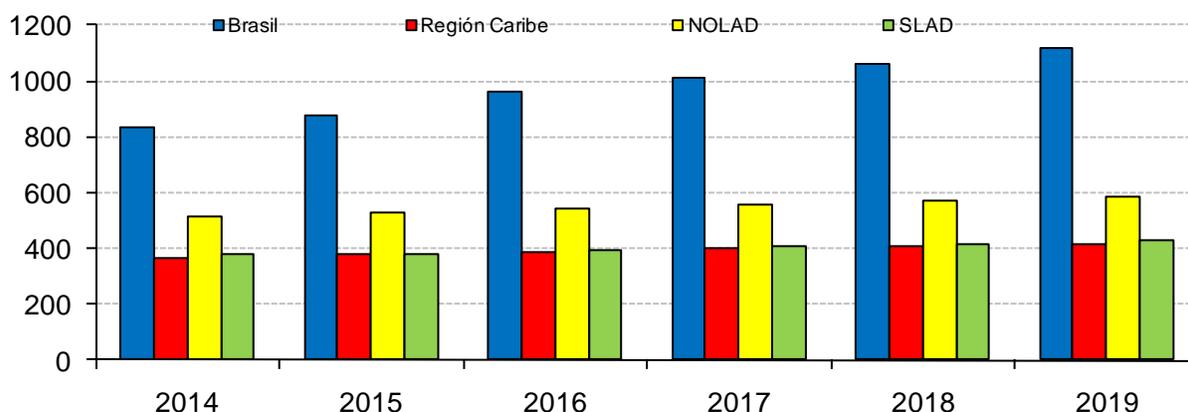
en esta región (En 2014, el 84,4% de las aperturas se realizaron en Brasil). Asimismo, han expresado interés en el desarrollo de mercados como Colombia, Panamá y Costa Rica.

- Venezuela y México no están entre los planes de aperturas en el corto plazo, mientras que una expansión en Argentina debería darse con mucha cautela dado los niveles de riesgo del país. Más allá de esto, la empresa ha expresado que pretende aumentar el ratio de locales operados por ellos en México.
- Los planes son trianuales, con una tolerancia de fallo del 10% en las aperturas designadas. Así, se supuso, dadas las condiciones económicas y la evolución de aperturas de 2014 lo siguiente:
  1. Primer período trianual (2014 – 2016): ARCO cumplirá el 98% de la cuota de aperturas estimada (245 locales). La empresa ha expresado, a partir de la actual coyuntura, la imposibilidad de llegar a cubrir el 100% del plan trianual. Asimismo, se ha estimado el mayor número de aperturas en 2016.
  2. Segundo período trianual (2017 – 2019): Se adiciona el 10% a las aperturas (hasta 275 locales) acorde a lo expresado en el MFA, y suponiendo una recuperación de la economía. Asimismo, se impulsará la marca en algunos países de la región donde su participación relativa aún es reducida.



Siendo que el foco del negocio se encuentra en Brasil, la empresa pretende mantener a futuro, e incrementar, su participación en dicho país, donde ve un importante potencial de crecimiento.

### Proyeccion - Cantidad de restaurantes por región (75% operados por ARCO - 25% franquiciados)



Mas allá de esto, la empresa se encuentra radicada en 20 países en Latinoamérica y el Caribe, por lo que fue fundamental para la valuación tomar en cuenta los indicadores económicos más importantes, y proyectarlos en el tiempo para obtener una estimación de los rendimientos futuros por restaurante, por país y por región.

### Inflación por región

Para obtener los datos de inflación de cada país, se utilizó información histórica y el WEO<sup>2</sup> de Octubre de 2014 (datos para los años 2015 y 2019). Así, la participación de cada país en la región se ponderó a partir del porcentaje estimado de ventas sobre el total regional. Este estimado se dedujo a partir de los comunicados de prensa trimestrales de 2014 y el reporte anual de 2013.

1. Región Brasil: Para 2016, dado que el país será sede de los Juegos olímpicos, se estimó una coyuntura inflacionaria semejante a la de 2014 (año en que el país albergó el mundial de Futbol). Para los años 2017 y 2018 se interpoló linealmente entre los valores estimados de 2016 y 2019.
2. Región Caribe: Con una participación aproximada del 45% en las ventas, Venezuela es el principal aportante a la región. A pesar de ello, la empresa ha expresado que no tiene previsto invertir en el país, por lo que su participación irá decayendo en la inflación regional y, con ello, el índice de la zona. Así, se ha

<sup>2</sup> "World Economic Outlook" – Informe estadístico anual del Fondo Monetario Internacional.

promediado el indicador con el de Colombia y los países del Caribe, ponderando cada vez menos al país bolivariano.

3. Región NOLAD: Con una participación en ventas de casi el 80%, México es el principal país de la región. A pesar de ello, la empresa ha expresado que, al igual que en Venezuela, no tiene previsto invertir en el país, por lo que irá decayendo su participación en la inflación regional hasta aproximadamente el 70% en 2019. Al respecto, la empresa posee muchos restaurantes franquiciados en el país azteca que, por obtener un mayor margen de ganancia, no se han apegado a la normativa de ARCO, dejando una muy mala imagen de la marca (McDonald's, al día de hoy, es la tercera marca). De este modo, la empresa explica que los recursos destinados al país irán a mejorar el ratio de locales propios/franquiciados, y la imagen, lo que podría incrementar el valor de ventas por local, opacando parcialmente el efecto negativo que generará la falta de inversión en nuevos locales y, por ende, en mayores ventas.
4. Región SLAD: Con una participación cercana al 60%, Argentina es el principal país de la región. Según ha explicado la empresa, dados los riesgos subyacentes al país, no tienen previsto invertir en el corto plazo, por lo que irá decayendo su participación en la inflación regional conforme decaiga su participación en el total de ventas en la región.

El WEO, por su parte, no presenta estadísticas de inflación de Argentina, por lo que se estimó a partir de una serie de inflación publicada por el Congreso Nacional. Para 2015, se estimó una inflación apenas mayor, dado que se prevé una mayor emisión monetaria por cuestiones electorales, y un panorama de pocas reservas. A partir del 2016 y hasta 2019, se prevé un cambio de política de gobierno que traería aparejada proyectó una caída del índice inflacionario hasta 20% de modo tendencial.

inflación				
Año	Brasil	Caribe	NOLAD	SLAD
2.015	5,9%	29,4%	3,7%	29,4%
2.016	6,4%	25,4%	3,6%	25,3%
2.017	5,8%	21,8%	3,4%	20,6%
2.018	5,1%	18,3%	3,2%	16,2%
2.019	4,5%	15,0%	3,1%	12,0%

## Crecimiento por Región

Se utilizó información histórica y el WEO de Octubre de 2014 para obtener los datos de crecimiento de cada país (datos para los años 2015 y 2019), y la participación de cada país se ponderó a partir del porcentaje de ventas estimadas sobre el total regional.

Para obtener los años de 2016, 2017 y 2018 se realizó una interpoló linealmente.

Crecimiento PBI				
Año	Brasil	Caribe	NOLAD	SLAD
2.015	1,4%	1,6%	3,5%	0,7%
2.016	1,8%	1,8%	3,6%	1,0%
2.017	2,2%	2,0%	3,7%	1,3%
2.018	2,6%	2,2%	3,9%	1,6%
2.019	3,0%	2,3%	4,0%	1,9%

## Tratamiento Monetario

El conglomerado de países sobre el que opera Arcos Dorados obligó a efectuar una unificación monetaria al momento de realizar los análisis y proyecciones necesarias para entender, analizar y valorar la empresa. Para ello, aprovechando que los reportes de la empresa se presentan en dólares estadounidenses, se utilizó esta moneda como el común denominador de los 20 países en cuestión.

De este modo, se han tenido en cuenta las monedas de los 13 principales países que concentran más del 95% de lo producido por la empresa. Así, por región:

1. Brasil: Real brasileiro.
2. Región Caribe: Bolívar venezolano, Peso colombiano, Dólar trinitense, Dólar estadounidense (utilizado por Puerto Rico).
3. NOLAD: Peso Mexicano, Colón costarricense, Dólar estadounidense (utilizado por Panamá).
4. SLAD: Peso argentino, Dólar estadounidense (utilizado por Ecuador), Peso uruguayo, Nuevo Sol peruano y Peso chileno.

El procedimiento utilizado para el análisis monetario fue componer un tipo de cambio único a cada una de las cuatro regiones. Para ello, se ponderó la participación de las

ventas de cada país en su región. Para la proyección de los tipos de cambio futuro se estimaron, por un lado, las ventas de cada país hasta 2019 (que generaron variaciones en las ponderaciones futuras). Por el otro lado, se calcularon las variaciones en los tipos de cambio futuro a partir de los precios futuros de cotización en el mercado de las distintas monedas (NDF). En los casos donde no se encontraron los NDF necesarios, se utilizaron procedimientos de extrapolación e interpolación para completar la curva, soportando estos procedimientos a partir de la lectura de informes de situación regional, y mediante el entendimiento de la coyuntura y estructura del país.

En resumen, la devaluación de cada región se ha calculado tomando los NDF de cada país (y proyecciones de moneda donde los NDF eran insuficientes) que compone cada una de las zonas y las ventas estimadas por país en el tiempo que se proyecte el flujo. Finalmente, se multiplicaron ambos valores.

Las depreciaciones de moneda proyectadas por país se muestran a continuación:

Fecha	Brasil	Venezuela	Colombia	Trin & Tob	Puerto Rico	Mexico	Costa rica	Panamá	Argentina	Ecuador	Uruguay	Perú	Chile
2015	3,3	55,0	2125,0	6,3	1	13,8	559,3	1	12,5	1	26,6	3,0	596,3
2016	3,7	60,5	2190,0	6,3	1	14,1	580,4	1	15,6	1	29,3	3,1	611,8
2017	4,0	63,5	2255,7	6,3	1	14,5	602,4	1	19,0	1	31,8	3,2	653,9
2018	4,3	66,7	2323,4	6,3	1	14,9	625,2	1	22,9	1	34,4	3,3	652,6
2019	4,6	70,0	2393,1	6,3	1	15,3	648,9	1	27,0	1	37,0	3,3	651,2

En el caso de la primera región, solo encontramos a Brasil, por lo que el real representa el 100% del tipo de cambio que se ha proyectado.

Año	NDF	Depreciación
2015	3,30	8,66%
2016	3,68	11,24%
2017	3,98	8,34%
2018	4,27	7,12%
2019	4,59	7,71%

Para la Región Caribe, se presentan a continuación la participación por país y la depreciación estimada hasta 2019<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> En Venezuela, el cambio de la utilización de SICAD a SICAD II se dio en el año 2014, por lo que su impacto se encuentra implícito en las cifras de dicho año.

Año	Participación de ventas en la región				Depreciación
	Venezuela	Colombia	Trinidad y Tobago	Puerto rico	Caribe
2015	44,84%	21,09%	6,49%	27,58%	5,15%
2016	43,65%	21,55%	6,63%	28,17%	5,02%
2017	42,31%	22,06%	6,79%	28,85%	2,78%
2018	41,35%	22,42%	6,90%	29,32%	2,74%
2019	40,54%	22,73%	7,00%	29,73%	2,71%

Para la región del NOLAD, estos fueron los valores:

Año	Participación de ventas en la región			Depreciación
	México	Costa Rica	Panamá	NOLAD
2015	76,85%	13,89%	9,26%	1,96%
2016	74,18%	15,49%	10,33%	2,34%
2017	72,45%	16,53%	11,02%	2,47%
2018	70,80%	17,52%	11,68%	2,61%
2019	69,23%	18,46%	12,31%	2,55%

Finalmente, la región SLAD presenta los siguientes valores:

Año	Participación de ventas en la región					Depreciación
	Argentina	Uruguay	Ecuador	Chile	Peru	SLAD
2015	57,94%	5,80%	7,25%	21,74%	7,25%	28,54%
2016	56,01%	5,80%	7,25%	23,70%	7,25%	15,45%
2017	54,07%	5,80%	7,25%	25,64%	7,25%	14,32%
2018	52,39%	5,80%	7,25%	27,32%	7,25%	11,04%
2019	50,93%	5,80%	7,25%	28,78%	7,25%	9,69%

En resumen, los valores de depreciación utilizados para las estimaciones por región son los siguientes:

Depreciación estimada por región				
Año	Brasil	Caribe	NOLAD	SLAD
2015	8,66%	5,15%	1,96%	28,54%
2016	11,24%	5,02%	2,34%	15,45%
2017	8,34%	2,78%	2,47%	14,32%
2018	7,12%	2,74%	2,61%	11,04%
2019	7,71%	2,71%	2,55%	9,69%

### Crecimiento de ventas de la compañía en términos reales

Para el 2014, a pesar de los buenos resultados “orgánicos” de la empresa, la depreciación de las monedas locales, principalmente en Brasil y Argentina, y la

adopción de un nuevo tipo de cambio utilizado para valuar la operación en Venezuela, generaron una fuerte caída en el crecimiento de ventas de la compañía.

Entre 2015 y 2019, las proyecciones se hicieron en base a la depreciación esperada, crecimiento esperado, inflación, y las proyecciones de venta nominal para cada región.

### **Análisis y proyección de costos**

Los costos han sido proyectados rubro por rubro y región por región.

La proyección de costos de la empresa se realizó en base a cinco cuestiones claves:

- Eficiencia en la implementación de políticas de costos: Al respecto, se asumió que continuarán con las políticas descritas en el anexo 20-F de 2013 (último publicado) y en los cuatro reportes trimestrales de 2014. Asimismo, se tomaron comentarios de la empresa en las distintas conferencias telefónicas a las que se pudo acceder, y de entrevistas telefónicas.
- Cantidad de insumos importados: Se utilizaron los valores descriptos en el anexo 20-F para realizar las estimaciones, así como de las presentaciones públicas y los informes trimestrales.
- Se tuvo en cuenta los valores históricos de cada una de las variables para determinar cotas máximas y mínimas de movimiento.
- El costo de pago de regalías se estima, acorde al MFA, en 5% hasta el 2016. En 2017 este sube a 6% pero, dado que el incremento es en agosto, para proyectar anualmente, se estima que será de 5,5%. A partir de 2017 es de 6%.
- Se contempló un escenario internacional con precios de los commodities menores que, por un lado, impactará positivamente en la compra de materias primas, pero por el otro, impactará negativamente en los aumentos de precios, dado el menor poder adquisitivo que se prevé para las regiones exportadoras de materias primas.

### **Análisis regional – 2013 / 2014 y proyecciones 2015 / 2019:**

#### **Brasil**

- El caída en las ventas (1,43%) estuvo en línea con la de costos estimada en Comida & Papel (1,35%).
- Respecto del pago de salarios y beneficios, a pesar del aumento del salario mínimo y la migración al sistema de pago de hora fija (que perjudicó a la empresa en 2013), la menor contratación de personal y el aumento de la eficiencia operativa, definida como transacciones por hora del cajero generó una caída en el porcentaje relativo de costos.
- Los gastos de ocupación y operativos se incrementaron por mayores amortizaciones y depreciaciones, y por la variación en el precio de renta.
- Respecto del resto, los datos de regalías, se mantuvieron en torno al 5% como fija el contrato. Los gastos de renta a locales franquiciados aumentaron una pequeña proporción y los gastos de generales y de administración mejoraron a causa de la depreciación del Real (aunque en moneda local crecieron por un aumento en costos de salarios y nuevas posiciones profesionales).

La devaluación proyectada, según la curva de mercado, impactaría negativamente en los costos de Comida & Papel (con un 20% de componentes importados), aunque positivamente en aquellos de moneda local como ocupación y rentas. Asimismo, se prevé un fuerte aumento en las ventas ya que la empresa ha expresado varias veces que el futuro de la compañía se encuentra en Brasil, y que pretenden invertir en mejorar cuestiones como la eficiencia operativa. Se estima además, que los aumentos de precios acompañarán mínimamente la inflación, mitigando los efectos de la devaluación. Finalmente, respecto de los salarios, la reelección de Dilma Rouseff hace suponer que el ritmo de aumento acompañará, al menos, el crecimiento de la inflación y de la economía.

### **Región del Caribe**

- El incremento de costos en Comida & Papel fue mayor al 10% a causa del incremento en el costo de la divisa estadounidense en Venezuela, y el contenido de productos importados en el rubro.
- Respecto del pago de salarios y beneficios, hubo una caída porcentual dado que el incremento del salario fue menor al crecimiento de la empresa en la región.

- Los gastos de ocupación y operativos también mostraron una caída porcentual dado que el incremento de ventas estuvo por encima del incremento de costos.
- Respecto del resto, las regalías pagados a MCD estuvieron por debajo del 5% que fija el contrato (fue de 4%) a partir de acuerdos realizados entre ambas partes por las dificultades coyunturales que ha enfrentado la empresa. Los gastos de renta a locales franquiciados cayeron por la depreciación del Bolívar, aunque en menor proporción de lo esperado por la legislación de renta controlada. Los gastos generales y de administración mejoraron también a causa de la depreciación de la moneda (aunque en moneda local crecieron por el aumento de la inflación, y por gastos de relocalización de la oficina divisional).

El cambio en la contabilidad, del SICAD a SICAD II, impactó muy negativamente en los costos de Comida & Papel, siendo que en Venezuela el 40% de componentes son importados. No se prevé una expansión en Venezuela pero si en el resto de la región, así como mejoras en la eficiencia operativa, por lo que la ponderación del país bolivariano comenzará a reducirse en la región. Se estima además, que los aumentos de precios acompañarán la inflación, mitigando los efectos de la devaluación. Finalmente, se prevé un aumento de salarios menor al crecimiento de la inflación y de la economía en Venezuela, y similar en el resto de la región.

### **Región NOLAD**

- La fuerte reducción en costos de Comida & Papel se debió a un alza de precios mayor al de este tipo de costos.
- Respecto del pago de salarios y beneficios, la caída porcentual se dio a causa del mayor al crecimiento de la empresa en la región respecto del aumento de salarios, así como por un incremento en la eficiencia operativa.
- Los gastos de ocupación y operativos mostraron un pequeño incremento relativo a partir del aumento en los precios de los contratos de renta.
- Respecto del resto, las regalías pagados a MCD se mantuvieron en torno al 5% que fija el contrato. Los gastos de renta a locales franquiciados mostraron un fuerte aumento, a partir de mayores gastos en los locales de Panamá.

Finalmente, los gastos generales y de administración crecieron a causa de la apreciación del peso mexicano.

La presente región, fuertemente dominada por México, no ha mostrado rentabilidad en los últimos años por la ineficiencia de manejo de los restaurantes, que han generado altos costos y pocas ventas. Asimismo, el alto porcentaje de locales franquiciados y manejo poco transparente de la marca para obtener mayores márgenes deterioraron la imagen de la empresa. Es por ello que la empresa ha expresado que redoblará esfuerzos por posicionarse mejor en la región. De este modo, los últimos años el porcentaje de locales operados por ARCO subió notablemente. Esto impulsará mejoras en la estructura general de costos. Asimismo, se prevé un contexto de precios levemente alcista y una baja en el precio de los commodities, que impactará positivamente para la empresa en el rubro Comida & Papel.

Respecto del factor monetario, se estima que el peso mexicano mantendrá su estabilidad para con el dólar, y los países que complementan la región no han tenido problemas al respecto.

### **Región SLAD**

- La reducción en costos de Comida & Papel se debió a que el incremento de precios fue mayor al de costos, especialmente en Argentina.
- El pago de salarios y beneficios se incrementó a causa de un alza en los costos laborales de Argentina mayores al crecimiento de la región.
- Los gastos de ocupación y operativos se mostraron en alza por los cortes de luz y necesidad de generadores en Argentina, así como por el aumento de depreciaciones y amortizaciones.
- Respecto del resto, las regalías pagados a MCD se mantuvieron en torno al 5% que fija el contrato. Los gastos de renta a locales franquiciados también estuvieron en línea con el período anterior y los gastos generales y de administración crecieron a causa de los mayores costos laborales, principalmente en Argentina.

Esta región, dominada por Argentina, ha sido de las más rentables dado que la inflación pudo ser trasladada completamente a precios, mientras que el costo de los insumos tuvo un aumento menor (respecto del resto de las regiones). Asimismo, el porcentaje de locales franquiciados en Argentina ronda el 10% y los insumos importados son mínimos en relación a las demás zonas. Más allá de la coyuntura que hasta el momento ha permitido importantes márgenes de rentabilidad, el aumento del riesgo financiero y de legislación que acarrea invertir en el país, así como las trabas a la distribución de dividendos han generado recelo en la empresa para encarar un proceso de expansión. Luego del 2015, se prevé una caída del ritmo de crecimiento inflacionario que reducirá los márgenes de ganancia por venta, aunque una baja en el precio de los commodities, impactará positivamente para la empresa en el rubro Comida & Papel.

Respecto del factor monetario, se estima que el peso argentino acelerará su ritmo de devaluación hasta 2015 reduciéndolo progresivamente, mientras el resto de las monedas mantendrá una pequeña y controlada depreciación frente al dólar.

Es así mismo, importante destacar que la empresa posee su centro de costos en Argentina, lo que parcialmente contrarresta los gastos que se generan desde otros rubros.

### **Análisis y proyección de deuda**

La deuda emitida por ARCO tiene vencimiento en 2016 y 2023 y es de USD 726 millones. Un 65% de ella esta emitida en USD y el resto en Reales. En una conferencia, la empresa anunció que se siente a gusto tanto con el ratio de deuda como con la distribución de moneda elegida. A partir de ello, se supuso para proyectar el flujo de fondos que las amortizaciones de deuda se pagarán emitiendo nueva deuda, en la misma moneda y con el mismo cupón. Los intereses, sin embargo, son pagados sin emisión.

Información del Principal / Cupon		
Día de Maduración	13/07/16	100
Moneda Principal / Cupón		BRL (BRL) / USD (BRL)
Monto en calle	675.000.000	BRL
Tipo de cupon		Fijo
Frecuencia del cupon		Semianual
Proxima fecha de pago		13/01/15
Primer y ultimo Cupón	13/01/12	13/01/16
Cupon Irregular		No
indexado por Inflación		No
Tasa Flotante		No

Información del Principal / Cupon				
Día de maduración / proximo llamado	27-Sep-2023	100	--	--
Moneda Principal / Cupon				USD / USD
Monto en calle		473.225.000		USD
Tipo de cupón				Fixed:Plain Vanilla Fixed Coupon
Frecuencia de Cupon				Semiannually
Próxima fecha de pago		6,62500		27-Mar-2015
Primer y ultimo Cupón	27-Sep-2013		27-Mar-2014	27-Mar-2023
Cupon Irregular				None
Indexado por inflación				No
Opción				SI
Tasa Flotante				No

## Valuación

Tal como se ha expresado a lo largo del trabajo, la valuación fue realizada por regiones. Así, se determinó los distintos costos de equity, y se estimaron diferentes valores terminales por región en función de las perspectivas por zona y el desenvolvimiento proyectado de los indicadores. A partir de allí, se han calculado los diferentes FCF por región.

Indicador	Brasil	Caribe	NOLAD	SLAD	Ahorro Fisca	Corporativos
Tasa de costo de Equity	9,3%	18,6%	8,8%	19,9%	7,8%	7,7%
Tasa de valor Terminal	5,5%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	3,0%

Reconocido por los directivos de la empresa, Brasil ha sido, es y será el motor dinamizador de la firma. Si la región no funciona, Arcos Dorados tampoco.

Brasil	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Valor Terminal
EBIT	203,83	233,11	253,87	270,54	303,03	
Impuestos	-67,52	-75,64	-80,68	-84,28	-93,23	
Dep y amort	56,10	54,54	54,07	52,89	51,34	
Inversión de Capital	-106,65	-129,55	-128,23	-129,96	-133,61	
Δ Capital de trabajo	-38,79	9,58	9,59	10,54	9,26	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>46,97</b>	<b>92,04</b>	<b>108,62</b>	<b>119,73</b>	<b>136,80</b>	<b>4125,21</b>
<b>Valor Presente Neto del FCF</b>	<b>3016,04</b>	<b>42,96</b>	<b>77,01</b>	<b>83,13</b>	<b>83,82</b>	<b>87,60</b>

La región Caribe, es la única que no muestra un FCF proyectado positivo. Los problemas con la inflación, tipo de cambio y políticas gubernamentales de Venezuela se estima que continuarán dañando a la región, contrarrestando los efectos positivos que pudieran provenir del resto de los países.

Caribe	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Valor Terminal
EBIT	-31,57	-36,84	-36,69	-32,89	-17,77	
Impuestos	13,24	9,50	11,69	12,45	12,28	
Dep y amort	28,57	26,95	26,65	26,48	26,08	
Inversión de Capital	-42,71	-62,94	-70,10	-72,10	-86,80	
Δ Capital de trabajo	-14,87	4,29	4,86	5,80	5,46	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-47,33</b>	<b>-59,04</b>	<b>-63,60</b>	<b>-60,25</b>	<b>-60,75</b>	<b>-443,71</b>
<b>Valor Presente Neto del FCF</b>	<b>-365,97</b>	<b>-39,92</b>	<b>-42,01</b>	<b>-38,16</b>	<b>-30,50</b>	<b>-25,94</b>

La región NOLAD, fuertemente influida por México, se encuentra en período de recuperación, a partir del intento de mejorar la imagen y el ratio de locales operados por la empresa frente a los franquiciados.

NOLAD	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Valor Terminal
EBIT	-9,01	31,73	34,96	37,67	43,85	
Impuestos	3,37	-8,04	-8,30	-8,51	-9,73	
Dep y amort	25,28	23,53	22,61	20,87	19,62	
Inversión de Capital	-33,41	-44,83	-32,72	-39,48	-40,82	
Δ Capital de trabajo	-8,04	2,03	2,01	2,20	1,95	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-21,82</b>	<b>4,42</b>	<b>18,56</b>	<b>12,76</b>	<b>14,87</b>	<b>288,82</b>
<b>Valor Presente Neto del FCF</b>	<b>206,69</b>	<b>-20,06</b>	<b>3,73</b>	<b>14,42</b>	<b>9,12</b>	<b>9,77</b>

Finalmente, la región SLAD, se estima que mantendrá una buena performance a pesar de la reducción en la tasa de inversión para los próximos períodos, a causa del ruido político y económico en Argentina.

SLAD	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Valor Terminal
EBIT	77,24	101,67	118,48	132,99	155,23	
Impuestos	-22,47	-29,11	-33,31	-36,69	-42,30	
Dep y amort	23,08	22,49	23,37	24,24	24,74	
Inversión de Capital	-44,64	-69,78	-78,78	-81,70	-82,82	
Δ Capital de trabajo	-18,39	4,85	5,01	5,64	5,01	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>14,82</b>	<b>30,12</b>	<b>34,76</b>	<b>44,49</b>	<b>59,86</b>	<b>469,01</b>
<b>Valor Presente Neto del FCF</b>	<b>288,26</b>	<b>12,36</b>	<b>20,95</b>	<b>20,16</b>	<b>21,51</b>	<b>189,14</b>

Así, el Valor Presente Neto de las cuatro regiones en conjunto, ascendería a USD 3.145,02 millones. Pero a ello hay que descontarle el valor presente de los gastos corporativos y demás gastos, así como adicionarle el valor presente del ahorro impositivo provisto por el escudo fiscal.

Corporativos y Otros	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Valor Terminal
EBIT	-64,88	-75,81	-88,42	-101,29	-114,09	
Impuestos	21,41	24,25	28,11	32,12	35,95	
Dep y amort	-16,75	-13,84	-11,41	-9,39	-7,71	
Inversión de Capital	-2,49	-2,57	-2,70	-2,82	-2,92	
Δ Capital de trabajo						
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-62,70</b>	<b>-67,97</b>	<b>-74,42</b>	<b>-81,39</b>	<b>-88,77</b>	<b>-2087,49</b>
<b>Valor Presente Neto del FCF</b>	<b>-1737,40</b>	<b>-58,21</b>	<b>-58,58</b>	<b>-60,45</b>	<b>-61,21</b>	<b>-1439,41</b>
<b>Escudo Fiscal (EF)</b>	<b>18,734</b>	<b>17,711</b>	<b>17,128</b>	<b>16,651</b>	<b>16,119</b>	<b>474,74</b>
<b>Valor presente Neto del EF</b>	<b>395,69</b>	<b>17,38</b>	<b>15,24</b>	<b>13,67</b>	<b>11,07</b>	<b>326,01</b>

Componiendo así las distintas regiones y costos, y descontando el valor de la deuda, se exponen los resultados de la valuación.

Total VPN	1803,31
Deuda Neta	-587,76
<b>Valor de la Empresa</b>	<b>1215,55</b>

**Precio de la empresa:** Se ha estimado que el precio de la empresa es de USD 1215.55 millones. Brasil, como se ha destacado anteriormente, ofrece el mayor VPN. Así mismo, puede destacarse la importancia del escudo impositivo en la valuación, siendo que representa el 22% del valor total.

Este valor responde a un precio por acción de USD 5,79.

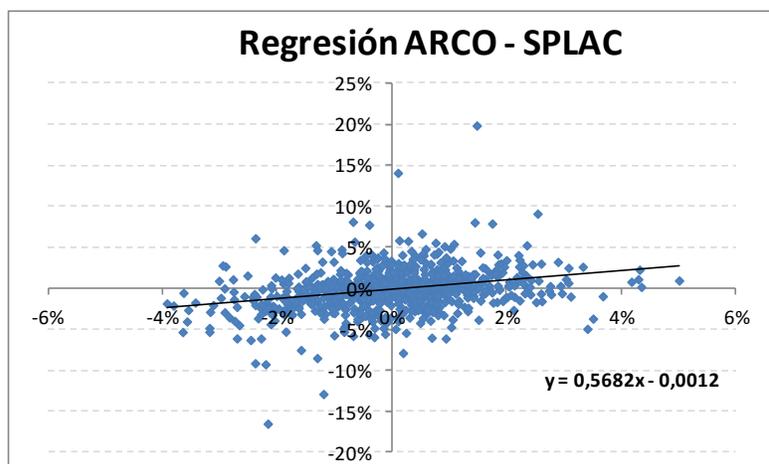
## Valuaciones a partir del cálculo de costos de equity alternativos

El objetivo de este apartado es buscar un valor alternativo para la empresa a partir de un índice latinoamericano. Esto nos permitirá utilizar la serie de precios las acciones de Arcos Dorados en lugar de McDonald's ya que la primera es la que opera en América Latina.

Índice S&P 40 LatAm (SPLAC): Incluye las 40 compañías líderes que capturan aproximadamente el 70% de la capitalización de mercado total de la región. Para formar parte del índice, estas empresas deben estar bien establecidas, tener ingresos estables y valores sin grandes fluctuaciones. Los componentes se eligen entre los cinco mercados latinoamericanos principales: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

País	Empresas	Capitalización (MM USD)	Participación
Brasil	17	211.966	42%
Mexico	8	147.775	30%
Chile	10	83.801	17%
Peru	3	35.318	7%
Colombia	2	21.320	4%
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>500.180</b>	<b>100%</b>

El cálculo del Beta entre la empresa y el índice para 815 observaciones diarias fue de 0,57. En este caso, se mantuvo además la prima por riesgo utilizada en el modelo original ya que el presente índice comenzó a cotizar el 4 de marzo de 2011.



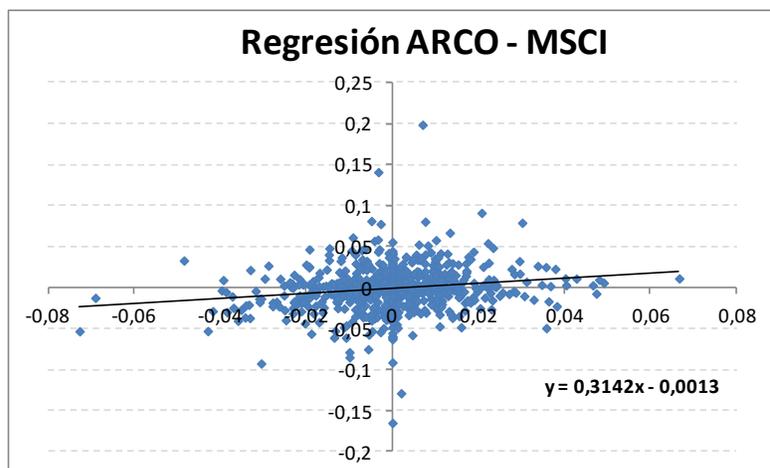
Así, este beta arroja un valor para la empresa de USD 2.553,17 millones.

Bajo la misma premisa, se emparejó a la empresa Arcos Dorados con el indicador MSCI LatAm, a la vez que se obtuvo una prima por riesgo a partir de la diferencia entre el rendimiento histórico del índice y la tasa libre de riesgo (4,30%).

El índice MSCI Emerging Markets de América Latina está formado por empresas de representación grande y mediana a lo largo de 5 países emergentes en América Latina. El índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil de cada país.

País	Capitalización (MM USD)	Participación
Brasil	200.738	47%
Mexico	157.273	37%
Chile	42.172	10%
Peru	17.963	4%
Colombia	12.622	3%
<b>Total</b>	<b>430.768</b>	<b>100%</b>

El Beta en este caso es de 0,31. El valor de la empresa aplicando el nuevo Beta sería ampliamente negativo, fuertemente distorsionado a partir de los valores terminales obtenidos por región. El motivo es que las tasas de costo de equity quedarían por encima de las tasas de crecimiento terminal proyectado a partir del año 2019.



### Valuación por múltiplos

Para complementar el análisis del APT se ha realizado un análisis de múltiplos. Así, se presenta un cuadro resumen de los datos más importantes de la empresa y sus competidores.

Empresa	Ventas (MM USD)	Margen sobre EBITDA	Margen de EBIT	Deuda de LP /EV	EV / EBITDA	P / E
Yum! Brands	13.279	24,2%	18,60%	8,9	10,61	36,41
McDonalds Corp.	27.441	34,9%	29%	14,53	11,11	20,29
Dunkin Brands Group	749	49,6%	43,50%	29,99	16,8	28,81
Burger King	1.146	57,8%	50,30%	28,72	27,75	71,18
Chipotle Mexican Grill	4.108	20,2%	17,50%	0	23,14	45,38
Wendys	2.061	19,1%	11,30%	31,38	12,69	32,42
Brazil Fast Food Corp	113	15,1%	12,10%	4,29	8,6	16,74
Domino's Pizza Inc	1.994	19,1%	17,30%	22,42	18,54	34,94
<b>Promedio</b>					<b>16,16</b>	<b>35,77</b>
ARCO.K	3.651	5,1%	1,90%	42,06	9,38	52,93

Una ventaja del EV / EBITDA es que se neutraliza los efectos de deuda sobre el capital (indicador de estructura neutral), por lo tanto, se puede utilizar para comparar las compañías directamente con los diferentes niveles de la deuda. Desde el inicio de su cotización en NYSE, el indicador de ARCO se ha mantenido muy por encima de sus pares, mostrando la sobrevaloración de las acciones. Sin embargo, el último tiempo se redujo fuertemente quedando actualmente por debajo. Así, hoy el mercado considera un EV/EBITDA de la empresa de 9,38x frente a un promedio de sus pares de 16,16x.

		Sensibilidad				
		Multiplo EV / EBITDA				
		8,00	8,50	9,00	9,50	10,00
EBITDA (2014)	160	1280	1360	1440	1520	1600
	170	1360	1445	1530	1615	1700
	180	1440	1530	1620	1710	1800
	190	1520	1615	1710	1805	1900
	200	1600	1700	1800	1900	2000
	210	1680	1785	1890	1995	2100
	220	1760	1870	1980	2090	2200

Total VPN	1723,11
Deuda Neta	-587,76
<b>Equity</b>	<b>1135,34</b>

El valor de la empresa será de \$ 1.135,34 millones de dólares, y si lo dividimos por la cantidad de acciones actuales nos da un valor de la acción de USD 5,41.

## 6. Riesgos

A pesar del buen ritmo de crecimiento, incluyendo una alta tasa de apertura de tiendas, alto conocimiento de la marca en la región y una clase media en crecimiento constante, Arcos Dorados tiene ciertos riesgos que podrían afectar el desarrollo de la empresa en un futuro próximo. Es importante hacer hincapié en el hecho de que a pesar de que algunos riesgos pueden estar directamente relacionados con la gestión de la propia empresa, otros son inherentes al entorno económico y político latinoamericano. A continuación, se destacan los principales factores que podrían dificultar en el corto plazo el accionar de la empresa:

- 1) **Alta dependencia de McDonald's Corporation:** Debido al innegable dominio de la marca en el mundo, el franquiciador tiene más grados de libertad para exigir a Arcos Dorados el cumplimiento de estrictos requerimientos de calidad y de altas tarifas y regalías. La empresa está obligada a aceptar la letra pequeña que incluye poseer y operar al menos el 50% de todos los restaurantes en el territorio y una carta de crédito de USD 80.000.000 para garantizar el pago de las regalías. Además, hay una tasa estipulada de inversión y de apertura de locales que deben ser respetados de acuerdo con un esquema determinado. En caso que se diera un incumplimiento sustancial del MFA, McDonald's tiene el derecho a adquirir la totalidad o una parte de la empresa, razón por la cual el rango de acción de ARCO es limitado. De este modo, a pesar de que el contrato expira en 2027 - con una opción de renovación 10 años – el desempeño de ARCO se encuentra bajo un estricto control de McDonald's cada año, que puede decidir sobre la mayoría de temas relevantes de la compañía.
- 2) **Corporación dirigida por un solo hombre:** Woods Staton, CEO y presidente de ARCO, controla la compañía ya que posee un 76% del derecho de voto y es dueño además del 40% de las acciones de la compañía. Pese a que su competencia es innegable, el hecho de que posea tanta responsabilidad debe ser mencionado. Además, esta concentración de la propiedad de acciones podría afectar negativamente a las acciones clase A, ya que a menudo se percibe como desventajoso para la firma que el accionista y el controlador sean la misma persona. En el MFA existen cláusulas específicas que estipulan el

número mínimo de acciones que Staton debe mantener en todo momento (51%) y un plan de acción potencial dada su incapacidad para el trabajo o la muerte eventual. Si se ha producido la muerte o incapacidad permanente, McDonald tiene el derecho de adquirir las acciones no públicas. Sin embargo, es importante tener en cuenta que por debajo de Woods Staton hay un grupo de personas altamente calificadas y con experiencia que podían manejar las tareas de manera competente.

- 3) **Riesgos operacionales:** La gran expansión reciente de ARCO ha seguido la relación 75-25% con respecto a Locales operados / Sub-franquiados. Aunque los restaurantes operados por la compañía son más rentables, también es cierto que exigen más atención que los sub-franquiados. Así, este mayor involucramiento implica mayor volatilidad ante cambios en la industria.
- 4) **Inflación:** Aunque ARCO ha transmitido de manera exitosa a precios el incremento en los costos del trabajo y de la materia prima, siguen existiendo riesgos de cara al futuro, especialmente en Argentina y Venezuela.
- 5) **Concentración:** Más de 2/3 de EBITDA de la compañía se genera en Brasil. La compañía está significativamente expuesta a las condiciones que rigen el entorno de consumo en este país, lo que constituye un riesgo importante. Actualmente, con el país en crisis, este riesgo se maximiza.
- 6) **México:** Las operaciones mexicanas se han complicado en los últimos años, principalmente a partir de la indisciplina de los franquiciadores, por lo que se está llevando adelante un plan de cambio estratégico (al que McDonald's está contribuyendo directamente); de este modo, se suman los riesgos de ejecución y de reposicionamiento de la marca.
- 7) **Riesgo Global:** Se estima que el 13% y el 20% de los ingresos operativos proviene de Venezuela y Argentina, respectivamente. Políticas económicas y restricciones de FX en ambos mercados pueden limitar el margen de maniobra operativo de Arcos Dorados. Ambos países han llevado a cabo nacionalizaciones en los últimos años y, aunque no se prevé una nacionalización de restaurantes de servicio rápido (QSR), la exposición al riesgo global se mantiene.

- 8) **Incertidumbre en la situación de Venezuela:** Venezuela solía ser una de las operaciones de McDonald's más rentable de América Latina, representando el 30% del EBITDA de Arcos Dorados en 2008, pero dadas las medidas políticas y las barreras económicas implementadas por el país en el último tiempo, este número ha colapsado a un mero 5%. Devaluación de la moneda, las restricciones a las transacciones de divisas y el entorno empresarial adverso ha llevado a muchas marcas internacionales a abandonar el país, dado los impedimentos para pagar dividendos o regalías en el extranjero. Un hecho que agrava la situación de Venezuela es que la gran mayoría de los insumos son importados. La estrategia de la empresa, sin embargo, tiene que ver con mantener los activos existentes en Venezuela, sin profundizar en la inversión y crecimiento de la zona, aunque tampoco esta dispuesta a abandonar el país.
- 9) **La volatilidad de FX:** La compañía opera en 20 países y territorios diferentes, pero la información financiera se traduce a dólares. Así, variables como ingresos, costos y ganancias que están denominadas en moneda local, se ven afectadas por las fluctuaciones continuas de las diferentes monedas. Dada la preponderancia de Brasil en la región, las variaciones del Real pueden afectar especialmente los resultados financieros de la empresa. Además, volatilidad en el Peso Mexicano, en el Peso Argentino y en el Bolívar Venezolano añadiría incertidumbre adicional en el corto plazo. Estas cuatro monedas han demostrado volatilidad significativa en el contexto de los mercados globales de divisas.
- 10) **Los precios de los commodities:** ARCO tiene una fuerte dependencia de proveedores y distribuidores para la mayoría de los insumos necesarios para operar. Ellos han tomado el modelo de cadena de suministro centralizado de McDonald's y el 25% de los mayores proveedores representan el 80% de las compras. Sin embargo, como casi todos los acuerdos son tácitos o por vía oral en lugar de por escrito, la posibilidad de tener que hacer frente a la escasez de inventario es latente. Así mismo, las restricciones a la importación también podrían afectar negativamente a las operaciones de ARCO.
- 11) **Expectativas de crecimiento de la empresa:** El crecimiento de las ventas depende de la apertura de nuevos restaurantes, que a la vez depende de la disponibilidad para localizarse en lugares deseables, en proveedores confiables,

formación de nuevo personal y la negociación de los términos del arrendamiento aceptables. Asimismo, el crecimiento en las ventas en los restaurantes (SSS) podría complicarse por las condiciones macroeconómicas, y el crecimiento en los costos de los restaurantes (por ejemplo, alimentos y papel, trabajo, ocupación), los cuales podrían ser desfavorablemente afectados por las presiones inflacionarias.

- 12) **Crecimiento del PIB de mercados emergentes:** Mientras las primeras predicciones auguraban altas tasas de crecimiento del PIB en la región, análisis recientes confirman un ritmo de crecimiento sería más lento de lo esperado.
- 13) **Riesgo potencial de la plana directiva:** La reciente salida del presidente de SLAD, José Fernández, podría implicar un agotamiento general en las primeras planas directivas que podría llevar a otras eventuales pérdidas relevantes.



## 7. Análisis de Sensibilidad

- Costo de equity y Tasa de Crecimiento Terminal

El presente análisis busca determinar precios alternativos de la empresa para la distinta combinación de los principales valores que se han supuesto en el modelo de APV. De este modo, se han sensibilizado el costo del equity y la tasa de crecimiento terminal para Brasil, para la zona SLAD y para los Costos corporativos, siendo estas las principales áreas de determinación de valor de la empresa.

### Brasil

		Sensibilidad					
		Tasa de crecimiento terminal - Brasil					
		1215,5	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
Costo del equity - Brasil	8,1%	1496,0	1981,2	2653,0	3644,7	5256,1	
	8,4%	1239,2	1644,2	2188,8	2960,3	4137,9	
	8,7%	1019,0	1361,7	1811,5	2427,9	3324,4	
	9,0%	828,1	1121,6	1498,8	2001,8	2706,0	
	9,3%	661,0	914,8	1235,4	1653,1	2220,0	
	9,6%	513,5	735,0	1010,5	1362,5	1828,0	
	9,9%	382,4	577,1	816,1	1116,4	1505,0	

Del cuadro se desprende que pequeñas variaciones en las variables elegidas generan grandes cambios en el precio de la empresa. Esta conclusión es esperable debido a que, acorde a lo expuesto a lo largo del trabajo, Brasil es el motor dinamizador de la empresa. Así, en un espacio de 2% para el costo del equity (de 8,1% a 9,9%) y de 2% para el valor terminal (de 4,5% a 6,5%), el rango de precio de la empresa fluctúa entre USD 382,4 millones y USD 5.256,1 millones.

**SLAD**

		Sensibilidad				
		Tasa de crecimiento terminal - SLAD				
Costo del equity - SLAD	1215,5	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5%
	17,9%	1246,2	1254,7	1263,8	1273,6	1284,2
	18,4%	1234,3	1242,2	1250,6	1259,6	1269,3
	18,9%	1223,2	1230,5	1238,2	1246,5	1255,4
	19,4%	1212,8	1219,5	1226,7	1234,4	1242,6
	19,9%	1203,0	1209,3	1215,9	1223,0	1230,6
	20,4%	1193,8	1199,6	1205,8	1212,4	1219,4
	20,9%	1185,0	1190,5	1196,2	1202,4	1208,9

El cuadro muestra que las variaciones en el precio son menores a las de la zona Brasil, moviéndose en un rango entre USD 1185 millones y USD 1284,2 millones según las tasas que se tomen para el costo del equity y la tasa de crecimiento terminal.

**Costos corporativos y otros – Escudo Impositivo**

		Sensibilidad				
		Tasa de crecimiento terminal - Gs. Corporativos				
C. de equity - Gs. Corp.	1215,5	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	5,7%	676,9	359,4	-75,5	-708,3	-1713,2
	6,2%	947,1	708,6	395,7	-33,2	-657,0
	6,7%	1160,0	974,9	739,8	431,2	8,3
	7,2%	1332,1	1184,7	1002,2	770,3	466,1
	7,7%	1474,2	1354,3	1208,9	1029,0	800,3
	8,2%	1593,5	1494,3	1376,1	1232,7	1055,2
	8,7%	1695,0	1611,9	1514,1	1397,5	1256,1

		Sensibilidad				
		Tasa de crecimiento terminal - E.I.				
Costo de Equity - E.I.	1215,5	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
	6,9%	1266,9	1333,8	1428,6	1573,3	1821,3
	7,2%	1232,1	1287,3	1363,0	1473,2	1648,1
	7,5%	1202,4	1248,7	1310,5	1397,0	1526,8
	7,8%	1176,8	1216,2	1267,5	1337,1	1437,0
	8,1%	1154,6	1188,4	1231,7	1288,8	1368,0
	8,4%	1135,1	1164,4	1201,3	1249,0	1313,2
	8,7%	1117,8	1143,4	1175,2	1215,6	1268,6

El rango de variación de precio de la empresa en los costos corporativos es también menor al de Brasil, aunque no por eso deja de ser importante. Observamos que una tasa de crecimiento terminal para los costos mayor al 3% (con los parámetros establecidos para la valuación) podría llegar a determinar el cierre de la empresa.

El escudo impositivo, por su parte, muestra ser una parte fundamental de la valuación. Este es, después de Brasil, el área más importante de determinación del precio de la empresa.

- **Variaciones del tipo de Cambio – Real brasilero**

El presente análisis busca determinar precios alternativos de la empresa a partir de la sensibilización del tipo de cambio. Para ello, se ha sensibilizado el tipo de cambio de Brasil, siendo esta la principal variable monetaria que impacta en el valor de la empresa.

El shock se aplicó desde primer año de la estimación, manteniéndolo a lo largo de la serie.

Escenarios de tipo de cambio - Real Brasileiro						
Año	Depreciación*		Base	Apreciación**		
	10%	5%		-5%	-10%	
2015	3,63	3,47	3,30	3,14	2,97	
2016	4,04	3,86	3,68	3,49	3,31	
2017	4,38	4,18	3,98	3,78	3,58	
2018	4,69	4,48	4,27	4,05	3,84	
2019	5,05	4,82	4,59	4,36	4,14	
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>837</b>	<b>1017</b>	<b>1216</b>	<b>1435</b>	<b>1678</b>	

\* El Real se debilita frente al dólar

\*\* El Real se fortalece frente al dólar

Así, un fortalecimiento del valor del real frente al dólar de 10% en las proyecciones generaría un incremento en el valor de la empresa de USD 463 millones mientras y una depreciación de igual magnitud de la divisa brasilera implicaría una caída en el valor de la empresa de USD 379 millones.

## 8. Anexos

### Cuenta de Resultados

Income Statement Data	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sales by Company - Operated Restaurant	2.480,90	2.536,66	2.894,47	3.504,13	3.634,37	3.859,88
Revenue from franchised restaurant	125,95	128,82	123,65	153,52	163,02	173,43
<b>Total Revenues</b>	<b>2.606,84</b>	<b>2.665,48</b>	<b>3.018,12</b>	<b>3.657,65</b>	<b>3.797,39</b>	<b>4.033,31</b>
Company-operatd restaurant expenses						
Food and paper	-902,31	-929,72	-1.023,46	-1.216,14	-1.269,25	-1.350,52
Payroll and Employee Benefits	-461,60	-491,21	-569,18	-701,38	-753,16	-814,11
Occupancy and Other Operating Expenses	-647,15	-667,44	-765,88	-918,20	-984,10	-1.055,19
Royalty Fees	-118,98	-121,90	-141,06	-170,48	-180,58	-188,89
Franchised restaurants- Occupancy Expenses	-42,42	-42,33	-37,83	-51,60	-56,06	-63,27
General and Administrative expenses	-186,10	-189,51	-254,16	-334,91	-314,61	-317,70
Other Operating Expenses	-26,10	-16,56	-22,46	-14,67	-3,26	-15,07
<b>Total Operating costs and expenses</b>	<b>-2.384,65</b>	<b>-2.458,67</b>	<b>-2.814,04</b>	<b>-3.407,38</b>	<b>-3.561,02</b>	<b>-3.804,75</b>
<b>Operating Income</b>	<b>222,19</b>	<b>206,81</b>	<b>204,09</b>	<b>250,27</b>	<b>236,38</b>	<b>228,57</b>
Net interest expense	-26,272	-52,473	-41,613	-60,75	-54,25	-83,71
Loss from derivate instruments	-2,62	-39,935	-32,809	-9,24	-0,89	-4,14
Foreing currency exchange	-74,884	-14,098	3,237	-23,93	-18,42	-38,78
Other Non operating	-1,934	-1,24	-23,63	3,56	-2,12	-0,85
<b>Income before income taxes</b>	<b>116,48</b>	<b>99,06</b>	<b>109,27</b>	<b>159,92</b>	<b>160,70</b>	<b>101,08</b>
Income Tax	-12,067	-18,709	-3,45	-44,60	-46,38	-42,72
<b>Net Income</b>	<b>104,42</b>	<b>80,35</b>	<b>105,82</b>	<b>115,32</b>	<b>114,33</b>	<b>58,36</b>
Minority Interest	-0,57	-0,48	-0,39	-0,27	-0,26	-0,02
<b>Net Income Attributable to ARCO</b>	<b>104,42</b>	<b>80,35</b>	<b>105,82</b>	<b>115,05</b>	<b>114,07</b>	<b>58,34</b>

Income Statement Data	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Sales by Company - Operated Restaurant	3.503,42	4.062,42	4.723,88	5.530,58	6.417,43	7.342,63
Revenue from franchised restaurant	147,65	182,63	203,73	238,54	264,66	301,69
<b>Total Revenues</b>	<b>3.651,07</b>	<b>4.245,05</b>	<b>4.927,61</b>	<b>5.769,12</b>	<b>6.682,10</b>	<b>7.644,32</b>
Company-operatd restaurant expenses						
Food and paper	-1.243,91	-1.444,43	-1.671,75	-1.959,65	-2.270,03	-2.590,53
Payroll and Employee Benefits	-734,09	-846,56	-978,27	-1.143,52	-1.325,07	-1.513,09
Occupancy and Other Operating Expenses	-997,07	-1.120,22	-1.293,66	-1.504,30	-1.739,45	-1.984,50
Royalty Fees	-173,66	-193,55	-233,98	-304,18	-385,05	-440,56
Franchised restaurants- Occupancy Expenses	-63,94	-80,71	-89,79	-104,67	-116,04	-131,68
General and Administrative expenses	-272,07	-315,60	-365,19	-426,81	-493,01	-562,42
Other Operating Expenses	-95,48	-77,06	-57,13	-67,59	-77,99	-88,43
<b>Total Operating costs and expenses</b>	<b>-3.580,21</b>	<b>-4.078,15</b>	<b>-4.689,77</b>	<b>-5.510,73</b>	<b>-6.406,64</b>	<b>-7.311,20</b>
<b>Operating Income</b>	<b>70,86</b>	<b>166,91</b>	<b>237,85</b>	<b>258,39</b>	<b>275,45</b>	<b>333,12</b>
Net interest expense	-72,75	-55,27	-52,85	-51,20	-49,88	-48,55
Loss from derivate instruments	-0,69	-11,26	-11,26	-11,26	-11,26	-11,26
Foreing currency exchange	-74,12	-18,66	-12,52	-1,48	3,68	6,07
Other Non operating	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Income before income taxes</b>	<b>-76,55</b>	<b>81,71</b>	<b>161,21</b>	<b>194,46</b>	<b>218,00</b>	<b>279,38</b>
Income Tax	-26,43	-27,59	-53,35	-64,12	-71,58	-90,93
<b>Net Income</b>	<b>-102,98</b>	<b>54,12</b>	<b>107,86</b>	<b>130,33</b>	<b>146,42</b>	<b>188,45</b>
Minority Interest	-6,35	-0,02	-0,03	-0,04	-0,05	-0,06
<b>Net Income Attributable to ARCO</b>	<b>-109,33</b>	<b>54,10</b>	<b>107,83</b>	<b>130,29</b>	<b>146,37</b>	<b>188,40</b>

## Hoja de Balance

Balance Sheet	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Current assets</b>					810,72
Cash and cash equivalents	167,98	208,10	176,30	184,85	175,65
Account and notes receivable		79,82	93,86	105,02	110,70
Inventories		66,43	50,73	54,82	105,42
Other current assets		198,00	267,72	256,80	274,73
<b>Total Current assets</b>	<b>394,011</b>	<b>552,36</b>	<b>588,61</b>	<b>601,50</b>	<b>666,45</b>
<b>Non-current assets</b>					
Property and equipment, net	785,86	911,73	1023,18	1176,35	1244,31
Net intangible assets and goodwill	37,40	47,26	58,42	67,27	70,38
Deferred income taxes	145,78	190,76	142,85	133,71	97,68
Other non-current assets	119,89	82,15	62,34	70,34	101,44
<b>Total non-Current assets</b>	<b>1088,94</b>	<b>1231,91</b>	<b>1286,79</b>	<b>1447,67</b>	<b>1513,81</b>
<b>Total assets</b>	<b>1482,95</b>	<b>1784,27</b>	<b>1875,41</b>	<b>2049,16</b>	<b>2180,26</b>
LIABILITIES AND EQUITY					
<b>Current liabilities</b>					
Accounts payable + Royalty Fee		233,52	239,94	273,64	341,72
Taxes payable		124,68	138,99	125,71	137,49
Accrued payroll and other liabilities		211,23	146,72	150,69	141,97
Interest payable		8,44	16,03	21,57	21,90
Financial debt		57,91	5,65	6,15	14,32
Others (provision for contingencies)		-30,63	41,96	0,51	1,75
<b>Total current liabilities</b>	<b>396,81</b>	<b>605,15</b>	<b>589,29</b>	<b>578,27</b>	<b>659,16</b>
<b>Non-current liabilities</b>					
Accrued payroll and other liabilities			52,07	40,12	35,45
Financial debt	454,46	451,42	525,95	655,37	771,17
Others			28,47	29,10	19,19
<b>Total Non-current liabilities</b>	<b>632,09</b>	<b>629,92</b>	<b>606,49</b>	<b>724,58</b>	<b>825,80</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>1028,90</b>	<b>1235,07</b>	<b>1195,78</b>	<b>1302,85</b>	<b>1484,96</b>
<b>Total equity</b>	<b>454,05</b>	<b>549,20</b>	<b>679,63</b>	<b>746,31</b>	<b>695,30</b>
Non-controlling interests in subsidiaries			-1,01	-1,17	-0,76
<b>Total equity Attributable to ARCO</b>			<b>678,62</b>	<b>745,14</b>	<b>694,54</b>

<b>Balance Sheet</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>Current assets</b>						
Cash and cash equivalents	139,03	62,60	-15,18	-59,36	-86,86	-83,97
Account and notes receivable	83,00	118,63	137,70	161,22	186,73	213,62
Inventories	85,20	87,06	91,60	107,38	124,39	141,95
Other current assets	139,96	297,15	344,93	403,84	467,75	535,10
<b>Total Current assets</b>	<b>447,20</b>	<b>565,44</b>	<b>559,06</b>	<b>613,08</b>	<b>692,01</b>	<b>806,70</b>
<b>Non-current assets</b>						
Property and equipment, net	1116,28	1522,46	1696,35	1864,01	2035,24	2217,36
Net intangible assets and goodwill	57,86	80,13	89,28	98,11	107,12	116,70
Deferred income taxes	75,32	118,86	147,83	173,07	200,46	229,33
Other non-current assets	98,12	144,90	203,71	259,14	327,42	402,52
<b>Total non-Current assets</b>	<b>1347,58</b>	<b>1866,35</b>	<b>2137,17</b>	<b>2394,34</b>	<b>2670,24</b>	<b>2965,92</b>
<b>Total assets</b>	<b>1794,78</b>	<b>2431,80</b>	<b>2696,23</b>	<b>3007,42</b>	<b>3362,25</b>	<b>3772,62</b>
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>						
<b>Current liabilities</b>						
Accounts payable + Royalty Fee	238,36	314,96	361,74	425,65	495,27	565,11
Taxes payable	120,76	127,35	147,83	173,07	200,46	229,33
Accrued payroll and other liabilities	112,07	139,16	160,81	187,98	217,82	248,73
Interest payable	20,34	19,37	18,23	17,46	16,84	16,22
Financial debt	49,64	54,61	60,07	66,07	72,68	79,95
Others (provision for contingencies)	0,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
<b>Total current liabilities</b>	<b>542,07</b>	<b>657,45</b>	<b>750,68</b>	<b>872,23</b>	<b>1005,07</b>	<b>1141,33</b>
<b>Non-current liabilities</b>						
Accrued payroll and other liabilities	18,44	17,52	16,64	15,81	15,02	14,27
Financial debt	761,08	706,59	683,01	666,87	654,00	641,05
Others	15,61	19,62	18,14	17,79	18,52	18,15
<b>Total Non-current liabilities</b>	<b>795,13</b>	<b>743,74</b>	<b>717,79</b>	<b>700,47</b>	<b>687,53</b>	<b>673,47</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>1337,19</b>	<b>1401,18</b>	<b>1468,47</b>	<b>1572,69</b>	<b>1692,61</b>	<b>1814,80</b>
<b>Total equity</b>	<b>457,59</b>	<b>1030,61</b>	<b>1227,76</b>	<b>1434,72</b>	<b>1669,64</b>	<b>1957,82</b>
Non-controlling interests in subsidiaries	-0,67	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00
<b>Total equity Attributable to ARCO</b>	<b>456,91</b>	<b>1029,61</b>	<b>1226,76</b>	<b>1433,72</b>	<b>1668,64</b>	<b>1956,82</b>

## 9. Bibliografía

- Myers Stewart C., Allen Franklin, Brealey Richard A. Principios de Finanzas Corporativas – Novena Edición. MCGRAW-HILL. Año 2010
- Guillermo Lopez Dumrauf. Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano. Alfaomega. 2006
- Frank Fabozzi; Franco Modigliani. Mercados e Instituciones Financieras - Primera Edición. Prentice Hall. Año 1996.

### Publicaciones de Organismos Internacionales

- World Economic Outlook (WEO). International Monetary Fund. October 2014.
- World Economic Outlook (WEO). International Monetary Fund. October 2013.
- Brazil. Article IV. International Monetary Fund. October 2013.
- México. Article IV. International Monetary Fund. October 2013.
- Latin American Economic Outlook 2013. SME policies for structural change. OECD.

### Reportes emitidos por Arcos Dorados

- Arcos Dorados Reports, Fourth Quarter 2014 Financial Results.
- Arcos Dorados Reports, Third Quarter 2014 Financial Results.
- Arcos Dorados Reports, Second Quarter 2014 Financial Results.
- Arcos Dorados Reports, First Quarter 2014 Financial Results.
- Arcos Dorados Reports, Fourth Quarter & Full Year 2013 Financial Results.
- Arcos Dorados 20-F, 2013 Annual Report.
- Arcos Dorados 20-F, 2012 Annual Report.
- Arcos Dorados 20-F, 2011 Annual Report.
- Arcos Dorados Holding Inc., Prospectus.
- Arcos Dorados 2Q2014 Conference Call Presentation.
- Arcos Dorados 1Q2014 Conference Call Presentation.
- Arcos Dorados, Financial News and Information. The transition to the SICAD II.
- Arcos Dorados, Financial News and Information. Dividend Payments.

Reportes sobre Arcos Dorados

- Silveira, Natalia; Reos Christian. Research Arcos Dorados, 2Q 2014. Allaria, Ledesma & Cia. 6/8/2013.
- Zamora, Julio R. Research Arcos Dorados. Citi. 7/5/2014.
- Zamora, Julio R. Research Arcos Dorados. Citi. 11/8/2013.
- Zamora, Julio R. Research Arcos Dorados. Citi. 6/8/2013.
- Zamora, Julio R. Research Arcos Dorados. Citi. 22/7/2013.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Getting to Know Arcos Dorados. ITAU-BBA. Mayo 2014.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Research Arcos Dorados. Brasil. ITAU-BBA. 27/5/2014.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Research Arcos Dorados. Brasil. ITAU-BBA. 23/8/2013.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Research Arcos Dorados. 2Q2013. Brasil. ITAU-BBA. 6/8/2013.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Research Arcos Dorados. Brasil. ITAU-BBA. 23/8/2013.
- Ley, Joaquin; Martha V. Shelton. Research Arcos Dorados. Brasil. ITAU-BBA. 14/2/2013.
- Ivankhoe, John; Gautam, Amod; Ray, Shaurja; Teixeira, Andrea. Arcos Dorados Holding. J.P. Morgan. 7/8/2013.
- Ivankhoe, John; Gautam, Amod; Ray, Shaurja; Teixeira, Andrea. Arcos Dorados Holding. J.P. Morgan. 21/6/2013.
- Ivankhoe, John; Gautam, Amod; Ray, Shaurja; Teixeira, Andrea. Arcos Dorados Holding. J.P. Morgan. 1/5/2013.
- Ivankhoe, John; Gautam, Amod; Ray, Shaurja; Teixeira, Andrea. Arcos Dorados Holding. J.P. Morgan. 8/4/2013.
- Aguilar, Robert; Byun, Melissa; Inui, Nicole; Saraiva, Vinicius. Research Arcos Dorados. BofA - Merrill Lynch. 9/6/2014.

- Aguilar, Robert; Byun, Melissa; Inui, Nicole; Saraiva, Vinicius. Research Arcos Dorados. BofA - Merrill Lynch. 11/5/2014.
- Aguilar, Robert; Byun, Melissa; Inui, Nicole; Saraiva, Vinicius. Research Arcos Dorados. BofA - Merrill Lynch. 6/5/2014.
- Yackulic, Roy; Milne, Anne; Arlant, Alessandro; Zidow, Chad; Casey, Caroline. Research Arcos Dorados. BofA - Merrill Lynch. 11/3/2013.
- Serra, Lore; Glass, John; De Guzman, Jerónimo. Research Arcos Dorados. Morgan Stanley. 6/8/2013.
- Serra, Lore; Glass, John; De Guzman, Jerónimo. Research Arcos Dorados. Morgan Stanley. 20/5/2013.

#### Reportes sobre Brasil

- Ilan Goldfajn. Brazil. Macro Research. Itaú. 24/9/2014.
- Ilan Goldfajn. Brazil. Macro Research. Itaú. 25/9/2014.
- Ilan Goldfajn. Brazil. Macro Research. Itaú. 26/9/2014.
- Brazil. D&B country Riskline Report. Septiembre 2014.
- Texeira, Nilson. Brazil. Credit Suisse. 2/10/2014.
- Texeira, Nilson. Brazil. Credit Suisse. 24/9/2014.
- Texeira, Nilson. Brazil. Credit Suisse. 23/9/2014.
- De Faria, José Carlos. Brazil Economic Update. Deutsche Bank Octubre 2014.

#### Otros reports

- MSCI Emerging Markets Latin American Index (USD). Metodología y composición.
- S&P Latin America 40. Metodología y composición.

#### Sistemas informáticos

- Thomson Reuters Eikon
- Bloomberg