



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación de Arcos Dorados

Autor: Macarena Rocío Graziani

DNI: 40.135.616

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Argentina, 2022

Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene como objetivo la presentación y análisis de la empresa Arcos Dorados para la posterior valuación de su capital accionario. La compañía en cuestión es propietaria de la franquicia de la cadena de restaurantes de comida rápida McDonald' s en más de 20 países de América.

En una primera instancia se realiza una presentación de la empresa, junto con algunos detalles de su crecimiento histórico y la mención del importante acuerdo MFA firmado con McDonald' s para poder operar con la franquicia del mencionado. Luego se detallan las regiones geográficas por las que se divide el análisis de la compañía, incluyendo sus respectivas ganancias, junto con información clave como descripción de productos ofrecidos, estrategias para el crecimiento futuro, estructura organizacional y tipo de acciones.

En una segunda instancia se analiza el tipo de industria y posicionamiento competitivo de la compañía en revisión, para luego realizar un análisis financiero teniendo en consideración los ratios financieros.

Finalmente, se realiza una estimación del valor del capital accionario de Arcos Dorados al 31 de diciembre de 2021 mediante dos Metodologías: Flujo de fondos descontados y el Método de valuación por múltiplos.

Para realizar estas estimaciones se parte de una expectativa de crecimiento alineada con el plan de crecimiento pactado entre McDonald' s y Arcos Dorados. Este implica expectativas de mejora de ventas por aumento de eficiencia y clientela, además de la apertura de nuevos puntos de venta. Adicionalmente se proyectan las mencionadas estimaciones reflejando la continua recuperación del negocio de Arcos Dorados (y de toda la industria) posterior a la crisis por COVID-19. Esto se verá reflejado en el aumento de ventas y márgenes operativos, que alcanzan y se espera superen los niveles prepandemia.

Para la valuación mediante el método de flujos de fondos descontados se estimó para los primeros 5 años los flujos de fondos libres de la firma y el valor terminal para los años subsiguientes. Se proyectaron las ventas aperturadas por segmento geográfico en moneda local, luego se transformaron esos saldos a dólares, se estimó el margen operativo, depreciaciones, inversión de capital y variación de CAPEX. Como tasa de descuento se utilizó el costo promedio ponderado del capital.

Para este método se obtuvo un valor del capital de USD 1.167 millones al 31 de diciembre del 2021 en el escenario base, de USD 1.463 millones en el escenario optimista y de

USD 883 millones en el escenario pesimista. Esto se traduce en un valor por acción de USD 5,39 en el escenario base, y de USD 7,65 y USD 3,21 por acción en escenarios optimista y pesimista respectivamente. El valor base resulta ser inferior al de mercado en la misma fecha, que fue de USD 5, 71. Esto implica que las expectativas de crecimiento, mejora de márgenes y aumento de ventas en las que se basó el escenario base del trabajo fueron menores que las presentes en el mercado. Por su parte, el escenario optimista contó mejores suposiciones que en el escenario base, siendo las expectativas de ventas y márgenes operativos superiores al escenario anterior; esto resultó en un precio por acción mayor que el de mercado. Finalmente, el escenario pesimista se proyectó con menores expectativas de ventas y margen operativo que en el escenario base, y resultó en un precio por acción menor que el mencionado escenario, lo que conlleva a contar con un precio por acción menor que el de mercado.

Por otra parte, para el método de valuación por múltiplos se buscó obtener el valor del capital accionario mediante la comparación con empresas similares de la industria. Para ello se utilizó el múltiplo EV/EBITDA, y se obtuvo como resultado un valor de precio por acción que se encuentra entre USD 8,93 y USD 15,18.



Índice

1. Descripción del Negocio	6
1.1. Descripción de la empresa en análisis.....	6
1.2. Historia de McDonald' s y Arcos Dorados.....	14
1.3. Acuerdo MFA con McDonald' s.....	16
1.4. Clasificación de la Unidades de Negocios por Región Geográfica	18
1.5. Descripción y Clasificación de los Restaurantes.....	22
1.6. Producto.....	28
1.7. Estrategias de Crecimiento futuro.....	30
1.8. Impacto de la inflación	33
1.8.1. Medidas comerciales clave.....	35
1.8.2. Conversión de moneda extranjera.....	36
1.9. Estructura organizacional.....	36
1.10. Composición de la empresa.....	37
1.10.1. Directores	37
1.10.2. Ejecutivos	38
1.10.3. Empleados.....	40
1.11. Acciones	41
2. Análisis de la Industria	42
2.1. Clasificación en industria	42
2.2. Industria restaurantes en Latinoamérica hoy	44
2.3. Relación del crecimiento económico y la industria QSR.....	45
2.4. Aplicaciones de reparto de comida: Un impulso de ventas para la industria	46
2.5. Posicionamiento Competitivo.....	49
2.6. Competencia: empresas nacionales y extranjeras.....	49
2.7. Relación con proveedores y distribuidores externos.....	52
3. Análisis Financiero	54
3.1. Ratios de rentabilidad	54
3.2. Ratios crediticios.....	63

3.3. Ratios de la industria.....	68
3.4. Comparación de índices clave con la competencia.	71
4. Valuación por flujo de fondos descontados	74
4.1. Consideraciones preliminares.....	74
4.2. Flujo de fondos disponible para la firma.....	74
4.2.1. Ventas.....	76
4.2.2. Márgenes operativos:	82
4.2.3. Depreciaciones y amortizaciones	84
4.2.4. Capital de trabajo.....	84
4.2.5. Gastos de capital (inversión por aperturas).....	85
4.3. Tasa de descuento	85
4.3.1. Costo de equity.....	86
4.3.2. Costo de la deuda.....	89
4.4. Resultados obtenidos.....	89
5. Valuación por múltiplos	92
6. Riesgos	96
7. Conclusión	98
8. Bibliografía	99
8.1. Bibliografía Académica	99
8.2. Informes y Reportes emitidos por Arcos Dorados.....	99
8.3. Sitios Web.....	100
9. Anexos	101
9.1. Gráficos de regresión de empresas comparables vs S&P 500 para obtención de Beta	101
9.2. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario base.....	103
9.3. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario optimista	104
9.4. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario pesimista	105

1. Descripción del Negocio

1.1. Descripción de la empresa en análisis

Arcos Dorados Holdings Inc. es la empresa propietaria de la franquicia de la cadena de restaurantes de comida rápida McDonald' s en más de 20 países de América. La mencionada es la franquicia de McDonald' s más grande del mundo en términos de ventas en todo el sistema y cantidad de restaurantes. Arcos Dorados representa el 3,1% de las ventas globales de McDonald' s en 2021, con un total de ventas de USD 2.659 millones, que incluyen los resultados por ventas de locales propios y franquiciados. El resultado final del año fueron USD 45 millones.

Arcos Dorados comercializa productos como hamburguesas, sándwiches, helados, café, entre otros, que son conocidos a nivel mundial. La compañía se caracteriza por enfocarse en sus clientes administrando operaciones a nivel local, incluidas campañas de marketing y ofertas especiales, administración de menús y monitoreo de la satisfacción del cliente, mientras aprovecha su tamaño al realizar funciones administrativas y estratégicas a nivel divisional o corporativo, según corresponda. Se gestiona a través de restaurantes propios y franquiciados.

La franquicia de McDonald' s es actualmente líder de industria en el área operada por Arcos Dorados, contando con una significativa diferencia de cuota de mercado contra sus competidores. El conocimiento de marca y lealtad de consumidores implican activos importantes que determinarían un esfuerzo significativo para competidores en un intento de desplazar a Arcos Dorados del puesto.

La compañía en análisis tiene el derecho exclusivo de poseer, operar y otorgar franquicias de restaurantes McDonald' s en diversos países en América Latina y el Caribe, incluidos Argentina, Aruba, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Curazao, Ecuador, Guayana Francesa, Guadalupe, Martinica, México, Panamá, Perú, Puerto Rico, Trinidad y Tobago, Uruguay, EE. UU. Islas Vírgenes de St. Croixand St. Thomas, y Venezuela.

Al 31 de diciembre de 2021, Arcos Dorados operaba/franquiciaba 2.261 restaurantes de la marca McDonald' s, lo que representó el 6,1 % del total de restaurantes franquiciados de McDonald' s en todo el mundo. En 2021 y 2020, acumularon USD 131,4 millones y USD 111 millones, respectivamente, en regalías para McDonald' s (sin incluir las regalías acumuladas en nombre de sus subfranquiciados).

La relación entre McDonald's y Arcos Dorados está normada a partir de un contrato de franquicia (MFA¹ por sus siglas en inglés) originariamente válido hasta 2027, con una renovación adicional opcional de diez años.

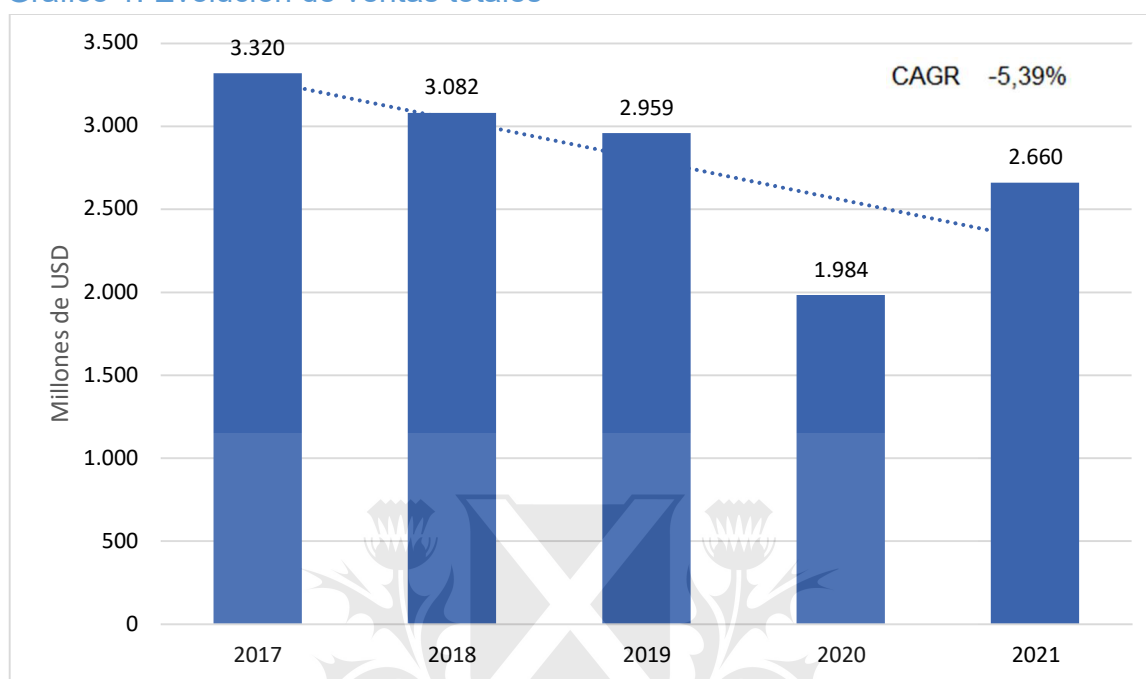
Arcos Dorados está constituida bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas con responsabilidad limitada. Esto es así debido a ciertos beneficios asociados con ser una empresa de las Islas Vírgenes Británicas, como la estabilidad política y económica, un sistema judicial efectivo, un sistema fiscal favorable, la ausencia de control de cambio o restricciones de divisas, y la disponibilidad de servicios profesionales y de apoyo. Sin embargo, las Islas Vírgenes Británicas tienen un cuerpo de leyes de valores menos desarrollado (en comparación con los Estados Unidos) y proporciona protecciones para los inversores en un grado significativamente menor. Además, las empresas de las Islas Vírgenes Británicas pueden no tener legitimación para demandar ante los tribunales federales de los Estados Unidos.

En cuanto a sus ventas, Arcos Dorados generó para el periodo fiscal 2021 un total de USD 2.659 millones, entre ventas de restaurantes propios y resultados obtenidos por franquicias. Un 34% superior a las ventas del periodo 2020, de USD 1.984 millones, que vale la pena aclarar fueron afectadas por la pandemia causada por el COVID-19. Esto reflejó una baja contra el año 2019 del aproximadamente el 33%, donde las ventas fueron de USD 2.959 millones. En 2018 y 2017 las ventas fueron de USD 3.082 millones y USD 3.320 millones respectivamente.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de ventas totales de Arcos Dorados en los últimos 5 años:

¹ Se refiere a un acuerdo entre Arcos Dorados y McDonald's por la franquicia principal ("MFA" por sus siglas en inglés que corresponden a "Master Franchise Agreement") por 20 años. Principalmente se otorga el derecho a poseer y operar, directa o indirectamente, restaurantes franquiciados en cada territorio del contrato; además del derecho y licencia para otorgar subfranquicias en cada territorio del contrato. Referirse al título "Acuerdo MFA con McDonald's" para mayores detalles.

Gráfico 1: Evolución de ventas totales



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2017 al 2021.

En cuanto al CAGR, entre los años 2021 y 2017 fue de -5,39%. Este resultado indica que dentro del periodo analizado se detectaron bajas en las ventas. Las mismas se analizarán a continuación.

En una primera instancia es importante destacar que si bien en 2021 existió un incremento de ventas del 34%, la mayor parte de esa mejora se debe a las medidas más permisivas de circulación social por aperturas posteriores a la pandemia de COVID-19, alcanzando niveles de ventas similares a los prepandemia.

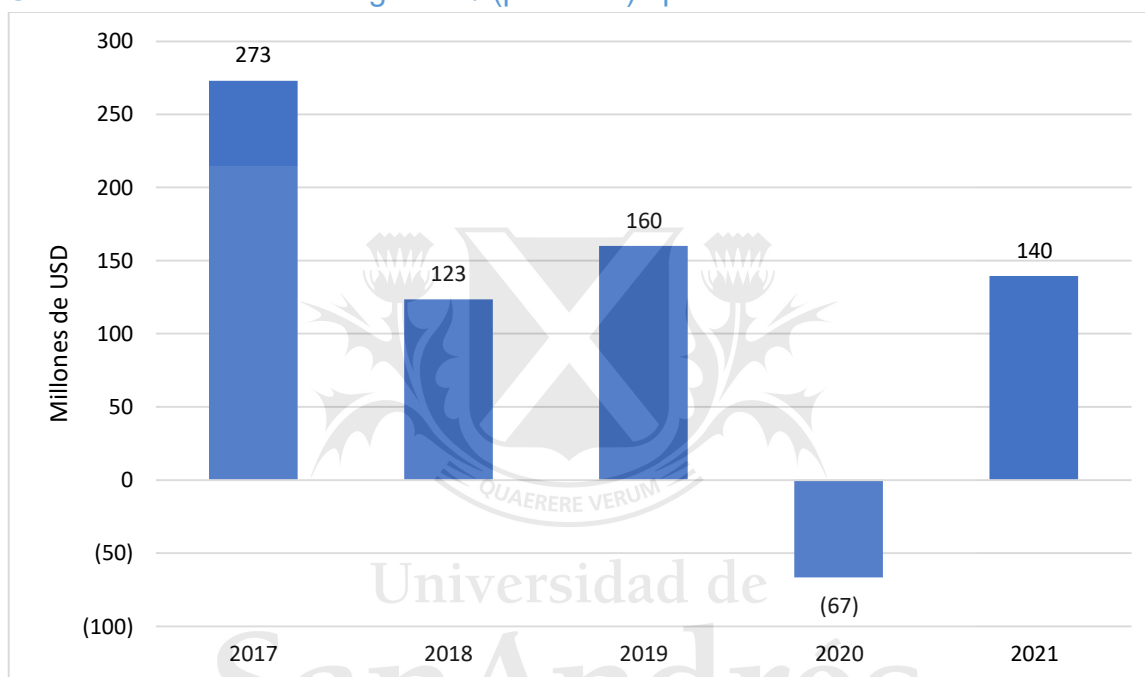
Por su parte, y en gran medida causado por la mencionada disminución de circulación humana en países donde el aislamiento social fue obligatorio producto de la pandemia sufrida por el COVID-19, el año 2020 contó con una caída en ventas de USD 917 millones, o un 32,9% respecto al periodo anterior. A la baja de cantidad de ventas se le sumó la depreciación de varias monedas locales en donde Arcos Dorados posee restaurantes (tanto propios como franquiciados), generando que dicho declive sea más pronunciado. Esto ocurrió principalmente en los segmentos en donde Brasil, Argentina y Venezuela forman parte.

La razón principal de la caída de ventas para los periodos analizados de 2019 y 2018 es la depreciación del peso argentino contra la moneda norteamericana (USD). Sin embargo, es importante mencionar que Arcos Dorados incrementó sus ventas en ese territorio

neutralizando parcialmente el efecto negativo por tipo de cambio. Dichos incrementos para el 2019 y 2018 fueron de 38,7% y 9% respectivamente.

Para continuar con el entendimiento de la empresa es importante analizar lo resultante por ingresos o pérdidas operativas. Estas tuvieron variaciones que no siempre acompañaron la evolución de ventas:

Gráfico 2: Evolución de ingresos / (pérdidas) operativas totales

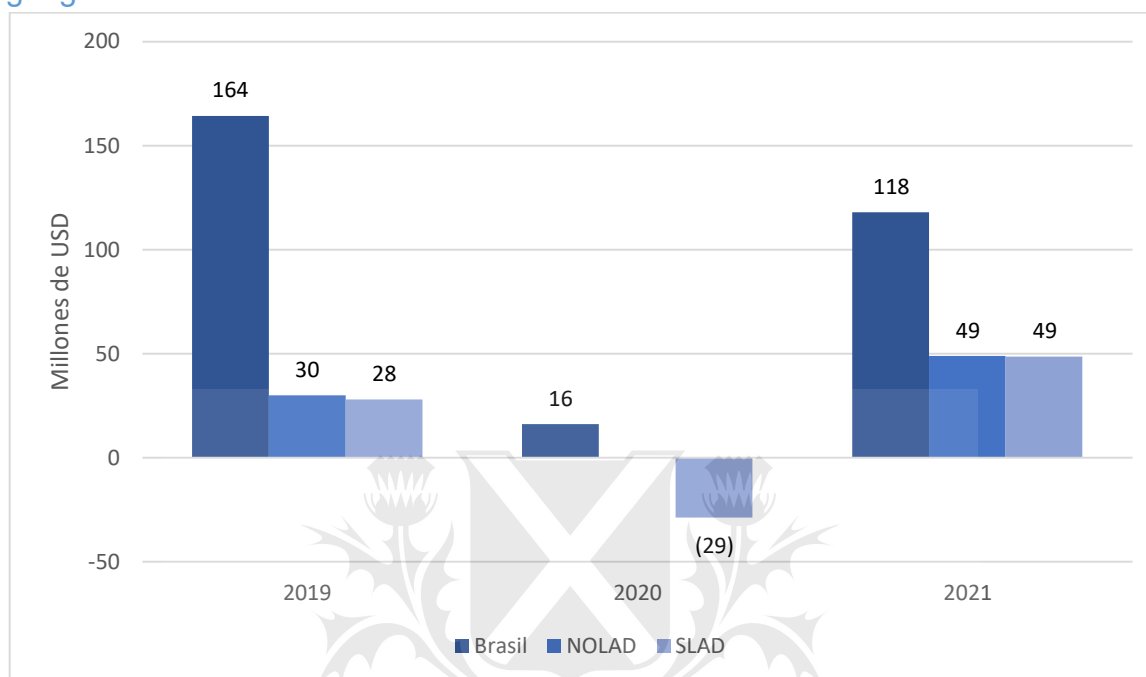


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2017 al 2021.

Por ejemplo, en el periodo de 2018 a 2019, a pesar de que las ventas decrecieron el margen aumentó, dado que la depreciación de las monedas locales disminuyó los egresos operativos (en mayor medida que los ingresos), logrando mejores márgenes.

Para realizar una adecuada comprensión de lo sucedido con los ingresos/ pérdidas operativas se procedió a realizar un análisis aperturado, dado que los resultados de Arcos Dorados son analizados en base a estas diferenciaciones:

Gráfico 3: Evolución de ingresos/ (pérdidas) operativas aperturado por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

La apertura de ingresos y pérdidas operativas se realiza entre segmentos geográficos² (Brasil, NOLAD y SLAD).

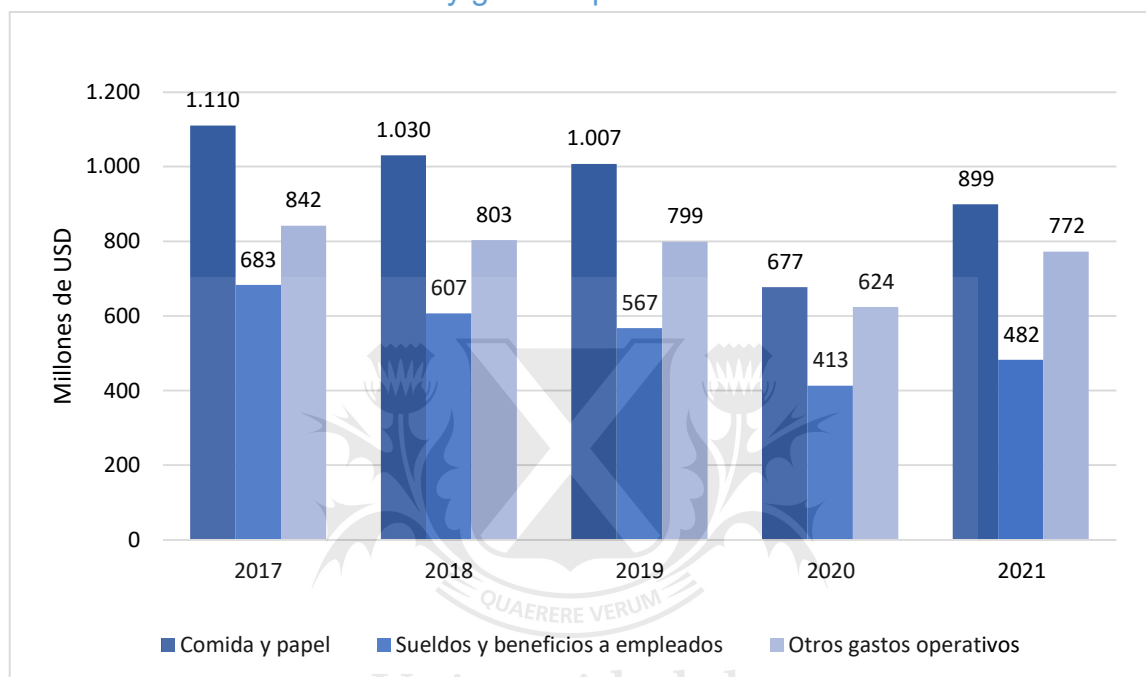
Como se puede observar en el gráfico, Brasil es la industria con el margen de ingresos más elevado. Esto ocurre en gran parte porque tiene una moneda más fuerte (el real), que no se encuentra en constante devaluación como sí ocurre con las monedas de varios países de los otros dos segmentos. Los márgenes de NOLAD y SLAD se mantuvieron en parámetros similares en 2019 y 2021, mientras que en 2020 se puede notar que los efectos de la crisis por COVID-19 afectaron en mayor medida a los países sudamericanos.

Es importante destacar que existen gastos generales adicionales a los expuestos en el gráfico anterior, pero estos no fueron detallados dado que no pueden asignarse a ningún segmento geográfico en particular. Los mencionados gastos generales fueron por un valor de USD 62, 54 y 76 millones para los años 2019, 2020 y 2021 respectivamente.

² Referirse al apartado “Clasificación de las Unidades de Negocio por Segmento geográfico” para más detalles en relación a la disposición asignada por Arcos Dorados.

Asimismo, y para mejorar la comprensión de los márgenes operativos, se realizó un entendimiento de la evolución de los costos y gastos principales que la compañía requiere para su correcto funcionamiento:

Gráfico 4: Evolución de costos y gastos operativos totales



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2017 al 2021.

Los costos principales de la compañía son comida y papeles (del tipo variable) y sueldos y beneficios a empleados, además de otros gastos operativos (que son del tipo fijo y semifijo).

El costo más representativo son los abastecimientos básicos (comida y papeles). La baja en costos que se atravesó entre el 2017 y 2020 se puede entender teniendo en cuenta que el nivel de ventas contó con un paulatino descenso en los primeros tres años, para luego acentuarse en gran medida en 2020 por la baja en ventas por cierres causados por el COVID-19. En 2021 este costo sufrió un aumento dada la suba de ventas por recuperación de mercado. En resumen, los costos asociados a comida y papel están estrictamente relacionados a los niveles de ventas. Claramente también se verán afectados por las variaciones de tipo de cambio de moneda local, pero eso es parcialmente compensado con el efecto que las variaciones de tipo de cambio también generan en las ventas.

Respecto a los Sueldos y Beneficios a empleados, durante el 2018 y 2019 estos decrecieron mayormente debido a una mayor productividad en Brasil, reformas tributarias

en Argentina y un aumento en el grado de eficiencia operacional en todos los mercados donde Arcos Dorados opera. Durante el 2020 estos costos bajaron aun más debido al cierre parcial y total de restaurantes generado por la pandemia del COVID-19 y el aislamiento social obligatorio que trajo aparejado la baja en horas extras y la no contratación de personal adicional. En 2021, principalmente en NOLAD y SLAD, se vio un alza en los Sueldos y Beneficios generados por el incremento en ventas en México, Puerto Rico (NOLAD), Argentina y Chile (SLAD), que generó la necesidad de incorporación de más recursos humanos en los puntos de venta.

Los otros gastos operativos se relacionan con niveles de ventas, por lo que aumentan y disminuyen con ellas, contando con una base de costos fijos.

Para continuar con el análisis de evolución de Arcos Dorados nos referiremos a las variaciones anuales de EBIT³ y EBITDA⁴.

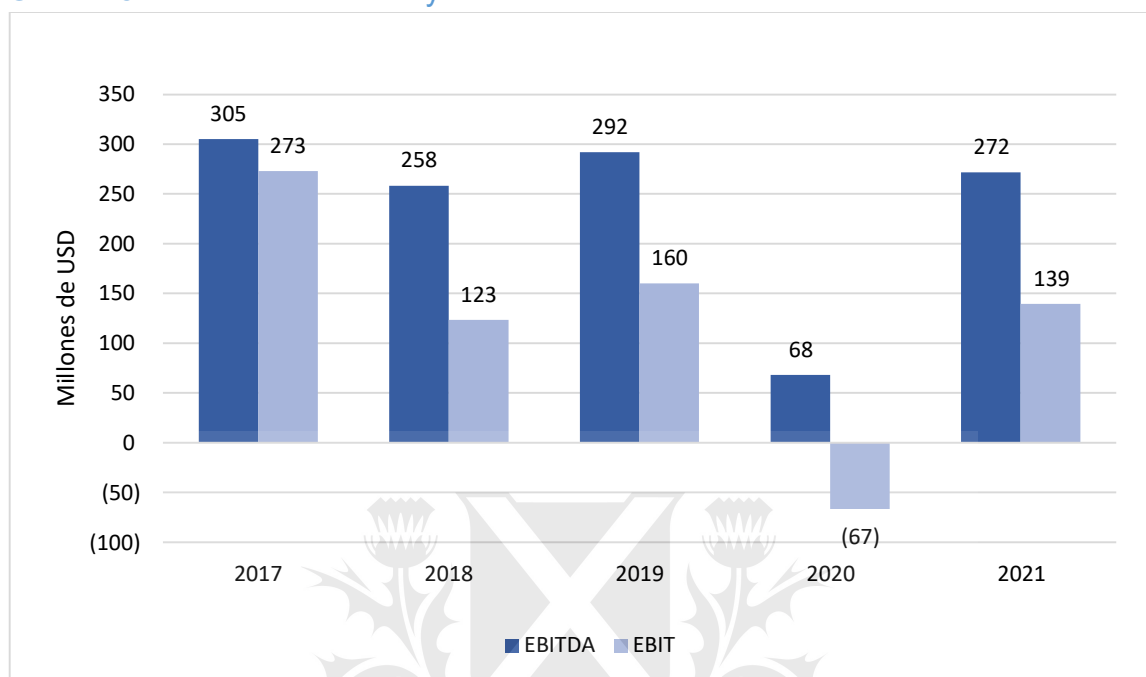
El EBITDA puede ser tomado como una cifra que refleja si la empresa tiene la capacidad para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva (con la limitación de que no contempla CAPEX, ni siquiera de mantenimiento). Su relación sobre las ventas de la empresa permite evaluar el porcentaje de ganancias que queda luego de cubrir los gastos vinculados a las operaciones. A diferencia del margen operativo, no tiene en cuenta costos de depreciaciones y amortizaciones de activos fijos.

Universidad de
San Andrés

³ El EBIT (abreviatura de “Earnings before interest and taxes”, o “Ganancias antes de Intereses e Impuestos”) es una medida de rentabilidad. Calcula los beneficios de operación de una empresa restando el costo de los bienes vendidos y los gastos de operación de los ingresos totales.

⁴ El EBITDA (abreviatura de “Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization” o “Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización”) es un indicador que muestra el beneficio de una empresa antes de restar los intereses a pagar por la deuda contraída, los impuestos propios del negocio, las depreciaciones y amortizaciones. El propósito del EBITDA es obtener una imagen fiel de lo que la empresa está ganando o perdiendo en el núcleo del negocio.

Gráfico 5: Evolución de EBIT y EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2017 al 2021.

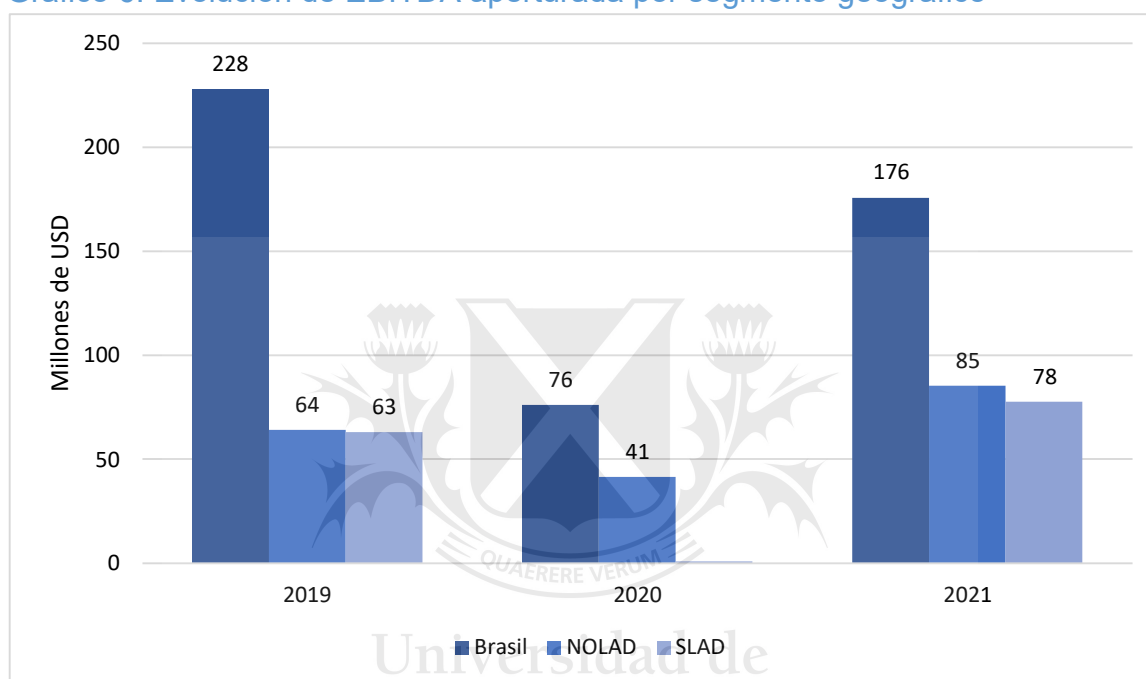
Entendiendo lo mencionado anteriormente, y tal como se puede observar en el gráfico, el EBITDA no sufrió grandes oscilaciones en los años analizados, exceptuando el 2020. Por su parte, el EBIT sí fue castigado no solo en el año de crisis por COVID-19, sino que sufrió una gran caída en 2018 que luego fue sostenida, y esta no fue proporcional a la variación de EBITDA. En cualquiera de los casos, el EBITDA positivo en los años en análisis refleja que la compañía contaba con capacidad para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva; lo mismo ocurre con el EBIT, exceptuando el año 2020 dado que al momento de incorporar depreciaciones y amortizaciones se volvió negativo.

Adicionalmente, se puede observar que tanto el EBIT como el EBITDA acompañaron las variaciones de ventas en los 5 años del recorrido analizado (aunque, como se mencionó, no en la misma proporción). Además es importante destacar que los resultados obtenidos en 2021 reflejan saldos similares a los prepandemia, lo que implica una recuperación a nivel empresa en su situación de ventas.

El margen de EBITDA sobre el total de ventas fue de 9,2%, 8,4%, 9,9%, 3,4% y 10,2% entre el 2017 al 2021 respectivamente. Esto implicaba una disponibilidad de fondos suficientes para afrontar los gastos restantes y generar ganancias excedentes, exceptuando el año 2020.

A continuación se realiza una apertura de saldos de EBITDA por segmentos geográficos (Brasil, NOLAD y SLAD). Este análisis se realiza para el periodo 2019-2021 dado que en 2021 la compañía realizó una reorganización de segmentos geográficos y únicamente reexpresó los saldos de estos años.

Gráfico 6: Evolución de EBITDA aperturada por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

Tal como se puede observar en el gráfico, la presencia del segmento Brasil en el EBITDA acompaña su posición favorable en ventas. Brasil sigue siendo el país que genera mejores rendimientos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

NOLAD y SLAD poseen posiciones similares también, exceptuando el año 2020.

Por último, es importante destacar que existen gastos generales adicionales a los expuestos en el gráfico anterior, pero estos no fueron detallados dado que no pueden asignarse a ningún segmento geográfico en particular. Los mencionados gastos fueron de USD 63, 50 y 67 millones para los años 2019, 2020 y 2021 respectivamente.

1.2. Historia de McDonald' s y Arcos Dorados

Arcos Dorados, como se mencionó, es una franquicia de McDonald' s. Por lo tanto, para analizar la historia de la compañía en análisis, es necesario comenzar enunciando la historia de McDonald' s.

El primer McDonald' s fue abierto en 1940 en San Bernardino por los hermanos Richard y Maurice McDonald. Ellos detectaron la necesidad de mercado de contar con restaurantes con atención inmediata dada la acelerada vida de los estadounidenses.

Claramente existieron diversas modificaciones en la marca con el correr de los años. Por ejemplo, con la segunda Guerra mundial, los hermanos McDonald identificaron la necesidad de estandarizar procesos para aumentar la eficiencia y velocidad de entrega de productos. Es por esto que redujeron la oferta de productos de 25 a 9 platos diferentes.

El 2 de marzo de 1955 se creó el sistema McDonald' s, y se abrieron antes de los 5 años de vida más de 200 franquicias en Estados Unidos.

En el año 1954, con el objetivo de coordinar los locales para expandir el negocio, los hermanos McDonald decidieron empezar a vender franquicias. En consecuencia, una vez asentada la marca y proyectando el crecimiento futuro que podría tener, los hermanos McDonald decidieron ir más allá de los Estados Unidos y su primer objetivo fue Latinoamérica. En 1967 se abrió el primer restaurante de la marca en Puerto Rico; luego se llegó a Brasil en 1979, a México y Venezuela en 1985 y a Argentina en 1986.

Arcos Dorados se formó el 3 de agosto de 2007, luego de que se adquirieran los derechos de franquicia de McDonald' s para todos los países del territorio actual, menos Brasil. Este acuerdo fue luego actualizado en 2008, 2010, 2011 y 2016. El mencionado acuerdo fue celebrado por Arcos Dorados, LatAm, LLC (el "Master Franquiciado"), la antigua subsidiaria de Arcos Dorados de propiedad total Arcos Dorados Coöperatieve U.A., Arcos Dorados B.V., Los Laureles, Ltd. y McDonald' s. Luego, el 21 de marzo de 2018, Arcos Dorados Group B.V. (junto con Arcos Dorados B.V. y Arcos Dorados) reemplazó a Arcos Dorados Coöperatieve U.A. como parte del acuerdo MFA.

En cuanto a la operación en Brasil, Arcos Dourados Comercio de Alimentos S.A., el Máster Franquiciado de Brasil, y McDonald' s celebraron un MFA brasileño por separado, pero con una estructura y negociación similar al acuerdo que regla la operación en los otros países, que fue modificado y actualizado en 2008. Arcos Dourados Comercio de Alimentos S.A., que anteriormente fue una sociedad de responsabilidad limitada, cambió su constitución legal y se convirtió en una sociedad anónima cerrada ("Sociedad por Ações Fechada" o "S.A.") a partir del 23 de noviembre de 2020.

La empresa anunció su oferta pública inicial y se convirtió en una empresa que cotiza en bolsa el 14 de abril de 2011 después de presentarse en la Bolsa de Nueva York.

Actualmente las oficinas ejecutivas principales están ubicadas en Dr. Luis Bonavita 1294, Oficina 501, Zona Franca WTC, Montevideo, Uruguay (CP 11300), mientras que el

domicilio social es en las Islas Vírgenes Británicas es Maples Corporate Services (BVI) Limited, Kingston Chambers, P.O. Box173, Road Town, Tortola, Islas Vírgenes Británicas.

Al 31 de diciembre de 2021, se cuenta con un total de 2.261 restaurantes de la marca McDonald' s en los territorios asignados a Arcos Dorados, 1.579 (o el 69,8 %) son restaurantes operados por la compañía y 682 (o el 30,2 %) son restaurantes franquiciados.

1.3. Acuerdo MFA con McDonald' s.

El 3 de agosto de 2007, Arcos Dorados celebró un acuerdo de compra de acciones con McDonald' s Corporation de forma indirecta a través de su subsidiaria de propiedad absoluta ADBV, con el objetivo de adquirir la posibilidad de operar en nombre de McDonald' s en América Latina y el Caribe.

La mencionada adquisición se contabilizó por el método contable de compra y, en consecuencia, el saldo que se asignó a los activos adquiridos y pasivos asumidos fue con base en los valores razonables estimados a la fecha de adquisición. Cuando el valor razonable de los activos netos adquiridos superó el precio de compra, se registró un fondo de comercio negativo para reducir parcialmente el valor razonable de los activos no corrientes adquiridos.

En relación con esta transacción, también se celebró un acuerdo de franquicia principal ("MFA") de 20 años con McDonald' s Corporation que otorga a la sociedad en análisis y sus filiales lo siguiente:

- El derecho a poseer y operar, directa o indirectamente, restaurantes franquiciados en cada territorio del contrato;
- El derecho y licencia para otorgar subfranquicias en cada territorio del contrato;
- El derecho a adoptar y usar, y otorgar el derecho y la licencia a los sub franquiciados para adoptar y usar, el sistema en cada territorio del contrato;
- El derecho a anunciar al público que es un franquiciado de McDonald' s;
- El derecho y la licencia para otorgar subfranquicias y sublicencias de cada uno de los derechos y licencias anteriores a cada subsidiaria.

Además, existen otros puntos claves del acuerdo MFA que se detallan a continuación:

- McDonald' s ofrece a Arcos Dorados el conocimiento en procedimientos y los manuales de operación de los restaurantes, además del acceso a la tecnología clave para el ejercicio de los procesos habituales de la marca.

- Arcos Dorados no puede ingresar en ningún otro negocio de comida rápida (QSR⁵ Business) mientras opere con McDonald' s.
- McDonald' s tiene el derecho de aprobar al CEO y al COO de Arcos Dorados
- Arcos Dorados debe poseer y operar al menos el 50% de los restaurantes existentes en todo momento. El objetivo de esto es evitar una expansión descontrolada. Actualmente, el 70% de los restaurantes de Arcos Dorados son operados por la empresa, y los restaurantes subfranquiados representan solo el 30% del total.
- Arcos Dorados está obligado a pagar a McDonald' s Corporation cuotas de franquicia (cuotas de regalías) mensualmente. El monto a pagar durante los primeros 10 años de vigencia del acuerdo fue del 5% del equivalente en USD de las ventas del producto bruto de cada uno de los restaurantes franquiciados. Este porcentaje aumentó a 6% para los siguientes 5 años y aumentará a 7% durante los últimos 5 años del contrato. El pago de las regalías mensuales vence el séptimo día hábil del siguiente mes calendario.

Como consecuencia de los impactos negativos de la propagación del COVID-19 en las operaciones de la compañía, McDonald' s otorgó a la compañía un aplazamiento de todos los pagos de regalías adeudadas relacionadas con las ventas de marzo a julio de 2020, liquidados durante el primer semestre de 2021.

- Arcos Dorados es responsable de recaudar las regalías de las subfranquicias para pagarle a McDonald' s.
- Arcos Dorados 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 Arcos Dorados, y el 50% de esa cuota corresponde a McDonald' s.
- Arcos Dorados está obligado a utilizar por lo menos el 5% de las ventas totales en publicidad y promoción anualmente. Estas actividades están guiadas por el plan general de marketing, que identifica las plataformas estratégicas clave que se deben utilizar para impulsar las ventas.
- Arcos Dorados 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 McDonald' s. Además, no más del 50% de las unidades en cada territorio, y no más del 10% del total de unidades, se pueden situar en lugares de propiedad de franquiciados o arrendados por ellos.
- Arcos Dorados está obligado a acordar con McDonald' s un plan de apertura de restaurantes y un plan de reinversión para cada período de tres años o cualquier otro compromiso o período que McDonald' s debe aprobar durante la vigencia de los MFA. El plan de apertura de restaurantes especifica el número y tipo de nuevos

⁵ Industria de comida rápida o Restaurantes de Servicio Rápido ("QSR" por sus siglas en inglés "Quick Service Restaurant").

restaurantes que se abrirán en los territorios durante los tres años aplicables. Antes de la finalización del período pactado, Arcos Dorados debe llegar a un acuerdo con McDonald' s en un plan posterior de apertura de restaurantes y un plan de reinversión. En el caso de que no se llegue a un acuerdo, los MFA establecen un aumento automático del 20% en la cantidad requerida de reinversiones en comparación con el plan de reinversión existente en ese momento y un número de nuevos restaurantes no menos de 210 multiplicado por un factor que aumenta cada período durante el plan de apertura de restaurantes.

Es posible proponer, sujeto al consentimiento previo por escrito de McDonald' s, modificaciones a cualquier plan de apertura de restaurantes y/o plan de reinversión para adaptarse a los cambios en las condiciones económicas o políticas. Por ejemplo, y como resultado de las interrupciones comerciales causadas por la pandemia de COVID-19, Arcos Dorados acordó con McDonald' s la suspensión del plan de inversión y crecimiento 2020-2022 previamente aprobado y el 18 de diciembre de 2020 se acordó un nuevo plan de crecimiento e inversión solo para 2021. Luego, en enero de 2022, se negoció otro nuevo plan de crecimiento e inversión. En él se acuerda abrir al menos 200 nuevos restaurantes y modernizar al menos 400 restaurantes, con gastos de capital de aproximadamente USD 650 millones desde 2022 a 2024. Además, McDonald' s Corporation acordó continuar brindando apoyo al crecimiento sujeto al cumplimiento de los términos del plan de crecimiento e inversión.

1.4. Clasificación de la Unidades de Negocios por Región Geográfica

A partir del 1 de octubre de 2021, Arcos Dorados realizó ciertos cambios en su estructura de gestión interna con el fin de ganar agilidad operativa. Como resultado, la compañía también reorganizó lo que antes eran cuatro divisiones geográficas (Brasil, Caribe, NOLAD y SLAD) a tres regiones:

- Brasil
- La división de América Latina del Norte, NOLAD, que ahora consiste en Costa Rica, México, Panamá, Puerto Rico, Martinica, Guadalupe, Guayana Francesa, las Islas Vírgenes de los EE. UU. de St. Croix y St. Thomas
- La división de América Latina del Sur, SLAD, que ahora consiste en Argentina, Chile, Ecuador, Perú, Uruguay, Colombia, Venezuela, Trinidad y Tobago, Aruba y Curaçao.

De acuerdo con el segmento de Reporte ASC 280⁶, Arcos Dorados comenzó a proporcionar información con la estructura revisada de las divisiones geográficas en el período anual finalizado el 31 de diciembre de 2021 y ha reexpresado su información comparativa de los segmentos anteriores para la correcta comparación con años finalizados.

Al 31 de diciembre de 2021, el 46,5% de sus restaurantes estaban ubicados en Brasil, el 27,6% en NOLAD y el 25,9% en SLAD. Los análisis realizados por la compañía establecen que la presencia diversificada en el mercado reduce algunos tipos de dependencia ante variaciones económicas o de demanda, y ayuda a estabilizar el impacto de los ciclos económicos de países individuales en los ingresos.

La división de Brasil es la más grande en términos de restaurantes, con 1.051 restaurantes al 31 de diciembre de 2021 y USD 1.002,8 millones en ingresos en 2021, lo que representa el 46,5 % y el 37,7 % de sus restaurantes e ingresos totales, respectivamente. Las operaciones en Brasil tienen su sede en São Paulo y McDonald' s ha estado presente en Brasil desde que abrió su primer restaurante en Río de Janeiro en 1979.

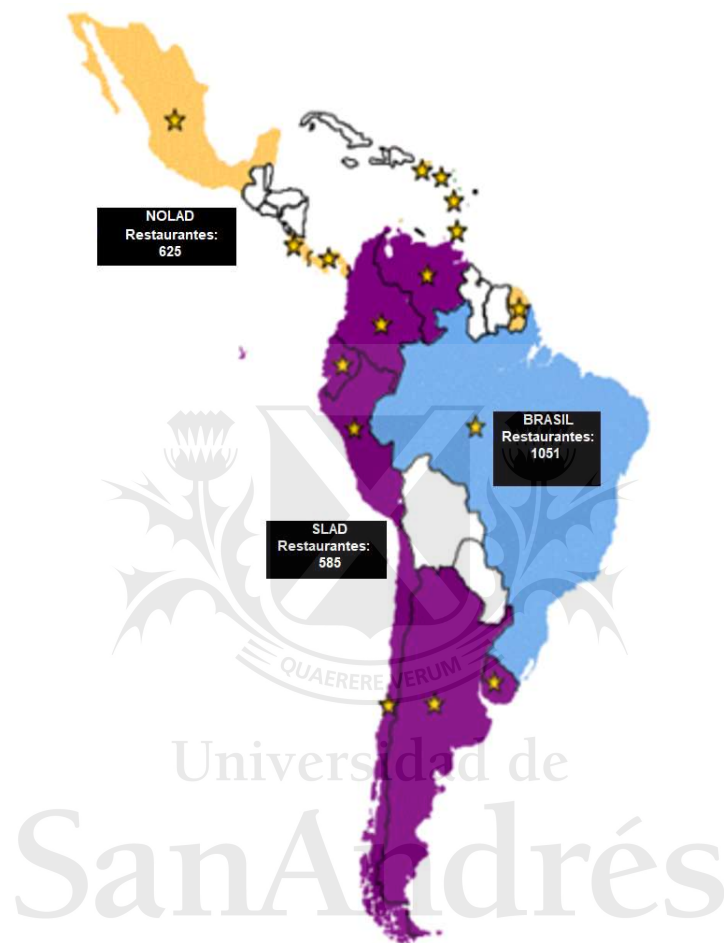
NOLAD incluye nueve países con 625 restaurantes al 31 de diciembre de 2021 y USD 780,9 millones de ingresos en 2021, lo que representa el 27,6 % y el 29,4 % de sus restaurantes e ingresos totales, respectivamente. Su principal mercado es México, donde tiene su sede la gerencia de la división. McDonald' s ha estado presente en México desde que abrió su primer restaurante en la Ciudad de México en 1985. México representa el 58,4% de los restaurantes de NOLAD y el 27,6% de los ingresos de NOLAD, y México es su segundo mercado más grande en términos de restaurantes.

SLAD incluye diez países con 585 restaurantes al 31 de diciembre de 2021 y USD 876,3 millones en ingresos en 2021, lo que representa el 25,9 % y el 32,9 % de sus restaurantes e ingresos totales, respectivamente. La gerencia de la división tiene su sede en Colombia y su principal mercado es Argentina, donde McDonald' s ha estado presente desde que abrió su primer restaurante en Buenos Aires en 1986. Al 31 de diciembre de 2021, Argentina representaba el 37,8% de los restaurantes de SLAD y el 40,1% de los ingresos de SLAD. En 2021. Argentina es su tercer mercado más grande en términos de restaurantes.

⁶ El ASC 280 (por sus siglas en inglés "Accounting Standards Codification", o "Estándares de codificación contables") regula la forma en que las empresas que cotizan en bolsa presentan información desagregada en informes financieros intermedios y anuales a accionistas.

Ilustración 1: Restaurantes por segmento geográfico

al 31 de diciembre 2021



Fuente: Reporte Anual 20F de la Compañía 2021

Es importante destacar que en esta segmentación de unidades de negocio por regiones geográficas se incluyen tanto restaurantes propios como aquellos operados por empresas independientes (empresarios bajo los términos de acuerdos de subfranquiados).

Por ejemplo, en Argentina y Chile, Arcos Dorados es el accionista mayoritario en dos Uniones Transitoria de Empresas⁷ con terceros que en conjunto poseen numerosos

⁷ Una Unión Temporal de Empresas (UTE) es un sistema en el cual dos o más empresas se unen para realizar una obra o prestar un servicio determinado pero mantienen su independencia en el resto de los aspectos; es decir que se constituyen como una única empresa temporalmente para el desarrollo de una actividad en específico. En este caso, el objetivo de la Unión Transitoria es la prestación del servicio de restaurantes.

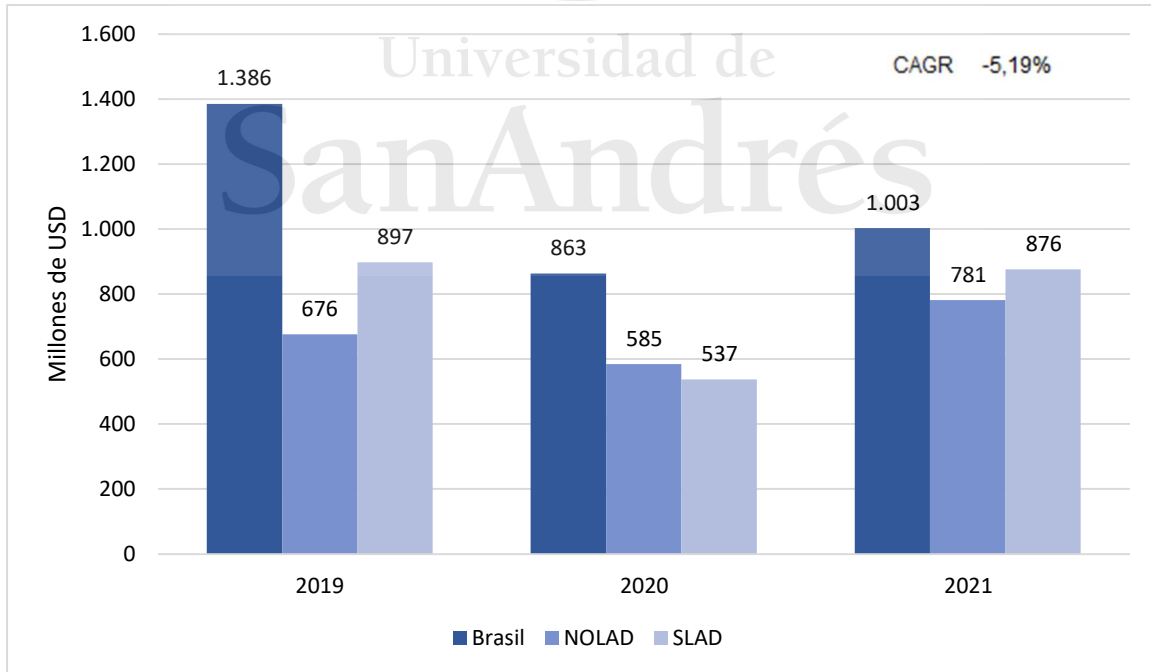
restaurantes. Al tener participación mayoritaria, estos restaurantes son considerados como operados por la compañía. Por otra parte, se otorgó la licencia de desarrollo a través de franquicias para otros restaurantes en esos países.

Otro caso ocurre en el territorio de México donde se encuentra una empresa conjunta con un subfranquiciado mexicano, y en ella Arcos Dorados es un accionista minoritario. En consecuencia, estos restaurantes son considerados como franquiciados.

Si tuviéramos que desglosar las ganancias de Arcos Dorados por segmento, sería importante volver a mencionar que la mayor cantidad de ventas son realizadas por el segmento Brasil.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de ventas aperturadas por segmento en los periodos 2019, 2020 y 2021. Cabe destacar que estas ventas incluyen los resultados obtenidos por restaurantes propios y franquiciados de cada segmento. El análisis segmentado por geografía se realizó únicamente en los mencionados periodos dado que, como se mencionó, en 2021 existió una redistribución del anterior segmento “Caribe” a NOLAD y SLAD, y los datos publicados con la nueva distribución de países solo alcanzan esos años:

Gráfico 7: Evolución de ventas por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

En Brasil se puede observar una leve suba para el 2021, impulsada por un incremento de precios, la apertura de 19 nuevos restaurantes y la incorporación de políticas cada vez más flexibles de circulación. Respecto al año 2020 se puede apreciar que, como se mencionó, la pandemia y sus restricciones impidieron que los restaurantes puedan funcionar con normalidad afectando la concreción de ventas y generando una significativa baja en comparación con el año anterior.

En NOLAD, el incremento de ingresos para el 2021 se dio mayoritariamente por el levantamiento de las restricciones que la pandemia del COVID-19 trajo aparejadas. Adicionalmente, se convirtieron 25 restaurantes de franquicias en propios, se realizó la apertura de 1 nuevo local y, aunque ocurrieron 29 cierres, el impacto en ventas fue positivo dado que aumentaron con respecto al año anterior.

Las ventas en SLAD para el 2021 aumentaron por USD 339 millones con respecto al año anterior. Esto fue producto de dos motivos: la flexibilidad que se promulgó durante todo el 2021 para que la circulación sea menos restrictiva, y el incremento de precios en varios territorios. A pesar de ello, en Argentina y Venezuela la hiperinflación se hizo más notoria, generando un efecto negativo, que fue compensado con el aumento de ventas mencionado anteriormente. Además, se realizó la conversión de 7 restaurantes que antes eran franquicias a controlados por Arcos Dorados, y se abrieron 8 nuevos restaurantes.

1.5. Descripción y Clasificación de los Restaurantes

Para operar, Arcos Dorados utiliza dos estructuras básicas:

- Restaurantes propios de la compañía, en los cuales se encarga de la venta de los bienes.
- Restaurantes para los que ofrece una franquicia. Estos son operados por los mismos franquiciados, cumpliendo ciertos requisitos establecidos por Arcos Dorados. Cabe destacar que aunque la empresa ejerza influencia significativa sobre las políticas operativas y financieras de la entidad, en el caso de franquicias, el tercero es responsable de la operación diaria de los restaurantes de la entidad.

Como se mencionó anteriormente, los restaurantes franquiciados son operados y administrados por el subfranquiciado con el apoyo técnico y operativo de Arcos Dorados como franquiciado principal.

El servicio de acompañamiento prestado por Arcos Dorados incluye programas de capacitación, entrega de manuales de operaciones, el acceso a la red de suministro y distribución y asistencia de marketing. Bajo los acuerdos de franquicia convencionales,

los subfranquiados proporcionan una parte del capital requerido invirtiendo inicialmente en el equipo, carteles, asientos y decoración de sus restaurantes, y reinvertiendo en el negocio con el tiempo. Cabe destacar que los acuerdos del contrato MFA exigen que Arcos Dorados sea dueño de los bienes inmuebles o que asegure arrendamientos a largo plazo para sitios de restaurantes en franquicia. Posteriormente, Arcos Dorados alquila o subarrienda la propiedad a subfranquiados. Este arreglo permite la ocupación a largo plazo de la propiedad y ayuda a alinear los intereses con los subfranquiados.

A cambio del arrendamiento y los servicios, los franquiciados abonan a Arcos Dorados una renta mensual, generalmente basada en un monto fijo o un cierto porcentaje de las ventas brutas, lo que sea mayor. Además de este alquiler mensual, Arcos Dorados cobra la tarifa de franquicia continúa mensual, que generalmente es entre el 5 y 7 % del equivalente en USD de las ventas brutas del restaurante, y luego pagan estas tarifas a McDonald' s en conformidad con los acuerdos del contrato MFA. Sin embargo, cabe destacar que si un subfranquiado no paga su tarifa de franquicia continúa mensual a McDonald' s, Arcos Dorados resulta responsable del pago total, debiendo abonar estas tarifas a McDonald' s.

En base a lo establecido en los acuerdos del contrato MFA, los franquiciados deben abonar una tarifa de franquicia inicial en relación a la apertura de un nuevo restaurante con sub- franquicia.

Es importante destacar que los restaurantes de Arcos Dorados en Argentina, Chile y México operan como un negocio conjunto bajo la definición tradicional utilizada dentro del sistema McDonald' s, detallándose que un negocio conjunto es una entidad que opera ciertos restaurantes en el territorio de Arcos Dorados, en los que la compañía es un accionista junto con un tercero. Este tercero es siempre un subfranquiado de la compañía. Si bien la compañía ejerce una influencia significativa sobre las políticas operativas y financieras de la entidad, el tercero es responsable de la operación diaria de los restaurantes de la entidad.

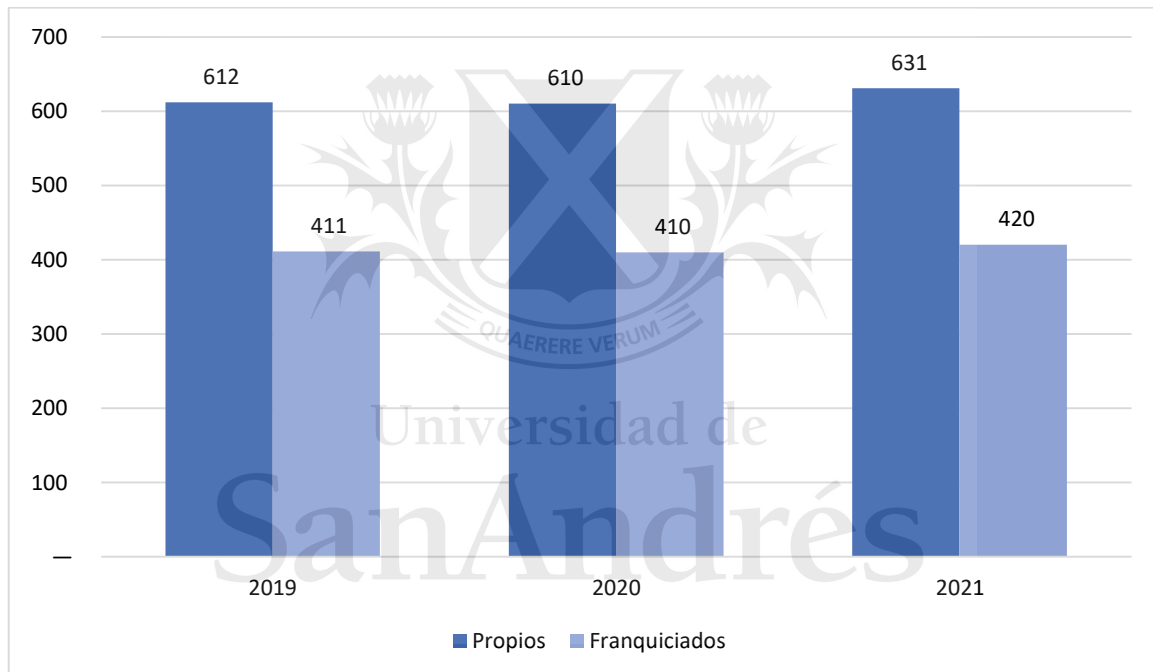
Como se mencionó con anterioridad, los restaurantes operados por entidades en las que la compañía tiene una participación mayoritaria se consideran operados por la compañía; mientras que las entidades en las que la sociedad posee una participación minoritaria son consideradas franquiciadas.

La evolución de cantidad de restaurantes operados y franquiciados en los tres segmentos geográficos fue variando con el correr de los años. La cantidad mayor de restaurantes siempre fue en Brasil, mientras que en SLAD y NOLAD se mantienen niveles similares.

De cualquier forma, existe una conciencia en todos los segmentos a través del tiempo: la mayor cantidad de restaurantes en los distintos territorios siempre son propios.

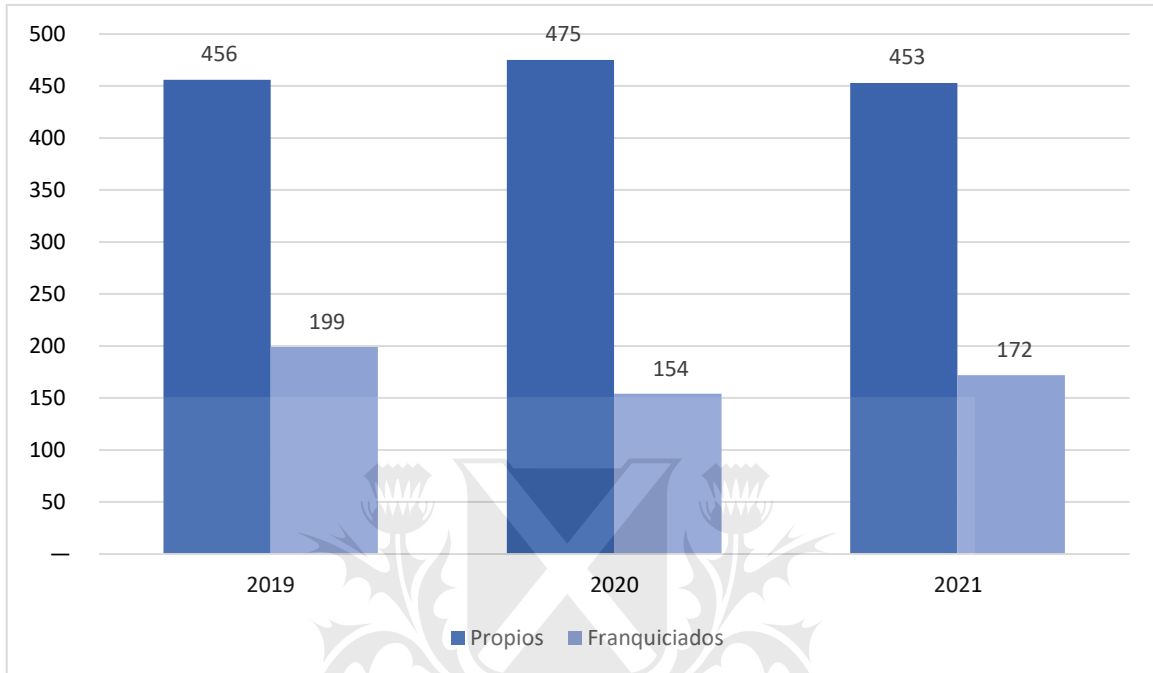
En los siguientes gráficos se puede observar la evolución de cantidad de restaurantes en los segmentos Brasil, NOLAD y SLAD. La evolución fue reflejada únicamente por los últimos tres años dada la mencionada redistribución de países del antiguo segmento “Caribe” entre los segmentos NOLAD y SLAD con fines de obtener mayor eficiencia operativa.

Gráfico 8: Evolución de cantidad de restaurantes - Brasil



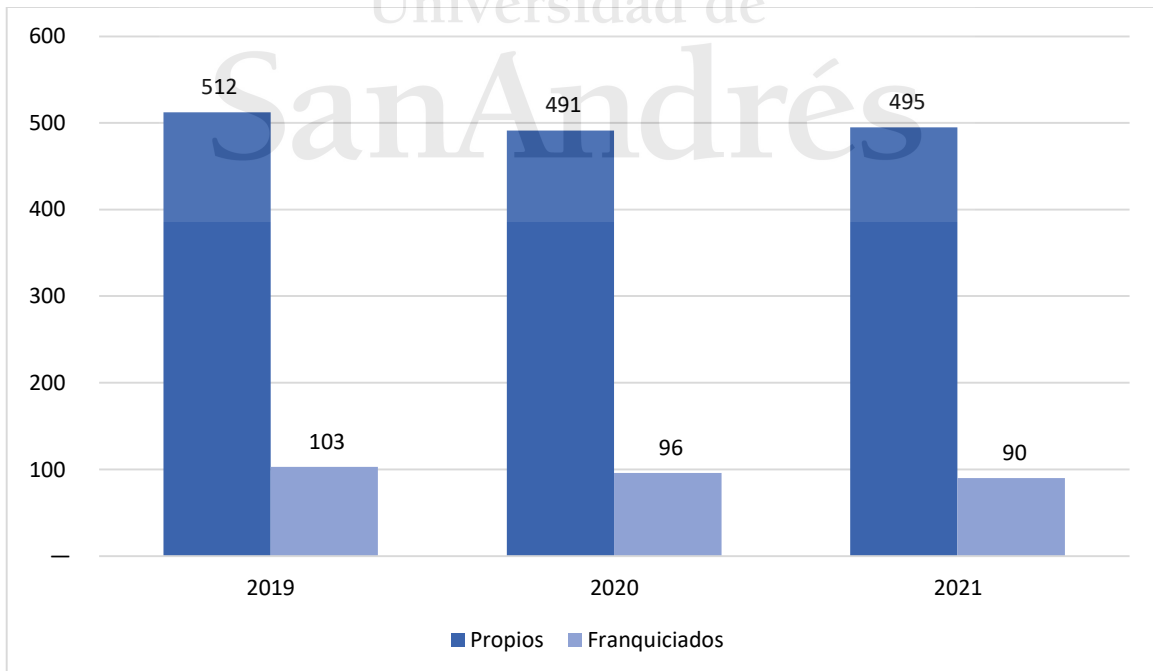
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

Gráfico 9: Evolución de cantidad de restaurantes - NOLAD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

Gráfico 10: Evolución de cantidad de restaurantes - SLAD

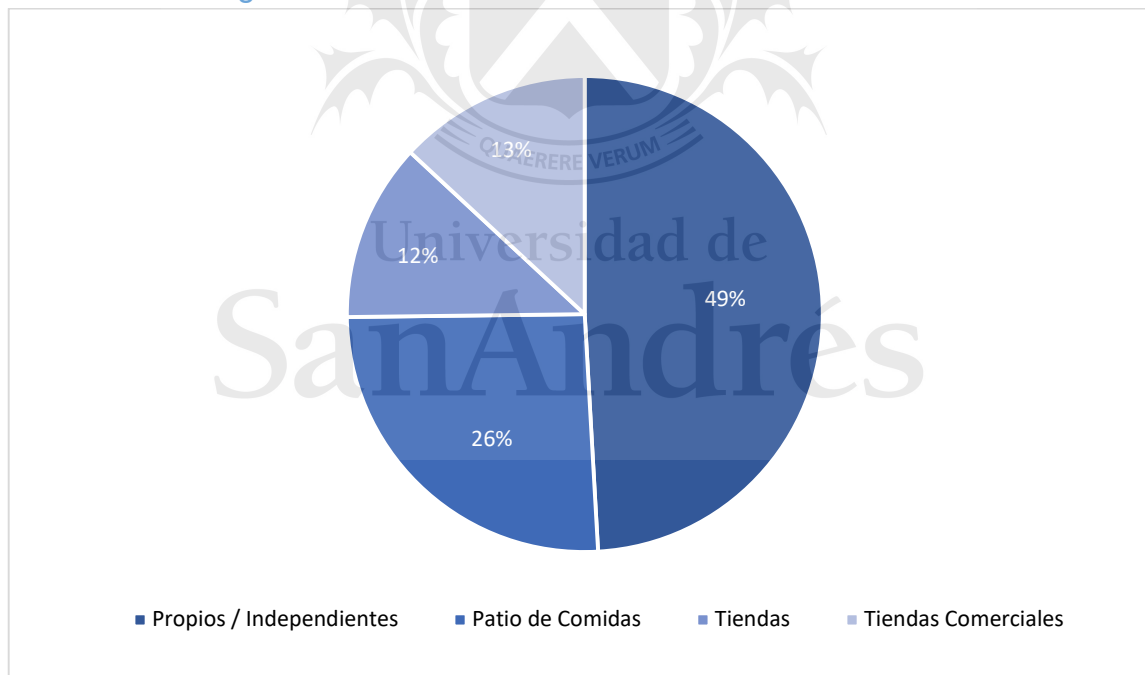


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2021.

Por otra parte, además de clasificar los restaurantes por unidades de negocio por región geográfica y por el hecho de si son propios o franquiciados, Arcos Dorados categoriza sus locales como:

- Independientes. Son aquellos restaurantes del tipo más grande. Se caracterizan por tener amplios asientos en el interior e incluir un área de autoservicio y estacionamiento.
- Patio de comidas. Los restaurantes de los patios de comidas están ubicados en centros comerciales, y consisten principalmente en un mostrador y una cocina. No tienen su propia área de descanso.
- Restaurantes dentro de la tienda. Este tipo de restaurantes son parte de un edificio más grande, pero no tienen un área de autoservicio ni un estacionamiento.
- Tiendas comerciales. Este tipo de restaurantes están ubicados en centros comerciales como restaurantes de patio de comidas, pero tienen sus propias áreas para sentarse.

Gráfico 11: Categorización de Restaurantes



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados al 2021.

Al 31 de diciembre de 2021, 1.109 (o el 49,1 %) de los restaurantes de Arcos Dorados (sin incluir las tiendas satélite ni tradicionales) eran independientes, 580 (o el 25,7 %) eran patios de comidas, 273 (o el 12,1 %) estaban en tiendas y 297 (o el 13,1%) eran tiendas comerciales. Estos porcentajes varían según el país.

Los rendimientos de la inversión en cada tipo de restaurante varían significativamente debido a los diferentes gastos de capital requeridos y su diferente potencial de ventas. De cualquier forma, los centros comerciales generalmente brindan el mayor retorno de la inversión, mientras que los restaurantes independientes generalmente brindan el más bajo. Además, los rendimientos varían significativamente de un país a otro.

Mientras que las clasificaciones recientemente mencionadas aplican a restaurantes de comida rápida, la marca global McDonald's, y su representación a través de Arcos Dorados, ha colocado esfuerzos adicionales en otros dos modelos de negocio que representan nuevos puntos de ventas para la marca: los McCafé y Centros de Postres.

Los McCafés son un tipo de restaurante, confiterías, de la marca McDonald's sobre los cuales Arcos Dorados tiene franquicia en el territorio mencionado en el trabajo. Comercializan cafés y otras infusiones, además de algunos productos de panadería y tortas como acompañamiento. Las ubicaciones de McCafé se caracterizan por ser áreas elegantes y separadas dentro de los restaurantes. Es importante destacar que los McCafé tuvieron éxito en la creación de una experiencia diferente para el cliente, optimizando el uso de sus restaurantes en todas las horas de operación y brindando un margen de ganancias más alto que las operaciones regulares de sus restaurantes.

Se cree que el principal beneficio de las ubicaciones de McCafé es que atraen a nuevos clientes al aumentar la variedad de la oferta de productos y mejorar la imagen. Las ubicaciones de McCafé representaron el 7,4% de las transacciones totales y el 3,9% de las ventas totales de los restaurantes en los que se ubicaron en 2021.

Al 31 de diciembre de 2021, había 268 ubicaciones de McCafé en los territorios de Arcos Dorados, de los cuales el 14,9% eran operados por subfranquiciados. Argentina y Brasil, con 95 y 78 locales cada uno, cuentan con el mayor número de locales McCafé. El primer McCafé en América Latina se abrió en Argentina en 1999. De conformidad con los acuerdos del contrato de MFA, Arcos Dorados tiene el derecho de agregar ubicaciones de McCafé a las instalaciones de sus restaurantes.

Además de las ubicaciones de McCafé, los Centros de Postres han sido una extensión de marca muy exitosa. Los Centros de Postres son un tipo de restaurante de la marca McDonald's dedicado a la venta de postres como helados o tortas, sobre los cuales Arcos Dorados tiene franquicia en el territorio mencionado. Los Centros de Postres operan como parte de las ubicaciones de restaurantes existentes y por separado, como ubicaciones independientes (a través de stands, por ejemplo). Las ubicaciones de Centros de Postres que operan por separado de los restaurantes dependen de ciertos restaurantes para obtener suministros y apoyo operativo. Por ejemplo, un restaurante de una tienda

comercial puede brindar apoyo a varios Centros de Postres ubicados en diferentes ubicaciones en el mismo centro comercial. Los Centros de Postres están convenientemente ubicados para atraer clientes, sirviendo así como importantes generadores de transacciones y brindando un método efectivo para extender la presencia de la marca a áreas no tradicionales. En los Centros de Postres, los clientes pueden comprar una variedad de postres, incluidos el McFlurry y el Sundae. Ambos son distintos tipos de helado que se ofrecen en diversos sabores, producidos y distribuidos por McDonald's; en el caso de Sundae, es posible combinarlo con diversas salsas. Usualmente para ello se colabora con otras marcas como Oreo, Kit Kat, M&M, entre otras.

Los Centros de postres requieren gastos de capital bajos y brindan rendimientos de la inversión y márgenes operativos que son significativamente más altos que las operaciones regulares de sus restaurantes.

Arcos Dorados considera a los Centros de Postres como un motor importante para aumentar la penetración en el mercado. Estos representaron el 23,9% de las transacciones y el 6,7% de las ventas totales de Arcos Dorados en 2021.

Al 31 de diciembre de 2021, había 3.265 Centros de Postres en los territorios de Arcos Dorados. Los Centros de Postres tienen un éxito destacable en Brasil, donde existen 2.013 locales. El primer Centro de Postres fue creado en Brasil en 1979.

1.6. Producto

McDonald's no solo vende comida rápida, café o helado, sino que también un servicio completo a tiempo récord. Para ello ofrece diversas opciones de productos con distintas características.

Los tres niveles generales en los que la marca engloba sus productos son:

Económicos: o “Grandes placeres, pequeños precios” (GPPP) Opciones de nivel de entrada asequibles. Se ofrece el producto por un precio mínimo, y luego se le pueden agregar complementos, como las papas pequeñas, pagando un valor extra. Busca proveer un precio más accesible.

COR estándar: son opciones de menú principales, productos de obligatoria comercialización en todos los McDonald's. Son aquellos instalados sin una rotación programada, es decir, con la intención de que perduren en el tiempo gracias a los altos niveles de ventas que devengan. Algunos ejemplos son Big Mac y Cajita Feliz.

Premium: son aquellos productos que no tienen una rotación específica, se pueden introducir en los distintos mercados a modo de prueba. Luego de un tiempo considerable dentro del mercado se evalúa su éxito, y se determina si se continúa con su comercialización o no. Se puede incluir en esta clasificación a los sándwiches de pollo y ensaladas para aquellos clientes que desean opciones bajas en calorías.

Cabe destacar que además de esto, la marca busca ofrecer productos en base a las necesidades del mercado local, siempre respetando los mencionados productos que se comercializan a nivel global. Es decir que, desde la oferta, Arcos Dorados logró crear productos únicos para ajustarse a los hábitos alimenticios de cada región. Por ejemplo, la marca creó productos que se adaptan a los gustos latinoamericanos (en Brasil panes de queso; en Argentina helado de dulce de leche; gallo pinto en Costa Rica o arepas en Venezuela), respetando ofertas globales como la hamburguesa Big Mac.

Asimismo, Arcos Dorados ha incrementado aún más 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.

Desde 2013, Mc Donald 's ofrece productos lácteos, frutas o verduras en la Cajita Feliz en todos los territorios excepto Venezuela.

En noviembre de 2019, Arcos Dorados se unió a McDonald' s Corporation en su misión de servir alimentos que son beneficiosos para las familias, brindando alimentos ricos y nutritivos que atraen tanto a niños como a padres. En los mercados en los que opera, se ofrece un menú Cajita Feliz que cumple con los siguientes criterios: menos de 600 calorías, menos del 30% de calorías de grasa total, menos del 10% de calorías de grasa saturada, menos de 650 mg de sodio, menos de 10 % de calorías de azúcar agregada, sin sabores artificiales y sin colorantes agregados de fuentes artificiales y contenido equilibrado de frutas y verduras.

La nueva política nutricional de Arcos Dorados fue respaldada públicamente por importantes organismos de salud y nutrición de varios países, como la Sociedad Interamericana de Cardiología, la Asociación Brasileña de Nutrición (ABRAN), la Fundación Argentina de Cardiología, la Sociedad Peruana de Nutrición (SOPENUT) y la Asociación Uruguaya de Dietistas y Nutricionistas. La elaboración de un buen menú es el objetivo más importante de la estrategia de McDonald' s y es por esto que incluye opciones de alimentos bien reconocidos que tienen aceptación global por parte de los clientes.

1.7. Estrategias de Crecimiento futuro

Arcos Dorados, como franquicia de la marca McDonald' s, se ve en la obligación de seguir las estrategias establecidas a nivel global. A continuación, se detallan algunas de ellas:

- Estrategia para la “dominación global”: esta estrategia fue anunciada por McDonald en su informe anual de 1995 y consistía en dominar la industria global del servicio de alimentación. La mencionada dominación global implicaría fijar el estándar de funcionamiento por satisfacción del cliente mientras que se aumentara la cuota y beneficios de mercado con sus estrategias de conveniencia, del valor y de la ejecución.
- Estrategia competitiva genérica: ser la primera en el mercado y establecer su marca lo más pronto posible por medio de una intensa publicidad. Esta estrategia es utilizada en todos los países en los que McDonald' s opera.
- Liderazgo total en diferenciación: “más por el mismo precio”. La empresa trata de diferenciar sus productos y servicios creando características percibidas como únicas e importantes por los consumidores.

La participación de McDonald' s en el mercado, junto con los beneficios resultantes, crecieron debido a las estrategias de conveniencia, valor y ejecución.

McDonald' s igualmente realiza actividades de valor de la manera más eficiente posible de manera de reducir costos operativos, incrementándose así sus beneficios.

Otras estrategias alternativas utilizadas por McDonald' s son:

- Estrategias de integración: que cuenta con Integración hacia adelante (McDonald' s ejerce control sobre sus franquicias en todo el mundo), e integración hacia atrás (McDonald' s integra las cadenas de valor con la de sus proveedores, coordinando así sus actividades y logrando beneficios para ambas partes)
- Estrategias intensivas: a través de la penetración de mercado (ya que se desarrollan estrategias para incrementar las ventas, como son las actividades promocionales) y el desarrollo de nuevos productos.
- Estrategias para el crecimiento: los planes de McDonald' s se basan en la satisfacción total de sus consumidores, tratando de ofrecer más de lo normal, esto se logra entregando una calidad superior, un buen servicio, y una constante limpieza.
- Estrategias para la expansión: la empresa expande sus productos de la línea convencional de hamburguesas constantemente, introduciendo productos faltantes que el público desea, y descartando lo que al público le desagrade.

- Estrategia de extensión: en el largo plazo, se busca que el negocio siga creciendo, por lo que se busca constantemente la innovación y desarrollo de nuevos negocios.
- Estrategia de Administración de calidad total: la máxima prioridad de McDonald' s es la seguridad de sus clientes, sólo usan productos y materias primas que cumplen con los más estrictos estándares de calidad y seguridad que están testeados y aprobados por las autoridades competentes del gobierno.

Otro tipo de estrategia de crecimiento futuro está basada en la apertura de nuevos locales. Arcos Dorados negocia periódicamente con McDonald' s por este punto, por lo que se debe preestablecer un plan de apertura y modernización de locales, que es luego estrictamente revisado para verificar el correspondiente cumplimiento.

Las inversiones en aperturas y modificaciones de restaurantes existentes se concentran principalmente en mercados con oportunidades de crecimiento a largo plazo y rendimientos de la inversión por encima de un umbral predefinido que está significativamente por encima de su costo de capital.

Los costos promedio de desarrollo varían ampliamente según el mercado, los tipos de restaurantes construidos, los costos inmobiliarios y de construcción dentro de cada mercado, y además se ven afectados por las fluctuaciones de la moneda extranjera. Estos costos, que incluyen terrenos, edificios y equipos, se administran mediante el uso de restaurantes de tamaño óptimo, la eficiencia en la construcción y el diseño y el aprovechamiento de las mejores prácticas.

En 2021, el efectivo neto utilizado en actividades de inversión fue de USD 108,3 millones, en comparación con USD 88,7 millones en 2020. Este aumento de USD 19,6 millones se atribuyó principalmente a un aumento en los gastos de propiedad, planta y equipo de USD 28,7 millones, y a una disminución en las compras de negocios de restaurantes pagados en la fecha de adquisición de USD 3,6 millones en comparación con 2020; esto fue parcialmente compensado por un aumento de los ingresos de las notas de franquicia de USD 4,3 millones y de la venta de propiedades y equipos y pagos anticipados relacionados de USD 1,2 millones.

En 2021, Arcos Dorados abrió 46 restaurantes y cerró 21 restaurantes.

Por su parte, y en vista al futuro, el nuevo plan de aperturas e inversiones anunciado contempla la apertura de 200 nuevos locales, además de modernizaciones a 400 restaurantes existentes, en el periodo 2022-2024. Para ello, se acordó una inversión de USD 650 millones.

Adicionalmente, Arcos Dorados promociona la marca McDonald' s y sus productos mediante publicidad en todos los territorios como otra estrategia de crecimiento en mercado. La empresa en análisis crea, desarrolla y coordina planes de marketing y actividades promocionales en todos los territorios en los que tiene franquicia; sin embargo, conforme a los MFA, McDonald' s se reserva el derecho de revisar y aprobar cualquier material publicitario y actividades promocionales relacionadas y puede solicitar que Arcos Dorados deje de usar los materiales o actividades promocionales en cualquier momento si McDonald' s determina que son perjudiciales para su imagen de marca. Tal como se mencionó anteriormente, de acuerdo con los acuerdos de MFA, Arcos Dorados está obligado a gastar al menos el 5% de las ventas brutas en publicidad, y los subfranquiados generalmente están obligados a pagar un cierto porcentaje de sus ventas brutas por la parte de los gastos de publicidad relacionados con sus restaurantes, en publicidad y actividades de promoción.

La única excepción a esta política es México, donde tanto Arcos Dorados como sus subfranquiados aportan fondos a una cooperativa que es responsable de las actividades de publicidad y promoción para México.

En relación con el brote de COVID-19, McDonald' s otorgó una reducción del requisito de gasto en publicidad y promoción del 5% al 4% de las ventas brutas para todo el año 2020. A partir del 1 de enero de 2021, se reanudó el gasto del 5 % de las ventas brutas en publicidad y promoción.

Las mencionadas actividades están guiadas por un plan general de marketing, que identifica las plataformas estratégicas clave que se pretende aprovechar para impulsar las ventas. El programa de publicidad y promoción se formula con base en la cantidad de apoyo de publicidad y promoción necesaria para cada plataforma estratégica durante el año. Las plataformas estratégicas clave incluyen la relevancia del menú, mediante la introducción de productos premium y la ampliación de las líneas de productos principales, además de la conveniencia y el fortalecimiento de la experiencia de los niños y la familia.

En relación a lo anterior, una importante iniciativa de publicidad fue la campaña “libros o juguetes” en todos los mercados de América Latina en los que Arcos Dorados opera. El objetivo principal de esta campaña fue fomentar la creatividad en niños, y se logró a partir de ella vender más de 20 millones de libros desde 2013.

En cuanto a los precios, se entiende que los clientes buscan comida de gran sabor a precios accesibles y que su percepción del valor mientras están en el restaurante es un factor importante para determinar la satisfacción general y la frecuencia de las visitas.

En 2021 se buscó particularmente continuar enfocando los esfuerzos en comunicar los procedimientos de higiene y seguridad que se siguen a través del Programa McProtegidos⁸ en todos sus restaurantes en todos los mercados. Arcos Dorados reforzó canales de venta como McDelivery⁹ con ofertas especiales y reposicionó el AutoMac¹⁰ para adaptarse a las nuevas tendencias de movilidad. Además, la empresa en análisis reconstruyó exitosamente el negocio familiar con la introducción de paquetes familiares como la caja de la familia.

Los costos de publicidad se llevan a resultados cuando se incurren. Los gastos de publicidad relacionados con los restaurantes operados por la compañía fueron de USD 104, USD 60 y USD 115 millones en 2021, 2020 y 2019, respectivamente.

Los gastos de publicidad relacionados con las operaciones de franquicia no afectan los gastos de la compañía ya que estos se recuperan de los franquiciados. Los gastos de publicidad relacionados con las operaciones de franquicia fueron de USD 32, USD 26 y USD 43 millones en 2021, 2020 y 2019, respectivamente.

1.8. Impacto de la inflación

Algunos de los países en los que Arcos Dorados opera han experimentado, o se encuentran experimentando actualmente, altas tasas de inflación. En general, a lo largo del tiempo, Arcos Dorados ha demostrado la capacidad de gestionar entornos inflacionarios de manera eficiente.

Durante los años 2021 y 2020, Arcos Dorados ha actuado de forma eficaz, y los ingresos de la compañía en análisis se han visto afectados favorablemente por la estrategia de precios en muchos de estos entornos inflacionarios, ya que pudieron aumentar el cheque promedio para mantener el ritmo de la inflación.

En 2021, el 68% de los ingresos totales de Arcos Dorados provinieron de restaurantes en Brasil, Argentina y México. Si bien las cifras son informadas en USD, los ingresos son percibidos en la moneda local de los territorios en los que Arcos Dorados opera y estos

⁸ El programa McProtegidos consta de la adaptación de sucursales de Arcos Dorados teniendo en consideración las normativas y las recomendaciones de los distintos gobiernos por la emergencia sanitaria del Covid-19. Algunas medidas fueron reducción de mesas para respetar la distancia social, señalización de rutas para circular dentro de los locales, oferta de alcohol en gel, entre otros.

⁹ El McDelivery es una forma de entrega a domicilio de productos de McDonald's.

¹⁰ El Automac es un canal de ventas drive thru, en el cual los clientes pueden realizar y abonar pedidos de la cadena McDonald's sin necesidad de bajarse de su automóvil.

ingresos pueden verse afectados por variaciones en el tipo de cambio local con respecto al USD, lo que puede generar la necesidad de aumentar los precios.

A continuación se detallarán las evoluciones económicas de los países anteriormente mencionados, que son en los que Arcos Dorados posee mayores ventas:

El real brasileño se depreció 3,9% en 2019, luego se depreció un 29% en 2020 y un 7,4% en 2021, para finalmente apreciarse un aproximadamente un 4% en el primer semestre de 2022. La Resolución brasileña 3.568 establece que, sin perjuicio del deber de identificación de los clientes, las operaciones de compra o venta de divisas hasta USD 3.000 o su equivalente en otras monedas no están obligadas a presentar documentación relativa a las transacciones jurídicas. De acuerdo con la Resolución 3.568, el Banco Central de Brasil puede definir formularios simplificados para registrar operaciones de compra y venta de divisas hasta por USD 3.000 o su equivalente en otras monedas. Aunque el Banco Central de Brasil ha intervenido ocasionalmente para controlar los movimientos en los tipos de cambio, el mercado cambiario puede continuar siendo volátil como resultado de movimientos de capital u otros factores y, por lo tanto, el real brasileño puede disminuir sustancialmente o apreciarse en valor en relación con el USD en el futuro. La ley brasileña establece además que siempre que haya un desequilibrio significativo en la balanza de pagos de Brasil o razones para prever tal desequilibrio significativo, el gobierno brasileño puede, y lo ha hecho en el pasado, imponer restricciones temporales a la remesa de fondos e inversores extranjeros en Brasil. La probabilidad de que el gobierno brasileño imponga tales medidas restrictivas puede verse afectada por el alcance de las reservas de moneda extranjera de Brasil, la disponibilidad de moneda extranjera en los mercados de divisas en la fecha de vencimiento del pago, el tamaño de la carga del servicio de la deuda de Brasil en relación con la economía en su conjunto y otros factores.

No sería posible asegurar que el Banco Central de Brasil no modificará sus políticas o que el gobierno brasileño no constituirá restricciones o demoras en las remesas transfronterizas con respecto a valores emitidos en los mercados internacionales de capital.

Por su parte, el peso argentino se depreció 58,9% en 2019, un 40,5% en 2020, un 22,1% en 2021 y aproximadamente un 50% en el primer semestre de 2022. Durante los últimos años, Argentina ha tenido controles cambiarios que endurecieron las restricciones a los flujos de capital y los controles de cambio, además de la limitación sustancial de realizar transferencias, retener divisas o realizar pagos en el exterior. Mediante el Decreto No. 609/2019, y sus modificaciones, el gobierno argentino restableció los controles de cambio de divisas y autorizó al Banco Central de Argentina a:

- regular el acceso al mercado de divisas (Mercado Libre de Cambios o "MLC") para la compra de divisas y remesas al exterior, y
- establecer normas para evitar prácticas y transacciones tendientes a eludir las medidas adoptadas mediante el decreto.

Como consecuencia de estos controles de cambio, el diferencial entre el tipo de cambio oficial y otros tipos de cambio en mercados paralelos se ha ampliado significativamente, alcanzando un valor de aproximadamente 100% por encima del tipo de cambio oficial a fines del primer semestre 2022.

El peso mexicano se apreció 3,7% en 2019, se depreció 5,2% en 2020, se depreció 3,1% en 2021 y recientemente se apreció aproximadamente un 3% en el primer semestre de 2022. Durante los últimos años, el gobierno mexicano ha mantenido una política de no intervención en los mercados cambiarios, más allá de la realización de subastas periódicas para la compra de USD, y no ha tenido en vigor ningún control de cambio (aunque estos controles han existido y han estado en vigor en el pasado). No sería posible asegurar que el gobierno mexicano mantendrá sus políticas actuales con respecto al peso mexicano o que el peso mexicano no se depreciará más o se apreciará significativamente en el futuro.

Adicionalmente se encuentra el caso de Venezuela, país en el que Arcos opera y se encuentra expuesto a grandes fluctuaciones a nivel inflacionario. El mercado venezolano está actualmente sujeto a controles de precios que limitan la capacidad de aumentarlos para compensar el impacto de la continua inflación en sus costos operativos y la depreciación de moneda local en relación al USD en consecuencia. Si bien Arcos Dorados logró sortear el impacto negativo de los controles de precios en las operaciones desde 2015 hasta 2021, la existencia de dichas leyes y reglamentos continúa presentando un riesgo para su negocio.

1.8.1. Medidas comerciales clave

Arcos Dorados realiza un seguimiento de sus resultados de operaciones mediante el uso de tres medidas comerciales clave: crecimiento de ventas comparables, ventas promedio de restaurantes y crecimiento de ventas en moneda constante. Al analizar las tendencias comerciales, la gerencia considera una variedad de medidas financieras y de rendimiento, que incluyen: EBITDA ajustado, crecimiento de ventas comparables, datos de todo el sistema, medidas de moneda constante y ventas promedio de restaurantes.

1.8.2. Conversión de moneda extranjera

Los estados financieros de las subsidiarias que operan en el extranjero se convierten de acuerdo con la guía de ASC830¹¹, Asuntos de moneda extranjera. Con excepción de las operaciones en Venezuela y Argentina, las monedas funcionales de las subsidiarias que operan en el extranjero son las monedas locales de los países en los que se lleva a cabo las operaciones. Por lo tanto, los activos y pasivos de estas subsidiarias se convierten a USD a las tasas de cambio vigentes a la fecha del balance general, y los ingresos y gastos se convierten a las tasas de cambio promedio vigentes durante el período. Los ajustes de conversión se incluyen en el componente "Otra pérdida integral acumulada" del patrimonio de los accionistas. Se registran los resultados cambiarios relacionados con las transacciones de activos y pasivos monetarios, incluidas las transacciones entre compañías, denominadas en monedas distintas a las monedas funcionales en su estado consolidado de resultados.

Según los US GAAP¹², se considera que una economía es altamente inflacionaria cuando su tasa de inflación acumulada de tres años alcanza o supera el 100 %. Desde el 1 de enero de 2010 y el 1 de julio de 2018, Venezuela y Argentina, respectivamente, se consideran altamente inflacionarias, y los estados financieros de cada una de estas subsidiarias se vuelven a medir como si su moneda funcional fuera la moneda de presentación de la matriz inmediata de la subsidiaria correspondiente (USD para las operaciones en Venezuela y reales brasileños para las operaciones argentinas desde julio de 2018 hasta junio de 2020 y USD desde julio de 2020, como resultado de un cambio de la subsidiaria empresa matriz inmediata). Como resultado, las ganancias y pérdidas por remediación se reconocen en "Otro resultado integral acumulado" dentro del capital contable.

1.9. Estructura organizacional

La compañía Arcos Dorados Holding Inc cuenta con Los Laureles Ltd como accionista con votos mayoritarios (quien posee el 38,01% del capital social emitido y en circulación, y el 75,40% del poder de voto en virtud de su propiedad del 100% de las acciones clase B al 31 de diciembre de 2021). Luego, Invesco Ltd posee el 9,28% del capital social y un 3,68% de poder de voto; la Junta de Supervisores de TIAA cuenta con el 8,55% del capital

¹¹ El ASC 830 (por sus siglas en inglés "Accounting Standards Codification", o "Estándares de codificación contables") consiste en una guía para la conversión a moneda extranjera.

¹² Los US GAAP son principios, estándares y procedimientos contables generalmente aceptados en Estados Unidos.

social y un 3,39% de poder de voto; mientras que el resto de capital social y poder de voto está en oferta pública.

Los Laureles Ltd., una compañía de las Islas Vírgenes Británicas, de la cual es propietario Woods Staton, presidente ejecutivo. Conforme a los acuerdos de MFA, Los Laureles Ltd. debe poseer en todo momento al menos el 51% de los derechos de voto y el 30% de la participación económica, lo que se logra a través de su propiedad del 100% de las acciones clase B de Arcos Dorados Holdings Inc., cada una con cinco votos por acción.

La Junta de Supervisores de TIAA es una matriz de cuatro fondos (TeachersAdvisors, LLC, TIAA-CREF Investment Management LLC, Nuveen Asset Management LLC y USBancorp Asset Management, Inc), que presentó el Formulario 13F ante la SE el 31 de diciembre de 2021. Estos cuatro fondos tenían poder de voto exclusivo y poder único de disposición con respecto a 17.989.308 acciones clase A.

Invesco Ltd. es la última matriz de cuatro fondos (Invesco Advisers, Inc., Invesco Asset Management Ltd., Invesco Canada Ltd. e Invesco HongKongLtd), que presentaron el Formulario 13F ante la SE el 31 de diciembre de 2021. Estos fondos tenían poder de voto y poder de disposición exclusivo con respecto a 19.527.756 acciones clase A.

1.10. Composición de la empresa

Es importante destacar que la gran mayoría del equipo de gestión que trabaja para McDonald' s tiene más de 20 años de experiencia en la empresa, lo que representa una ventaja de Arcos Dorados contra sus competidores.

1.10.1. Directores

El Directorio de Arcos Dorados está actualmente compuesto por diez miembros, cinco de los cuales son directores independientes.

En caso de que se obtenga la misma cantidad de votos en las votaciones del Consejo de Administración, el presidente ejecutivo tendrá voto para desempatar.

La escritura de constitución y sus estatutos autorizan a Arcos Dorados a tener ocho miembros, y el número de miembros autorizados puede aumentar o disminuir por resolución de los accionistas o por resolución de los directores.

De acuerdo con sus estatutos sociales, el Consejo de Administración se divide en tres clases. No hay distinción en el voto u otros poderes y autoridades de directores de diferentes clases. Los miembros de cada clase sirven términos escalonados de tres años.

Además, los directores de cada clase serán elegidos por períodos de tres años en la asamblea anual de accionistas en el año en que expire su período.

En la asamblea general anual de accionistas más reciente, celebrada el 29 de abril de 2022, los accionistas reeligieron a la Sra. Annette Franqui, la Sra. Cristina Presz Palmaka, el Sr. Carlos Hernandez-Artigas y el Sr. Marcelo Rabach para servir como directores Clase II.

Las clases actualmente están compuestas de la siguiente manera:

- El Sr. Woods Staton, el Sr. Alonso y el Sr. Francisco Staton son directores Clase I, cuyo mandato expirará en la asamblea anual de accionistas a celebrarse en 2024.
- El Sr. Hernández-Artigas, la Sra. Franqui, el Sr. Rabach y la Sra. Presz Palmaka De Luca son directores Clase II, cuyo término vencerá en la asamblea anual de accionistas que se llevará a cabo en 2025.
- Los señores Chu, Vélez y Fernández son directores Clase III, cuyo mandato expirará en la asamblea anual de accionistas a celebrarse en 2023.

Cualquier director puede ser removido, con o sin causa, por una resolución de los accionistas o una resolución de los directores. Los directores no tienen un requisito de edad de retiro bajo.

1.10.2. Ejecutivos

Ellos son los encargados de la gestión y representación de la empresa.

Arcos Dorados cuenta con una sólida gestión centralizada liderada por el Sr. Marcelo Rabach, Director General, con amplia experiencia en desarrollo, ingresos, gestión de la cadena de suministro, operaciones, finanzas, marketing, asuntos legales, recursos humanos, comunicaciones y capacitación.

La mayoría de los funcionarios ejecutivos han trabajado en la industria de servicios de alimentos durante varios años. Muchos de los miembros del equipo gerencial tienen una larga historia con las operaciones de McDonald' s en América Latina y el Caribe y con el Sr. Rabach, ya que han trabajado juntos como equipo durante muchos años. Los funcionarios ejecutivos son designados por el Directorio por un período indefinido.

En la siguiente tabla puede observarse el detalle de ejecutivos al 31 de diciembre de 2021:

Tabla 1: Funcionarios del Directorio

al 31 de diciembre 2021

Nombre	Posición	Año de inicio de posición	Año de inicio en Arcos Dorados
Sebastián Magnasco	Vice President of Development	2007	1994
Juan David Bastias	Chief Legal Counsel	2010	2010
Marlene Fernandez del Granado	Vice President of Government Relations	2011	2009
Diego Benenzon	Vice President of Human Resources	2014	2009
Paulo Camargo	Divisional President--Brasil	2015	2011
Marino Tannenbaum	Chief Financial Officer	2017	2008
David Grinberz	Vice President of Corporate Communications	2018	2010
Marcelo Rabach	Chief Executive Officer	2019	1990
Luis Raganato	Chief Operating Officer	2019	1991
Santiago Blanco	Chief Marketing and Digital Officer	2019	2019
Daniel Schleiniger	Vice President of Investor Relations	2020	2020
Gustavo Pas cualino	Divisional President-NOLAD	2021	1989
Gabriel Serber	Vice President of Social Impact and Sustainable Development	2021	1990
Karina Montiel	Vice President of Supply Chain	2021	1996
Magdalena Gonzalez Victoric	Chief Technology Officer	2021	1999
Francisco Staton	Divisional President- SLAD	2021	2013

Fuente: Reporte Anual 20F de Arcos Dorados al 2021.

1.10.3. Empleados

Los empleados de Arcos Dorados son un componente crucial de la experiencia de servicio de restaurante de sus clientes. Como tal, se los capacita constantemente para brindar un servicio rápido y amigable a través de una serie de programas de capacitación.

Arcos Dorados se basa en los programas de capacitación de McDonald's, que cuentan con un amplio conjunto de controles de calidad a lo largo de la producción, el procesamiento y la distribución, además de extender los criterios a los restaurantes, donde se monitorea el desempeño de los gerentes de restaurantes y se utilizan informes externos continuos de oportunidades de satisfacción del cliente que analizan indicadores operativos clave.

Los empleados se pueden dividir en tres categorías diferentes:

- Tripulación.
- Gerentes de restaurantes.
- Personal profesional.

Debido a las diferentes tareas de cada una de estas categorías de empleados, las tasas de rotación difieren significativamente. La rotación de tripulantes es considerablemente más alta que la rotación de gerentes y personal profesional.

Al 31 de diciembre de 2021, Arcos Dorados contaba con un total de 81.256 empleados en restaurantes y personal de operación en todos los países de la compañía. De este número, el 83% eran tripulantes, el 13% eran gerentes de restaurantes y el resto era personal profesional. Aproximadamente el 42% de los empleados estaban ubicados en Brasil.

Arcos Dorados cuenta actualmente con varios tipos de acuerdos laborales con los empleados en Brasil. Algunos de los empleados reciben salarios mensuales mientras que otros son pagados por hora, pero todos sus empleados tienen horarios fijos de trabajo debido a un acuerdo firmado con la Fiscalía de Trabajo del Estado de Pernambuco.

La mayoría de sus empleados en Brasil, en particular estudiantes y menores de edad, tienen horarios de trabajo inferiores a 180 horas por mes. La ley brasileña exige que los empleadores proporcionen un salario mínimo mensual que, en el caso de los empleados que son pagados por hora, se prorratea en términos de salarios por hora.

1.11. Acciones

En Arcos Dorados 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 de clase B otorgan derecho a cinco votos. Las primeras son propiedad tanto de los empleados como del público, mientras que las segundas son propiedad exclusiva de la compañía de Staton, Los Laureles Ltda.

De acuerdo con el informe anual al 31 de diciembre 2021, y conforme a lo establecido en estatutos sociales, Arcos Dorados está autorizado a emitir un máximo de USD 420 millones de acciones clase A, sin expresión de valor nominal por acción, y USD 80 millones de acciones clase B, sin valor nominal por acción.

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).



2. Análisis de la Industria

2.1. Clasificación en industria

Arcos Dorados se encuentra en una industria altamente competitiva, que es la de alimentos. Más específicamente, se encuentra en la industria de comida rápida (QSR, Restaurantes de Servicio Rápido, por sus siglas en inglés).

La comida rápida se refiere a alimentos comestibles que se pueden preparar velozmente y servir fácilmente. Los restaurantes de comida rápida ofrecen una amplia variedad de opciones para satisfacer diferentes preferencias de consumidores.

Generalmente, los ingredientes utilizados son precalentados o precocinados y se los entrega a los clientes en forma envuelta para llevar. Esta categoría de alimentos se compone de un menú rentable diseñado para personas trabajadoras que no poseen el tiempo para cocinar su propia comida.

Esta industria puede dividirse en dos tipos de segmentos:

Basados en el tipo de comida:

- Pizza/Pasta,
- Hamburguesas/Sándwiches,
- Pollo,
- Comida Asiática/ Latinoamericana,
- Mariscos,
- Otros

Basados en el usuario final:

- Restaurantes de servicio completo,
- Restaurantes de Servicios Rápido,
- Catering,
- Otros.

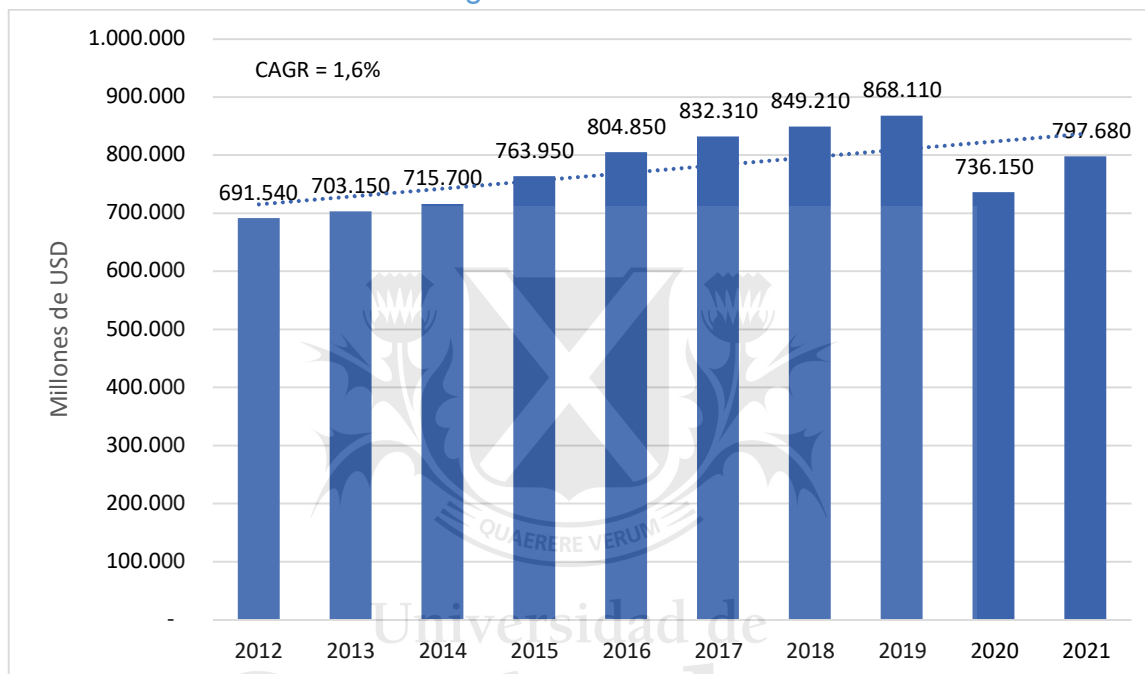
Aunque las condiciones varían de acuerdo en los países donde estos tipos de empresas operan, Arcos Dorados compite con varias entidades establecidas a través de la calidad, precio, imagen de la marca, ubicaciones de sus restaurantes y promociones de ventas. Ya que la industria de alimentos rápidos tiene pocas barreras de entrada, los competidores son diversos y existen tanto competidores nacionales como internacionales.

Es importante destacar que las ventas de la industria se encuentran altamente relacionadas con los niveles de ingreso de cada territorio, además de las distintas

situaciones mundiales (dado que hechos como la pandemia de COVID-19 afectan las ventas del sector)

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de ventas mundiales de la industria en los últimos años:

Gráfico 12: Evolución de ventas globales en el mercado de QSR



Fuente: Elaboración propia en base a información sobre ventas QSR globales del portal de estadísticas de Statista.

Desde el 2012 hasta 2019 las ventas globales de la industria de comida rápida han mantenido una leve tendencia alcista, alcanzando los USD 868.110 millones en 2019. En 2020 se puede ver una caída por más de USD 100.000 millones producto de la pandemia del COVID-19 padecida a nivel mundial, donde en muchos territorios hubo políticas de aislamiento social obligatorio, impidiendo a los restaurantes a abrir sus locales al público.

Cabe destacar que los restaurantes de alimentos fueron unos de los primeros locales en reabrir al público, siendo una industria indispensable y muy castigada durante la pandemia. Dicha apertura fue parcial, ya que solo se podían realizar consumos para llevar al comienzo, sin habilitarse el consumo en el lugar. Para esto se extremaron las precauciones de higiene, salud y distanciamiento social; lo que generó un gran aumento de costos en materiales como papel higiénico, guantes de látex, cubrebocas, alcohol en gel, entre otros.

A finales del 2020 y comienzos del 2021, los restaurantes en la gran mayoría de los países contaron con aperturas totales, recuperándose la posibilidad de consumir en el lugar.

Cabe destacar que las políticas, tiempos de cierre y reapertura tanto total como parcial, materiales a incluir para priorizar la salud, fueron completamente diferentes en los distintos países del mundo.

2.2. Industria restaurantes en Latinoamérica hoy

La industria de restaurantes en América Latina representa casi USD 250.000 millones (considerando 7 países).

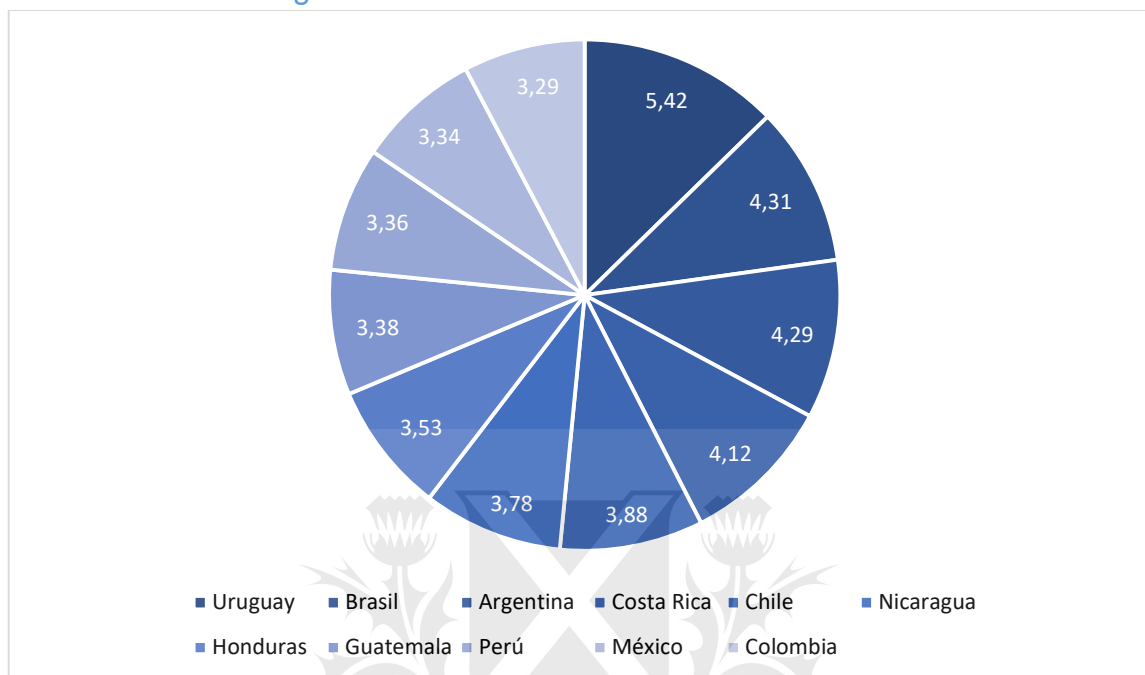
Brasil - que corresponde al segmento más representativo en ventas de Arcos Dorados- tiene el gasto per cápita en restaurantes más alto de la región (casi USD 700 por año), seguido por Argentina y México (países con altas ventas en los otros segmentos geográficos). Por otra parte, las cadenas de restaurantes representan cerca de un tercio de las ventas en Chile (país con la mayor proporción de cadenas) pero sólo el 8% en Brasil.

Claramente, y como se mencionó con anterioridad, la evolución de ventas en la industria se ve claramente relacionada no solo con los tipos y estándares de vida de sus habitantes sino que también con el poder adquisitivo que dispongan.

Una forma de ver la situación económica de un país es a través del índice Big Mac. Este es publicado por "The Economist" desde 1986 y es un indicador simplificado del costo de vida en cada país, ya que se calcula comparando los precios de una hamburguesa Big Mac en una gran cantidad de naciones. Para hacer la comparación, se utiliza el precio de la hamburguesa Big Mac dado que es uno de los principales productos de McDonald' s y está disponible en casi todos los países, fabricándose en tamaño, composición y calidad estándares.

En el grafico a continuación es posible visualizar el precio de Big Mac en distintos países de Latinoamérica:

Gráfico 13: Índice Big Mac en América Latina 2021



Fuente: Elaboración propia en base a información de precios de Big Mac del portal de estadísticas de Statista.

Tal como se puede ver en gráfico, al 31 de diciembre de 2021, el precio promedio más alto por una Big Mac en América Latina fue de USD 5,42, registrado en Uruguay. Esto reflejaría que el costo en el país uruguayo es el más alto de todos los territorios en los que Arcos Dorados opera. A Uruguay le siguen Brasil y Argentina, con precios promedios de USD 4,31 y USD 4,29 respectivamente.

Mientras tanto, el precio promedio más bajo de este producto en la región fue el de Colombia con un precio de USD 3,29. A este país le sigue México, que fue estimado en un precio promedio de solo USD 3,34 en el mismo período.

2.3. Relación del crecimiento económico y la industria QSR

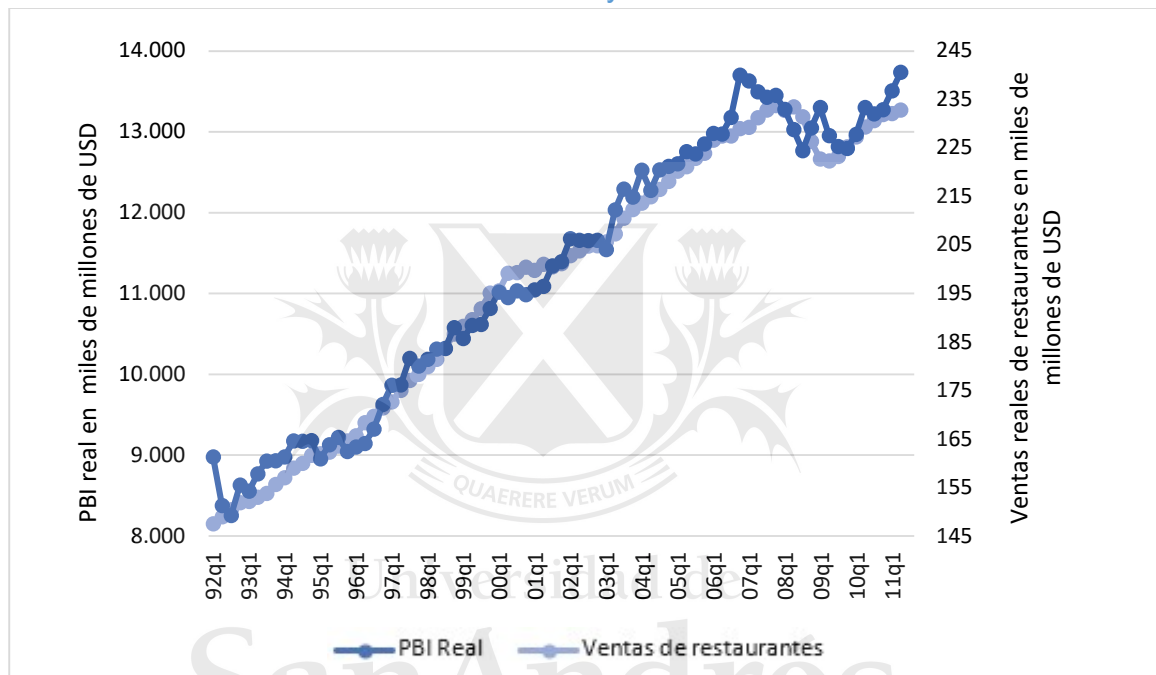
Tal como se mencionó con anterioridad, la evolución de ventas en la industria QSR se encuentra relacionada con los estándares de vida y poder adquisitivo de sus habitantes. Para demostrar esta tendencia se analizó la relación existente entre las variaciones del Producto Bruto Interno y de la evolución en ventas de la industria en análisis.

En base a lo establecido en la publicación “La relación del ciclo económico de la industria de restaurantes con el PBI” de Katharine Ransom, las distintas industrias reaccionan de diferentes formas ante las fluctuaciones en la economía. Particularmente las ventas en la

industria de restaurantes se caracterizan por acompañar las variaciones en la economía, decreciendo en momentos de recesión y aumentando cuando crece la economía.

En el gráfico a continuación se ilustró la evolución del PBI real y de las ventas de restaurantes en análisis, con el objetivo de visualizar que la evolución de ambos sigue la misma tendencia:

Gráfico 14: Evolución histórica del PBI real y de las ventas reales de restaurantes



Fuente: "La relación del ciclo económico de la industria de restaurantes con el PBI" de Katharine Ransom

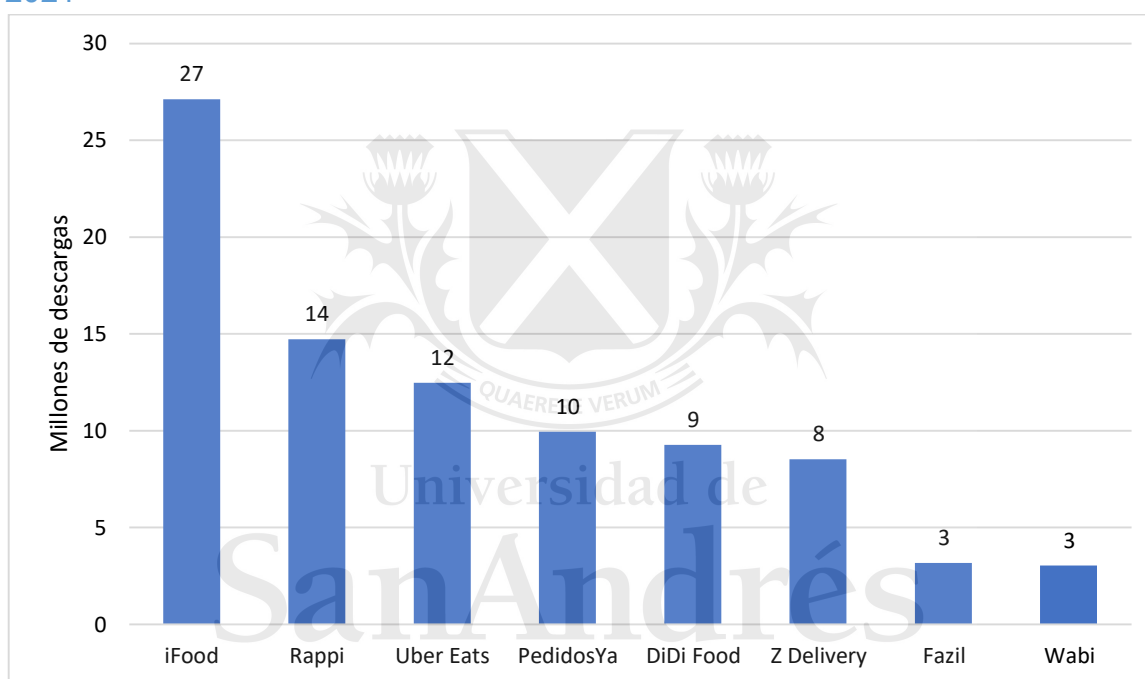
Tal como se puede ver, las ventas reales de restaurantes evolucionan junto con el PBI real, pero tienen más fluctuaciones. A pesar de esto, las mencionadas fluctuaciones se mantienen estables en torno a la evolución del PBI.

2.4. Aplicaciones de reparto de comida: Un impulso de ventas para la industria

Tal como se mencionó, en América Latina la industria de restaurantes ha sido particularmente golpeada por la pandemia. No solo se sufrió un fuerte impacto económico, sino que las medidas restrictivas de circulación resultaron muchas veces mayores que en otras partes del mundo, afectando la posibilidad de generar ventas.

De cualquier forma, y como consecuencia de la pandemia, las preferencias de los consumidores se desplazaron a los canales en línea, como las aplicaciones de entrega de alimentos. Hoy en día, los consumidores utilizan cada vez más estas aplicaciones para ordenar comida. La recuperación post crisis y el crecimiento esperado del mercado latinoamericano de comida rápida que se pudo apreciar en el apartado anterior se atribuye en gran medida a los cambios en los patrones de consumo de alimentos de los consumidores junto con la alta urbanización en la región.

Gráfico 15: Aplicaciones de reparto de comida más descargadas en América Latina 2021

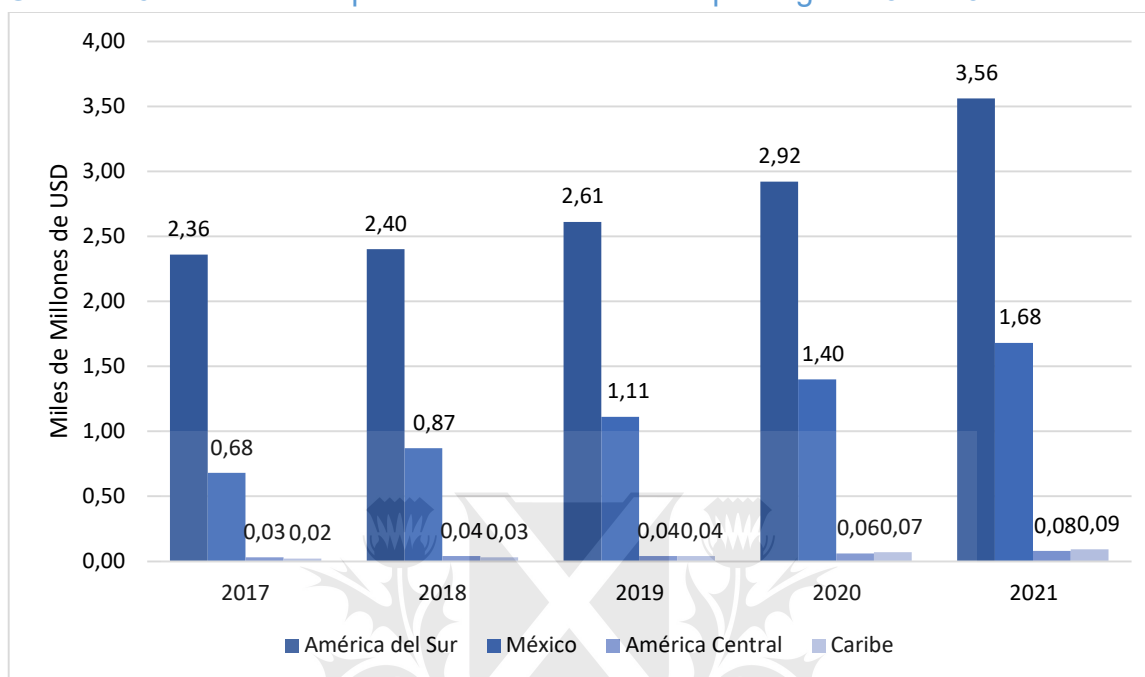


Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas de Statista.

La aplicación iFood fue descargada 27 millones de veces en Brasil, Colombia y México, dato gracias al cual se posicionó como la aplicación de reparto de comida con mayor volumen de descargas en la región. A continuación está la empresa colombiana Rappi con 14,72 millones de descargas en el mismo período.

Además, los crecientes ingresos disponibles de los consumidores, y el aumento de la población activa que depende en gran medida de la comida rápida debido a su estilo de vida agitado, son otros factores que inducen el crecimiento del sector. Las características favorables de la comida rápida tales como la rentabilidad, la preparación rápida, el servicio uniforme y las amplias opciones de comida, también han llevado a una mayor preferencia entre los consumidores.

Gráfico 16: Ventas de reparto de comida en línea por región 2017-2021



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas de Statista.

En el cuadro se puede observar el mencionado aumento de ventas de comida rápida en línea, que en un principio fue paulatino y luego se vio potencializado por la pandemia. Se puede notar que particularmente en América del Sur existió un incremento muy alto en ventas en línea de comida rápida en 2021, posiblemente impulsado por la incorporación de muchas cadenas a la oferta en aplicaciones.

Sin embargo, también es importante mencionar las crecientes preocupaciones de salud causadas por los efectos negativos de la comida rápida sobre la salud humana, como la obesidad, el sobrepeso y otros problemas médicos; además de existir crecientes regulaciones sobre seguridad alimentaria y bienestar animal que han obstaculizado el crecimiento de la industria.

Por todas estas razones, el mercado de la industria de comidas rápidas aprecia la incorporación de productos saludables al menú de comidas rápidas. Platos con proteínas a base de plantas, menos saborizantes artificiales y sin conservantes son algunas de las ofertas cada vez más requeridas por los consumidores.

2.5. Posicionamiento Competitivo

Arcos Dorados, representando a la marca McDonald' s, compite con minoristas internacionales, nacionales, regionales y locales de productos alimenticios. Se compite sobre la base del precio, la conveniencia, el servicio, la variedad del menú y la calidad del producto. La mencionada competencia en la perspectiva más amplia incluye restaurantes, establecimientos de comida rápida, pizzerías, cafeterías, vendedores ambulantes, heladerías, tiendas de conveniencia, charcutería y supermercados.

De cualquier forma, la cuota de mercado de McDonald' s en territorios de Arcos Dorados tiende a ser del 10%, triplicando a competidores como Burger King. A pesar de existir riesgo de pérdida de cuota de mercado, se estima esto es poco probable dado el conocimiento de marca, lealtad de consumidores y economías a escala que apoyan la estructura de costos y da mayor flexibilidad a las políticas de precio.

2.6. Competencia: empresas nacionales y extranjeras

Existen muchos competidores para la marca: teniendo en consideración el sector de restaurantes, cantinas y bares, existen por nación miles de competidores; y si se sumara la competencia de todos los países en los que Arcos Dorados se desarrolla, el número de empresas que operan dentro del sector es exorbitante, e imposible de nombrarlas a todas.

Es por esto que la competencia será analizada a nivel franquicia. Disminuyéndolo tan sólo al mercado de Comidas Rápidas, y solo enumerando las cadenas más grandes, reconocidas y representativas de los segmentos geográficos se pueden enunciar los siguientes competidores:

- Kentucky Fried Chicken (KFC)
- Pizza Hut,
- Taco Bell,
- Burger King
- Tim Horton' s
- Popeye' s
- Wendy' s
- Subway

Estos competidores se ubican en los mencionados segmentos de la siguiente forma:

Tabla 2: Ubicación de los competidores en las regiones de Brasil, SLAD y NOLAD

Región	Brasil	NOLAD	SLAD
Burger King	✓	✓	✓
Subway	✓	✓	✓
Popeye' s			✓
Tim Horton's		✓	
KFC	✓	✓	✓
Pizza Hut		✓	✓
Taco Bell	✓	✓	✓
Wendy' s	✓	✓	✓

Fuente: Elaboración propia en base al portal de Statista.

Seis de las ocho marcas mencionadas pertenecen a dos grupos:

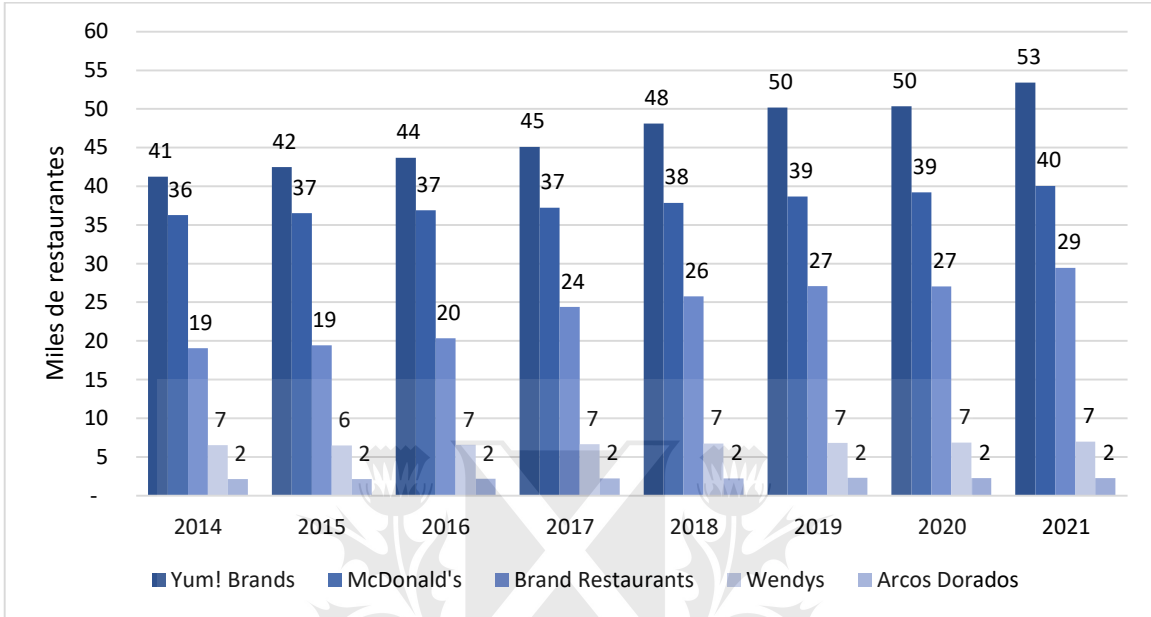
- El grupo Yum! Brands Inc., dueño de las marcas KFC, Pizza Hut y Taco Bell.
- Restaurant Brands International controla posiblemente el mayor rival de McDonald' s en el mundo, Burger King, así como la cadena de cafeterías canadiense Tim Horton's y los restaurantes Popeye Louisiana Kitchen.

Universidad de

Todas las marcas anteriormente mencionadas, junto con Mc Donald' s y Arcos Dorados como su representante en los países en los que tiene la franquicia, han aumentado su presencia en los países en análisis a lo largo de los años; con una excepción por crisis por pandemia de COVID-19 en el año 2020.

En el siguiente gráfico puede se puede observar el crecimiento en puntos de venta de Mc Donald' s, Arcos Dorados y su competencia en el periodo de 2014 a 2021:

Gráfico 17: Cantidad de restaurantes a nivel mundial de Arcos Dorados y competencia 2014-2021



Fuente: Elaboración propia en base a información del portal de estadísticas de Statista.

Desde el 2014 al 2021, el número de locales de Yum! Brands restaurants globalmente incrementó año tras año. En 2021, hay 52.373 restaurantes franquiciados y 1.051 operados por la propia compañía. Como se mencionó, Yum! Brands es la entidad dueña de las marcas KFC, Taco Bell y Pizza Hut.

Por su parte, Wendy's cuenta con 6.949 restaurantes en 2021 a nivel mundial. Abrió 121 restaurantes en el año en análisis.

Brands International Restaurant posee un total de 29.456 restaurantes tanto propios como franquiciados de las cadenas Burger King y la cafetería Tim Horton's y Popeye's Louisiana Kitchen.

Por su parte, McDonald's contó con 40.031 restaurantes para el periodo de 2021, tanto franquiciados como propios, siendo la segunda compañía con más restaurantes en todo el mundo. Arcos Dorados opera únicamente en los territorios en los que tiene la franquicia de McDonald's, contando con 2.261 restaurantes.

2.7. Relación con proveedores y distribuidores externos

McDonald' s es reconocido mundialmente como líder en seguridad alimenticia por la comunidad de salud pública. Esto se debe en gran medida al tipo de gestión de su cadena de suministros.

Arcos Dorados utiliza el modelo de gestión de la cadena de suministro centralizada de McDonald' s, que depende de proveedores y distribuidores externos aprobados y, por lo general, utilizan varios proveedores para satisfacer necesidades de bienes.

El sistema mencionado se basa en la selección y desarrollo de proveedores de productos básicos (carnes, pollo, bollos, papas, verduras, salsas, queso, mezclas lácteas y bebidas) y productos secundarios (aderezos, carne de cerdo, condimentos y confitería), que sean capaces de cumplir con los altos estándares de calidad de McDonald' s y establecer relaciones sostenibles en el tiempo para asegurar el correcto aprovisionamiento.

Los estándares que McDonald' s exige a sus proveedores incluyen altas expectativas con respecto a sistemas de gestión de calidad y seguridad alimenticia, además de la solicitud de cumplimiento de esquemas y prácticas de fabricación y gestión reconocidos internacionalmente para cumplir o superar todas las reglamentaciones alimenticias locales. Algunos ejemplos son requisitos de control de calidad como buenas prácticas de manufactura, control de plagas, plan HACCP (Control de Riesgos y Puntos Críticos) controles de microbiología y evaluaciones sensoriales.

Los 35 mayores proveedores de la cadena de suministros de McDonald' s representan aproximadamente el 75% de las compras, excluyendo Venezuela. Muy pocos de esos proveedores cuentan con contratos por escrito con Arcos Dorados directamente, ya que se cuenta con precios, protocolos o acuerdos que derivan de McDonald' s.

El proceso de aprobación de proveedores es minucioso y prolongado para garantizar el cumplimiento de los mencionados estándares de calidad de McDonald' s. Por lo tanto, se tiende a desarrollar relaciones sólidas con los proveedores aprobados y, dada la importancia de tener a McDonald' s como cliente, los proveedores ofrecen precios atractivos que igualmente cubran los costos de producción en los estándares requeridos.

Si bien se obtienen productos de muchos proveedores aprobados en América Latina y el Caribe, lo que reduce la dependencia de un solo proveedor, la naturaleza informal de la mayoría de las relaciones con proveedores puede generar una falta de suministro confiable en el corto o largo plazo. Además, ciertos productos como la carne, productos lácteos, productos de confitería o frutas y verduras, muchas veces se compran localmente debido a las restricciones de importación.

Si los proveedores no proporcionan productos de manera oportuna debido a demanda imprevista, problemas de producción o distribución, problemas financieros o escasez o si McDonald's determina que cualquier producto o servicio ofrecido por un proveedor aprobado no cumple con sus estándares, Arcos Dorados se encuentra obligado a rescindir la relación con dicho proveedor.

En 1995 y 1996, McDonald's optó por un gran cambio en su sistema de abastecimiento: se instalaron empresas proveedoras que sigan a la marca en su proceso de expansión internacional como parte del proceso de globalización de los mercados. Un claro ejemplo de ello fue la apertura de una empresa procesadora de papas y de otra que abastece de hamburguesas, además de otra empresa dedicada a los servicios logísticos a través de un centro de distribución que recibe la mercadería de los proveedores y la entrega a los locales. A partir de ello se pudo empezar a implementar un modelo similar al sistema de producción justo a tiempo: los locales ahora hacen un pedido con una anticipación de 48 horas para recibirlo, prepararlo y luego comercializarlo, y cuentan con seguridad de entrega que les permite prescindir de la tenencia de grandes volúmenes de stock en restaurantes. Es importante destacar que el centro de distribución debe cumplir con las mismas exigencias a las que son sometidos los proveedores, garantizando la calidad de las materias primas hasta que llegan a los locales.

Universidad de
San Andrés

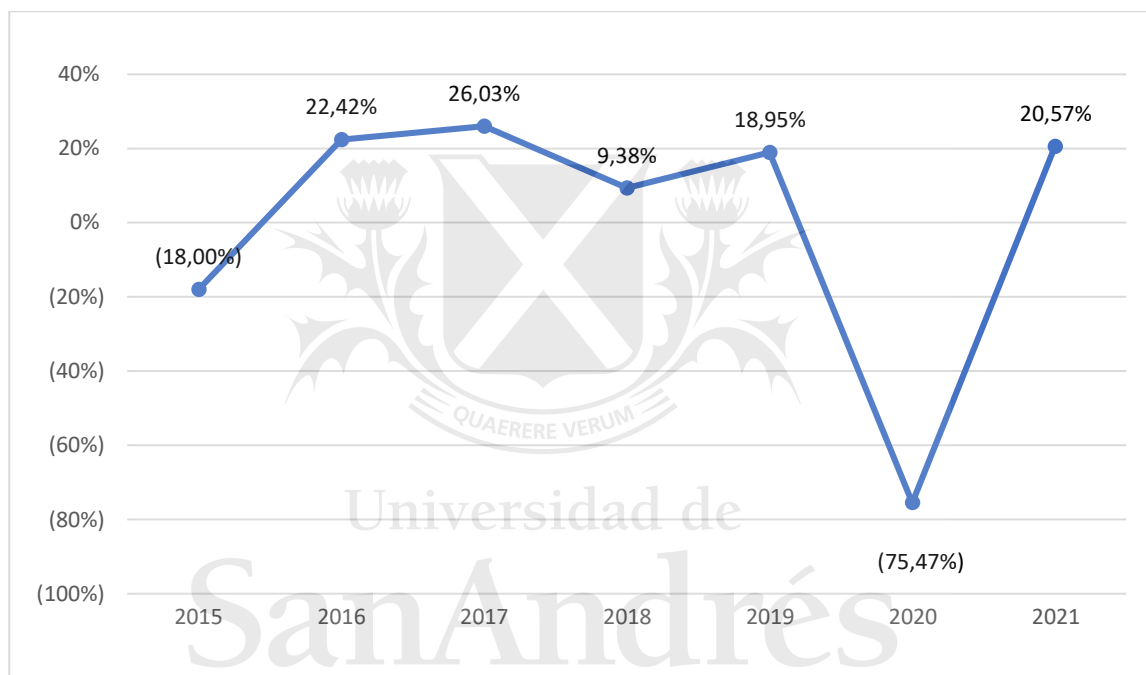
3. Análisis Financiero

3.1. Ratios de rentabilidad

Para analizar los ratios de rentabilidad es conveniente comenzar revisando el ratio ROE¹³, dado que otorga una visión del rendimiento de la empresa en relación a lo invertido por accionistas.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio en el periodo 2015-2021:

Gráfico 18: Evolución histórica del ratio ROE



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Tal como se puede apreciar en el gráfico, el retorno en base al patrimonio fue positivo exceptuando el año 2015 y 2020. En 2015, el ROE negativo tiene origen en el resultado negativo obtenido por la compañía que se encontró principalmente causado por baja en ventas dada la depreciación de monedas locales, que derivó en malas condiciones macroeconómicas en los países en los que Arcos Dorados principalmente operaba. Por su parte, el resultado de la compañía fue negativo en 2020 a causa de la baja en ventas generada por los cierres por cuarentena por COVID-19 que imposibilitaron el acceso de clientes a los restaurantes.

¹³ Retorno sobre el patrimonio (o "ROE" por sus siglas en inglés "return on equity"). Se refiere al retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto)

El ratio del resto de los años es aproximadamente similar, exceptuando el año 2018 donde la exposición a la caída de tipo de cambio de algunos países en los que las ventas son clave para Arcos Dorados nuevamente afectaron los resultados finales.

Cabe destacar la recuperación en ROE del año 2021, que supera el ratio prepandemia, como un indicio de mejora para inversionistas de Arcos Dorados. Además, se considera un ROE de 20% como saludable para este tipo de empresas.

Para interpretar de manera más completa las variaciones del ratio en análisis experimentadas, se reexpresará la fórmula del ROE a través del análisis Dupont. Esto resulta en:

$$ROE = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total promedio}} \times \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Activo total promedio}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Rotación de activos Margen de utilidad neta Multiplicador del capital

El primer componente para analizar es la rotación de activos, que refleja el número de veces que el activo de la empresa genera ingresos por ventas en un año. Es una medida de la eficiencia con la que se gestionan los activos.

El segundo es el margen de utilidad neta, o margen neto, y muestra la relación entre el resultado neto y las ventas. A diferencia del margen bruto, este no solo toma en cuenta los costos operativos y de producción, sino que también se incluyen otros resultados positivos y negativos como los financieros e impositivos, entre otros.

El último, llamado multiplicador del capital, refleja cuántas unidades monetarias de activos se han logrado financiar con cada unidad monetaria aportada por los accionistas.

En la siguiente tabla puede observarse la evolución de los componentes del ratio ROE:

Tabla 3: Evolución histórica del ratio ROE

Análisis Dupont de ROE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rotación de Activos	2,18	1,95	1,84	1,95	1,16	0,86	1,13
Margen de Utilidad Neta	(1,69%)	2,69%	3,89%	1,19%	2,7%	(7,53%)	1,71%
Multiplicador de Capital	4,89	4,28	3,64	4,02	6,07	11,58	10,68
ROE	(18,00%)	22,42%	26,03%	9,38%	18,95%	(75,47%)	20,57%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Como se mencionó en el análisis del ROE en general, se puede notar que las bajas en ganancias impactan fuertemente la relación de estas con lo invertido por accionistas.

Por otra parte, y en relación específicamente a la rotación de activos, se puede observar la fuerte caída en 2020 que acompañó la baja de ventas dados los cierres causados por la pandemia. Además es importante destacar la recuperación del año 2021. El margen de utilidad, por su parte, muestra una mejora en relación al año 2020, pero es importante destacar que a pesar de que la rotación alcanzó niveles similares a los prepandemia, el margen aun no refleja los niveles de años anteriores. Esto es así debido al aumento de costos que no permitió que el aumento de circulación y ventas sea suficiente para alcanzar los niveles de 2019. Finalmente, el multiplicador de capital refleja un nivel de financiación de activos a través del patrimonio neto similares, exceptuando una gran baja de financiación con capital propio generando una suba en el multiplicador de capital en el año 2020. Finalmente, en el año 2021, existe una ligera baja con respecto al año anterior.

Por otra parte se encuentra el ratio ROA¹⁴, que muestra la rentabilidad de la empresa en relación a los activos disponibles. Este ratio también puede expresarse de la siguiente manera:

$$ROA = \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total promedio}}}_{\text{Rotación de activos}} \times \underbrace{\frac{\text{EBIT}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen operativo}}$$

El componente de rotación de activos ya se analizó con anterioridad en la fórmula del ROE. En cambio el segundo, margen operativo, muestra la relación entre el resultado

¹⁴ El Retorno sobre activos (o "ROA" por sus siglas en inglés "return on assets") se refiere al retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

antes de intereses e impuestos, y las ventas. A diferencia del margen bruto, que muestra el beneficio directo de la actividad de una empresa, el margen operativo también toma en cuenta los costos operativos, de comercialización, de personal y depreciaciones, pero no se incluyen otros resultados positivos y negativos como los financieros e impositivos.

En la siguiente tabla puede observarse la evolución de los componentes de ROA:

Tabla 4: Evolución histórica del ratio ROA

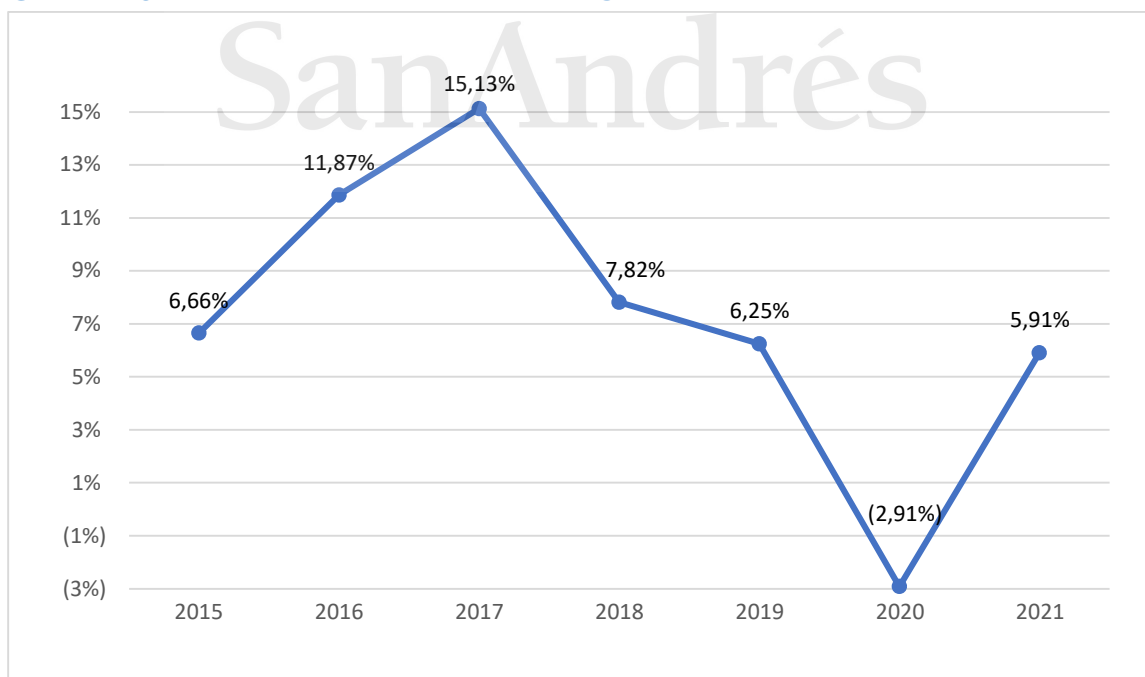
Evolución ROA (EBIT/T. Activos),	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rotación de Activos	2,18	1,95	1,84	1,95	1,16	0,86	1,13
Margen Operativo	3,06%	6,10%	8,22%	4,01%	5,40%	(3,36%)	5,25%
ROA	6,66%	11,87%	15,13%	7,82%	6,25%	(2,91%)	5,91%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Tal como se puede observar en la tabla, existieron dos grandes bajas en el ratio ROA. El primero fue del año 2017 a 2018, en el que la rotación de activos se mantuvo relativamente estable, pero la baja en margen operativo por la baja en resultados previamente mencionada generó una caída en el ratio. El segundo gran salto fue en 2020, año en el cual el margen fue negativo, lo que reflejó una fuerte caída del ROA.

En el siguiente gráfico puede observarse evolución del ratio ROA:

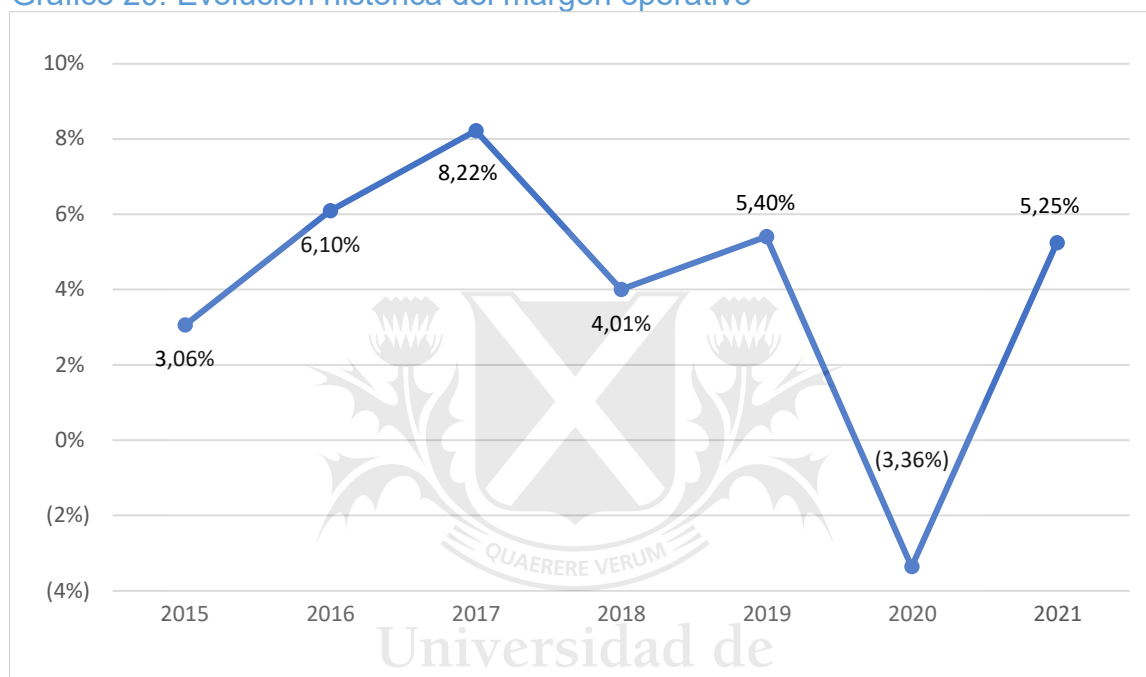
Gráfico 19: Evolución histórica del ratio ROA



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Además de ser un input para el cálculo del ROA, el margen operativo es una medida que nos permite relacionar el resultado operativo de la compañía con las ventas de la misma. Dado que el mismo no tiene en cuenta el efecto de intereses e impuestos, es un ratio que nos permite evaluar la rentabilidad de una empresa en base a sus operaciones.

Gráfico 20: Evolución histórica del margen operativo



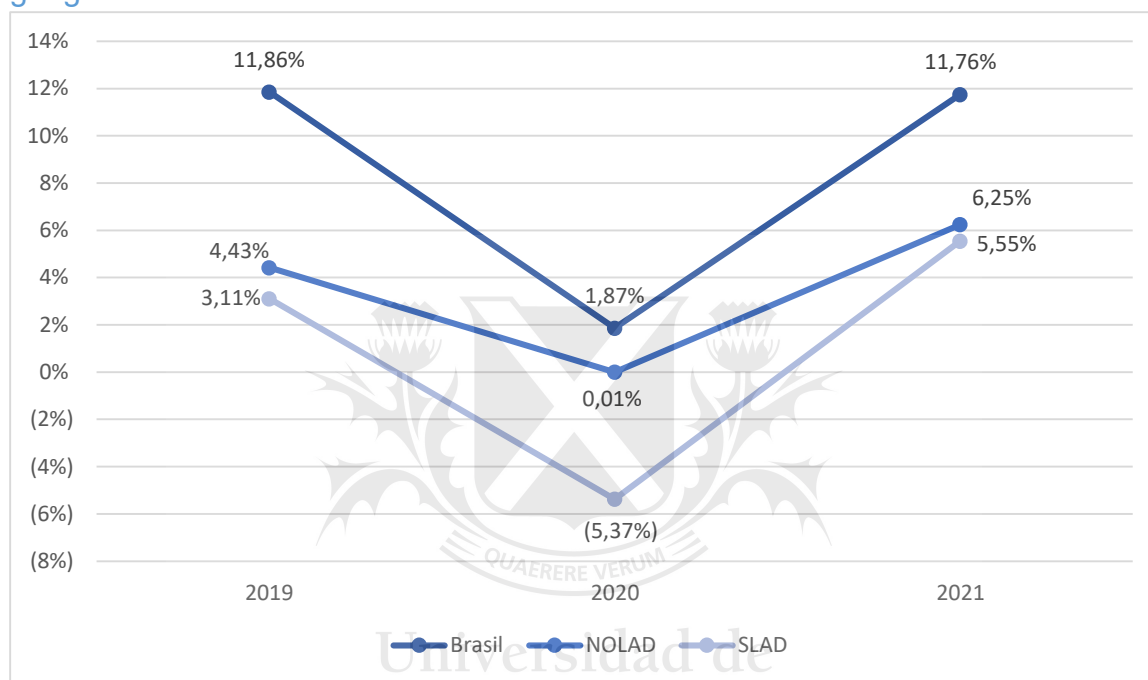
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Se puede observar que la baja en EBIT de los años 2018 y 2020 impacta el ratio en análisis. Es importante repetir que la influencia ejercida en estos años es diferente, dado que la baja de margen operativo del 2018 fue principalmente originada por una baja en ventas expresadas en dólares dado el impacto por depreciación de tipo de cambio en Argentina y Brasil, mientras que el margen operativo negativo obtenido durante la crisis por COVID-19 surge de la gran caída o hasta imposibilidad de ejercer ventas dada la restricción de circulación de clientes. De cualquier forma, es importante destacar que en el año 2021 existió un importante recupero, alcanzando un ratio similar al año anterior a la crisis (2019), fuertemente impulsado por el aumento de circulación que permitió la suba de ventas en la empresa.

Se destaca que el margen operativo y el ROA tienen tendencias similares dado que la rotación de activos se mantuvo relativamente estable en los periodos analizados.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio margen operativo, aperturado por segmento geográfico (para los años 2019,2020 y 2021, dado que la reexpresión de segmentos geográficos fue únicamente publicada para esos años):

Gráfico 21: Evolución histórica del margen operativo aperturado por segmento geográfico



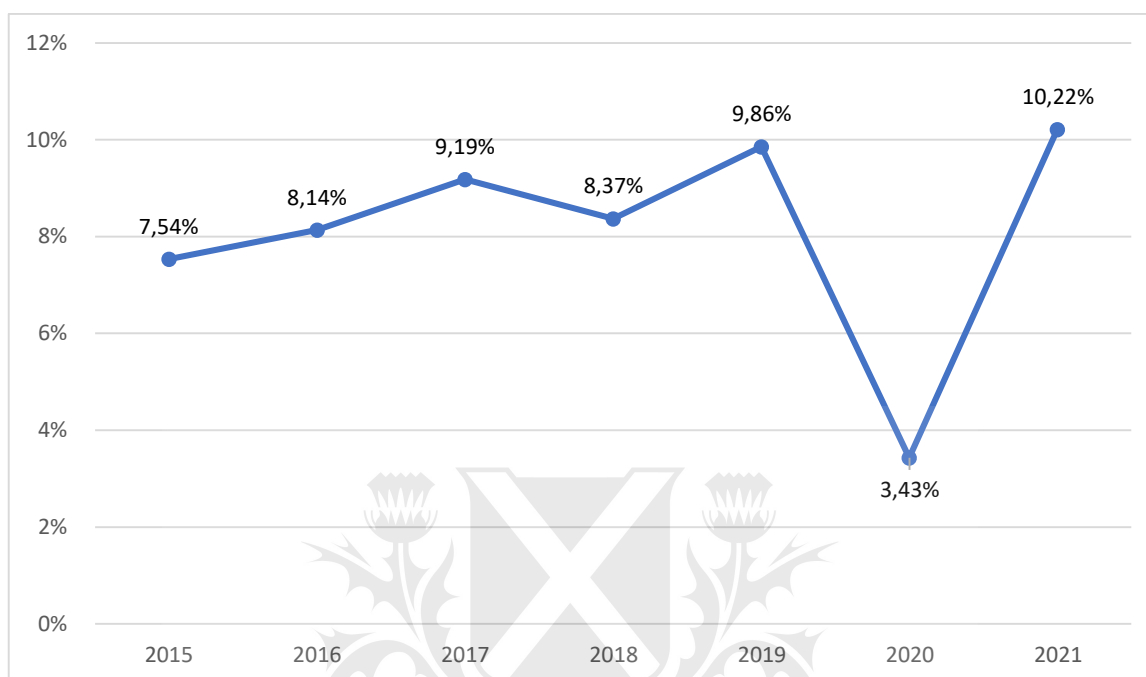
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual 20F de Arcos Dorados al 2021

Tal como se puede apreciar en el gráfico, en el año 2020 la mayor caída en margen operativo fue para Brasil, pero a pesar de que proporcionalmente haya sido la mayor, su margen operativo continuó siendo positivo. Otro fue el caso para SLAD, en el que su margen operativo sufrió una gran caída en 2020, y alcanzó niveles negativos. En cuanto a NOLAD, se puede visualizar en el cuadro que en el año en mención su margen operativo fue cercano al 0%, pero su caída proporcional en comparación con los otros segmentos no fue tan acentuada.

Cabe destacar que para el año 2021 Brasil recupera el nivel de margen operativo existente antes de la pandemia, mientras que SLAD y NOLAD lo mejoran.

Adicionalmente es posible analizar el margen EBITDA, que relaciona el resultado anterior a intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, con las ventas totales. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio:

Gráfico 22: Evolución histórica del margen EBITDA

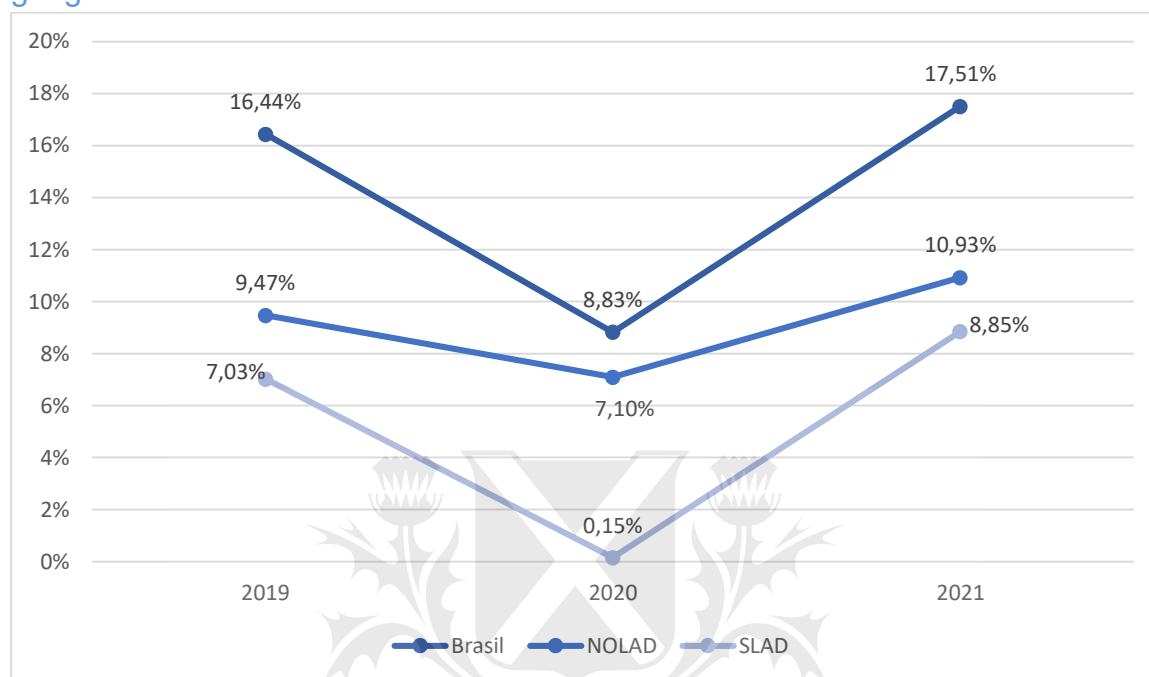


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

En el gráfico anterior es posible determinar que la relación EBITDA/Ventas tiene una tendencia similar a la analizada en el margen operativo (EBIT/Ventas), pero contando con distintas variaciones proporcionales. En otras palabras, existieron las mismas bajas en años 2018 y 2020, originadas por las mismas razones que se enumeraron anteriormente: la baja en resultados por exposición a variación de tipo de cambio y la crisis por COVID-19; pero las variaciones del margen operativo fueron mas pronunciadas que las del margen EBITDA

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio margen EBITDA aperturado por segmentos para los años 2019, 2020 y 2021:

Gráfico 23: Evolución histórica del margen EBITDA aperturado por segmento geográfico



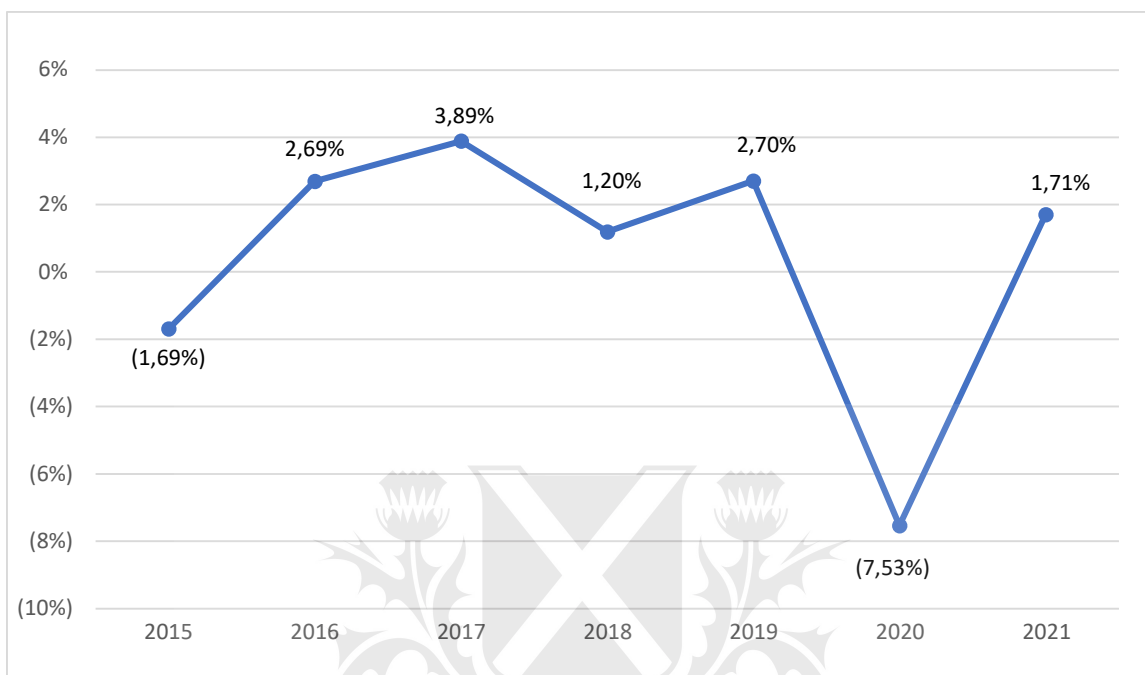
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual 20F de Arcos Dorados al 2021

En el gráfico es posible visualizar que la crisis por coronavirus afectó principalmente el margen EBITDA de los segmentos SLAD y Brasil; mientras que la caída proporcional de NOLAD en ese año fue menos precipitada.

De cualquier forma es importante destacar que los tres segmentos no solo recuperaron niveles de márgenes EBITDA prepandemia, sino que los mejoraron.

Otro ratio con tendencia similar es el margen neto, que relaciona la utilidad neta obtenida en el periodo con las ventas totales. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio margen neto para el periodo 2015-2021:

Gráfico 24: Evolución histórica del margen neto



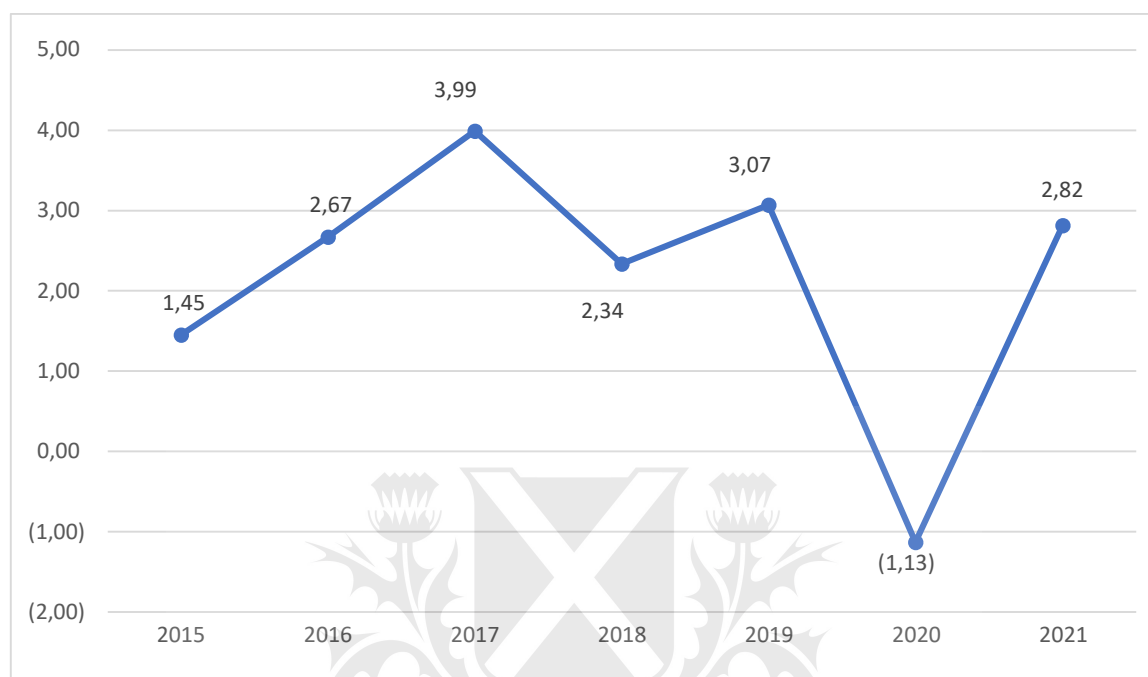
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Como se mencionó en el anterior análisis, el margen neto también acompaña la evolución del margen operativo y margen EBITDA, sufriendo bajas en el año 2018 y 2020 por las mismas razones enunciadas que afectaron los resultados de esos ejercicios.

Adicionalmente se destaca que las variaciones de año a año no son en las mismas proporciones que los ratios anteriores dado que este ratio analiza la relación de la utilidad neta con las ventas.

Otro ratio importante a ser analizado es el ratio de cobertura de interés, que relaciona las ganancias antes de intereses e impuestos con los correspondientes intereses. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución en el periodo analizado:

Gráfico 25: Evolución histórica del ratio de cobertura de interés



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

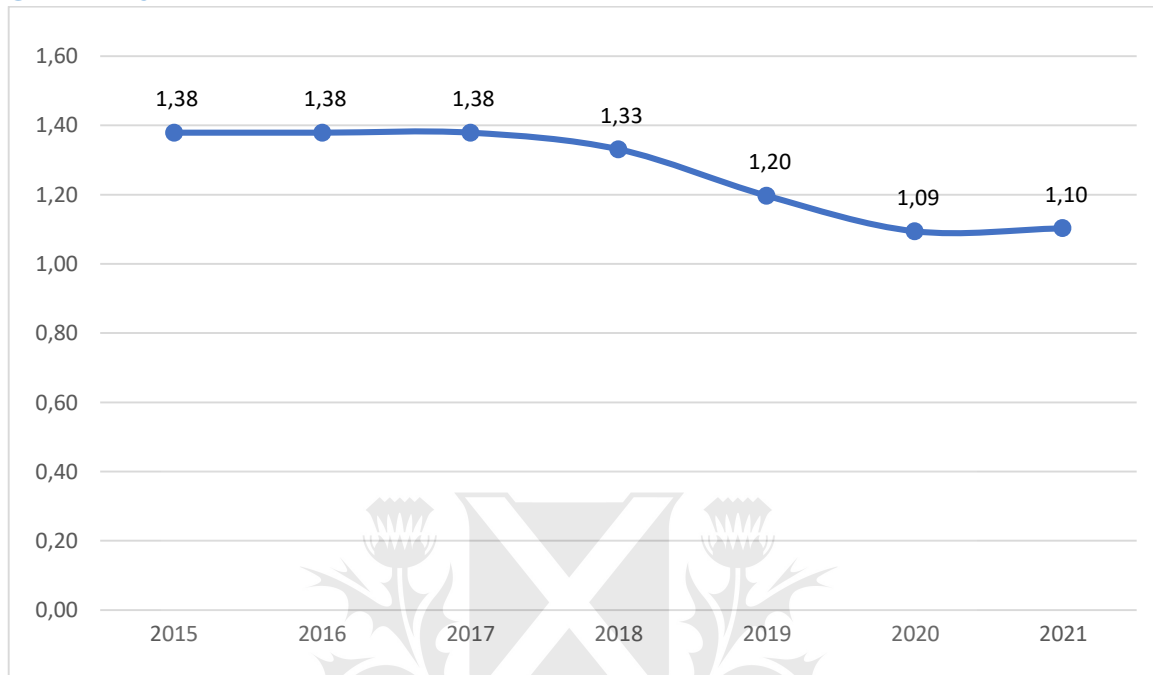
Gracias a este ratio es posible analizar la presencia de intereses en resultados. Como se puede observar, el ratio fue incrementando hasta alcanzar niveles relativamente estables en todos los años exceptuando el 2020, año en que los resultados fueron afectados por la crisis de COVID-19, para luego tener una recuperación en 2021. Es importante destacar que los intereses son claramente cubiertos con el EBIT (con excepción del año 2020).

3.2. Ratios crediticios

Para analizar la capacidad de Arcos Dorados para afrontar obligaciones existentes, se analizaron diversos ratios.

El primero, el ratio de solvencia, es calculado a partir de la relación entre el activo y pasivo de la compañía. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio:

Gráfico 26: Evolución histórica del ratio de solvencia

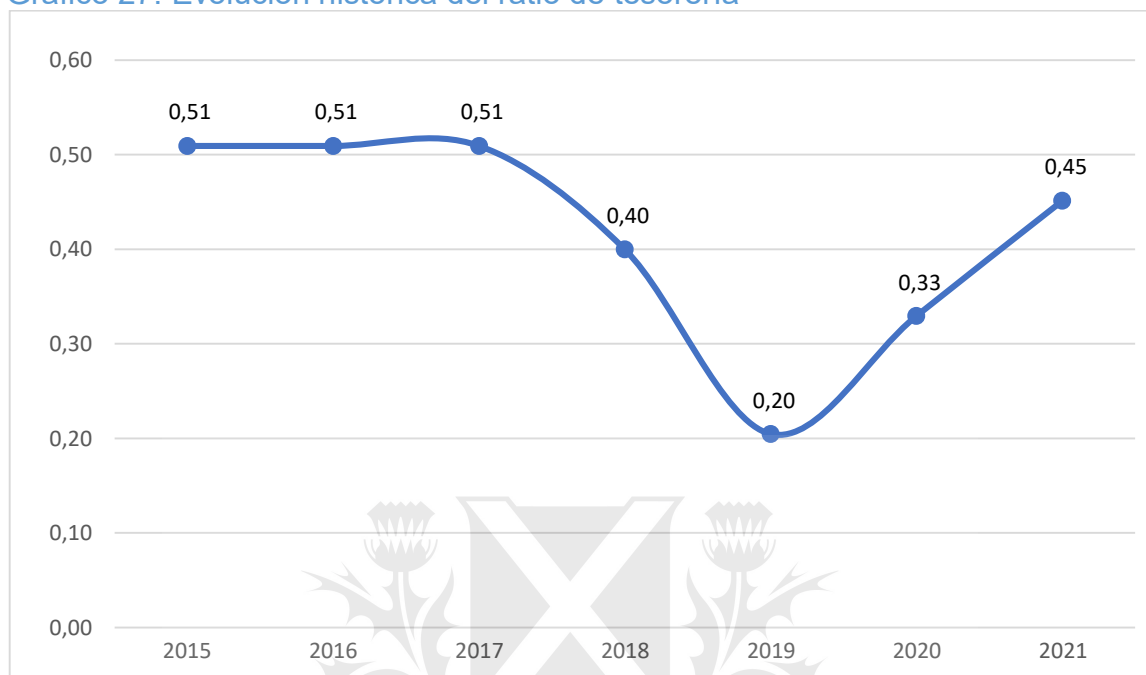


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

En el gráfico es posible visualizar que la capacidad de afrontar las deudas totales con el activo total disminuyó a lo largo de los años (con una ligera suba en el año 2021). Igualmente la compañía siempre se mantuvo con un ratio superior a 1, indicando que la totalidad de sus activos es suficiente para abonar todos los pasivos existentes al cierre: únicamente disminuyó la "posicional adicional a 1" para poder afrontar los pasivos.

Por su parte, el ratio de tesorería refleja la relación entre el activo líquido y el pasivo corriente, es decir que mide la capacidad de la empresa de afrontar sus deudas a corto plazo con los activos que tiene disponibles en el momento o se caracterizan por ser fácilmente realizables para obtener la liquidez necesaria. En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del ratio de Tesorería en el periodo analizado:

Gráfico 27: Evolución histórica del ratio de tesorería



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

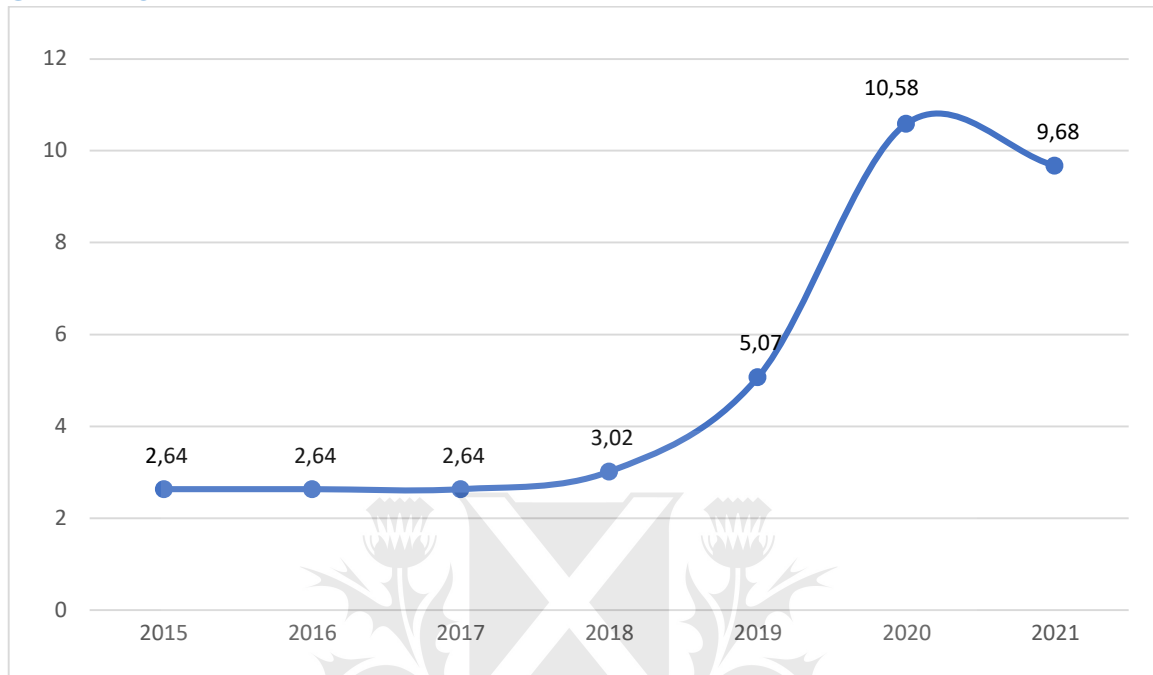
Tal como se puede apreciar en el gráfico, los activos líquidos de Arcos Dorados no serían suficientes para afrontar la totalidad de pasivos corrientes. Esto es normal en empresas ubicadas en los territorios en los que Arcos Dorados opera, dado que mucha liquidez refleja una gran exposición a cambios en el valor de la moneda local contra el dólar (moneda de reporte), lo que representa un riesgo.

En resumen, Arcos Dorados cuenta con la capacidad de afrontar las deudas existentes con los activos registrados en todo el periodo, aunque no pueda hacerlo en un tiempo inmediato dado que sus disponibilidades líquidas inmediatas no cubren las exigibilidades menores a un año en la totalidad.

Otra forma de medir la capacidad crediticia de Arcos Dorados es a través del índice de endeudamiento. Este permite analizar la forma de financiación de Arcos Dorados, dado que refleja la relación entre el pasivo total y el patrimonio neto de la empresa. El índice de endeudamiento puede interpretarse como la cantidad monetaria de deuda por cada unidad monetaria de patrimonio correspondiente a los accionistas.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del índice de endeudamiento de Arcos Dorados para el periodo entre 2015 y 2021:

Gráfico 28: Evolución histórica del ratio de endeudamiento



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

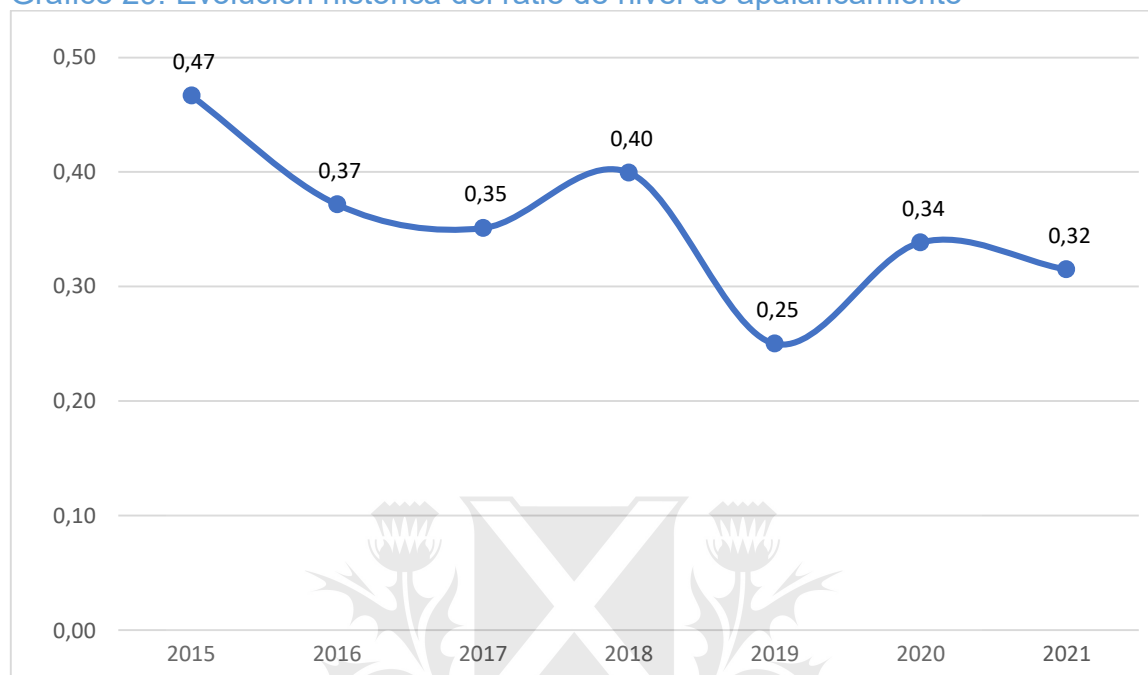
Como se puede ver, los pasivos de la compañía representan una porción superior a lo aportado por los accionistas.

La tendencia de esta relación fue en aumento, generando un salto mayor en el año 2020, para luego disminuir en el último ejercicio cerrado. Este modo de financiación otorga beneficios fiscales que Arcos Dorado aprovecha.

Adicionalmente se encuentra el ratio de nivel de apalancamiento, que refleja la relación entre la deuda financiera y el activo total de la compañía.

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del mencionado ratio para un periodo que comprende los años 2015 a 2021:

Gráfico 29: Evolución histórica del ratio de nivel de apalancamiento



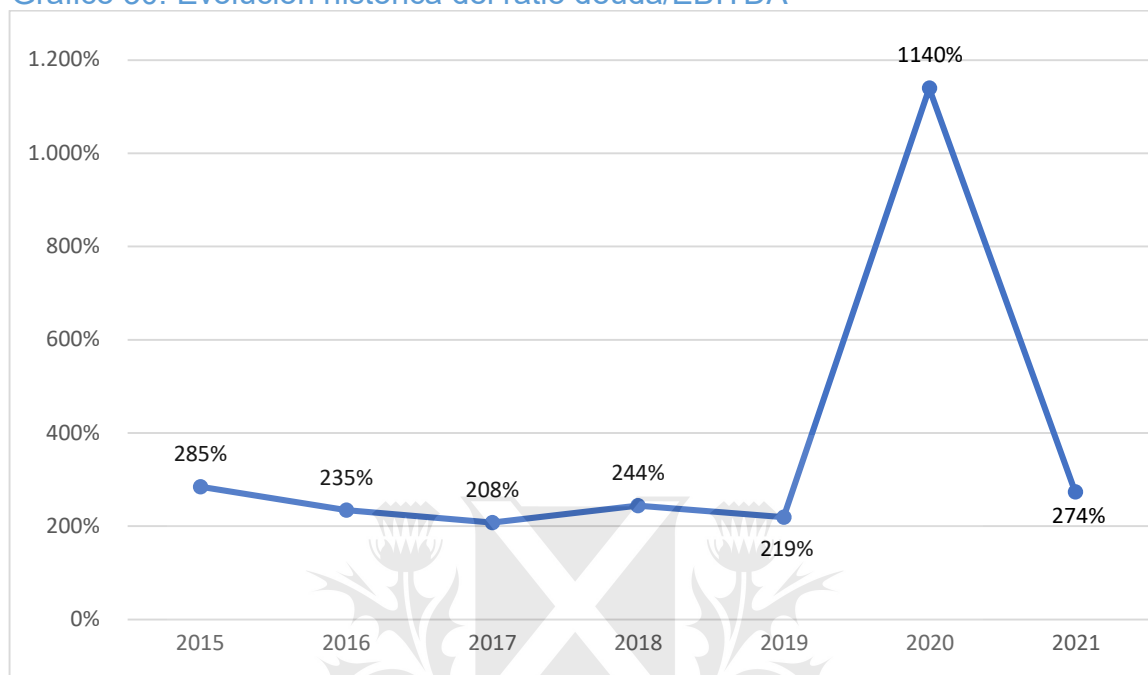
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Se puede observar cierta variación en el nivel de apalancamiento de Arcos Dorados a lo largo de los años, reflejando que el nivel de deuda por activo fue variando. Es importante destacar que la deuda había disminuido en una porción importante para el año 2019, existiendo un aumento de deuda de aproximadamente un 20% para el año 2020, donde tomó lugar la crisis por COVID-19. El nivel de deuda se redujo parcialmente para 2021. Los activos se mantuvieron relativamente estables, existiendo una única variación destacable en 2019.

El ratio deuda/EBITDA refleja si la deuda podría ser afrontada con los flujos que resultan del resultado anterior a intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

En el siguiente gráfico pueden observarse más detalles de la evolución del ratio en el periodo que comprende los años 2015 a 2021:

Gráfico 30: Evolución histórica del ratio deuda/EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados del 2015 al 2021.

Tal como se puede observar en el gráfico, la relación deuda/EBITDA se mantiene estable exceptuando el año 2020 en el que el EBITDA fue altamente golpeado por la crisis de COVID-19. La deuda, por su parte, se mantiene relativamente estable, surgiendo un alza en el mismo año 2020 que se mantiene en 2021.

La deuda total representa aproximadamente 2 veces el valor de EBITDA (o hasta casi 3 en el 2021, se exceptúa en análisis el particular año 2020). Esto deriva en que los resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones no serían suficientes para pagar el total adeudado, si se quisiera hacerlo.

3.3. Ratios de la industria

Un importante ratio de la industria es el promedio de venta por local. Este ratio se calcula dividiendo el total de ventas por el promedio de locales abiertos entre el inicio y cierre del periodo bajo análisis. Es importante aclarar que el total de ventas incluye los resultados obtenidos por restaurantes propios y franquiciados.

Dado que Arcos Dorados se ubica en territorios que operan de formas muy diferentes, este análisis será realizado de forma aperturada por segmento (en dólares), para obtener un resultado más certero. Es importante recordar que en 2021 existió una reagrupación

de segmentos geográficos, y Arcos Dorados únicamente publicó la información reexpresada para años 2019, 2020 y 2021, por lo que el análisis de este ratio se hará para estos periodos.

En la siguiente tabla puede observarse el cálculo realizado para obtener el valor de ventas promedio por local de Arcos Dorados:

Tabla 5: Cálculo de venta promedio por local aperturada por segmento

Las ventas se encuentran en miles de USD

	2020	2021
PROMEDIO DE RESTAURANTES	2.265	2.249
Brasil	1.022	1.036
NOLAD	642	627
SLAD	601	586
INGRESOS DEL AÑO	1.984.219	2.659.941
Brasil	862.748	1.002.781
NOLAD	584.646	780.866
SLAD	536.825	876.294
PROMEDIO DE VENTAS POR LOCAL	876	1.183
Brasil	845	968
NOLAD	911	1.245
SLAD	893	1.495

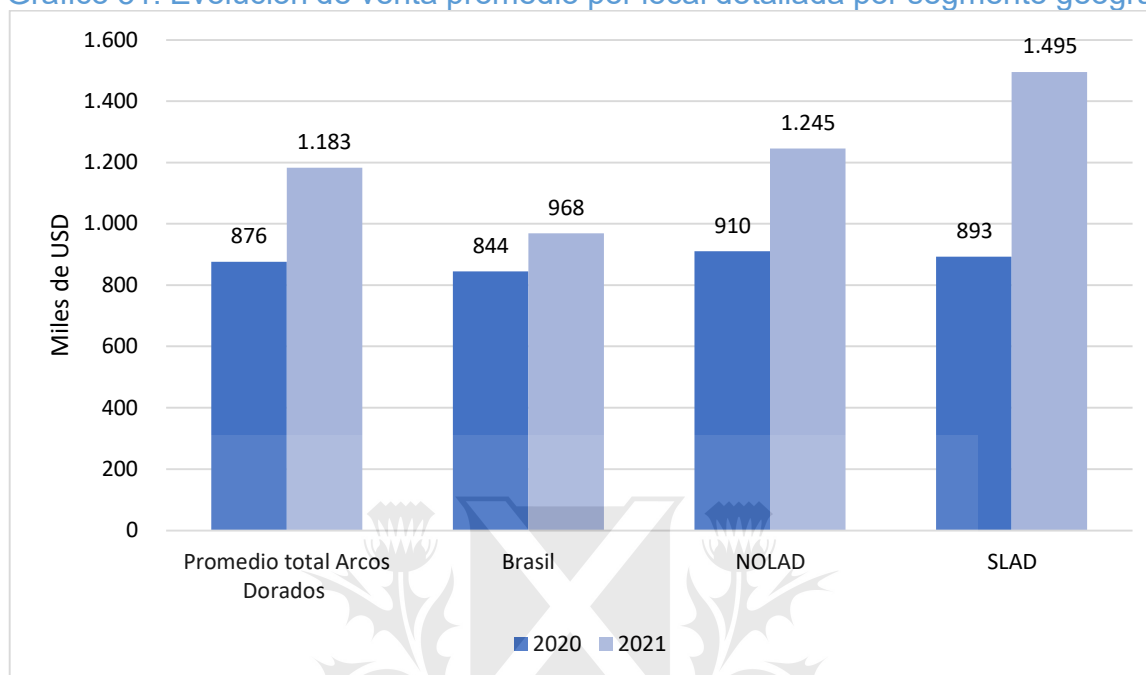
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados al 2021, 2020 y 2019.

Tal como se puede observar, el promedio de ventas por local para todos los segmentos aumentó. Este número se ve claramente influenciado por las reaperturas por cierre por COVID-19, lo que impulsó fuertemente las ventas.

Un punto a destacar es que el aumento por ventas fue más acentuado en el territorio SLAD, donde los cierres fueron más rigurosos que en el resto de los segmentos.

En el siguiente gráfico puede observarse la variación de venta promedio por local en los diferentes segmentos:

Gráfico 31: Evolución de venta promedio por local detallada por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados al 2021, 2020 y 2019.

Otro ratio importante de industria es el same store sales¹⁵, que mide la variación en las ganancias de un año a otro tomando como referencia las tiendas ya existentes.

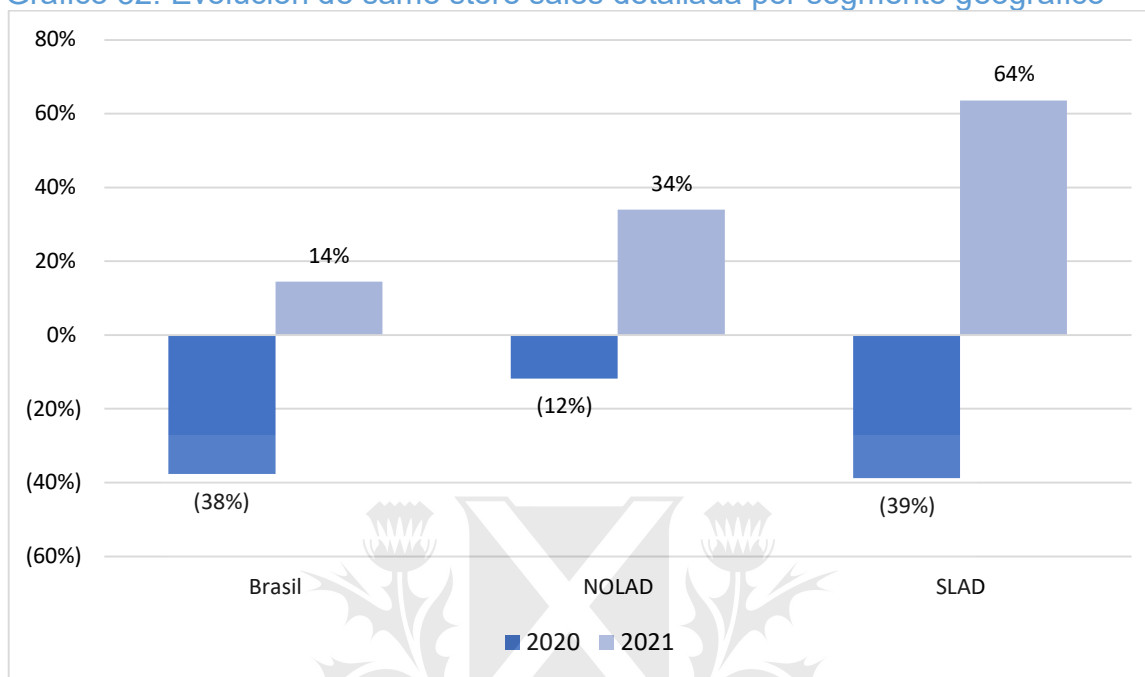
Su cálculo, al igual que para el ratio de promedio de ventas por locales, será realizado de forma aperturada por segmentos, en dólares. Para ello se utilizaron los resultados obtenidos de venta promedio por local, y se calculó la variación de ventas en base a los locales existentes en el ejercicio anterior.

Cabe destacar que los resultados del same store sales del año 2020 se ven claramente afectados por la baja en ventas por restricciones de circulación por cuarentena por COVID-19. En consecuencia, se verán grandes mejoras en 2021 que lo que en realidad reflejan es la recuperación de ventas por mayor circulación de clientes.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

¹⁵ El Same Store Sales (SSS) es un índice que refleja la diferencia en los ingresos generados por los puntos de venta existentes durante un cierto en comparación con un período idéntico en el pasado. Al comparar los datos de ventas de puntos de venta existentes (es decir, al excluir nuevos puntos de venta o puntos de venta que han cerrado desde entonces), la comparación es similar y evita distorsiones por incorporación de nuevos locales. Esta métrica financiera y operativa se expresa como un porcentaje.

Gráfico 32: Evolución de same store sales detallada por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales 20F de Arcos Dorados al 2021, 2020 y 2019.

3.4. Comparación de índices clave con la competencia.

Con el objetivo de comprender el desarrollo de Arcos Dorados, se realizaron comparaciones de ratios con los principales competidores de la industria. Adicionalmente se incluyó a McDonald' s en la comparación dada la indiscutible dependencia de Arcos Dorados con la mencionada compañía.

En lo referente a la gestión financiera, es posible apreciar que Arcos Dorados obtuvo un nivel de apalancamiento mejor que los de su competencia, dado que la deuda financiera que posee significa una menor proporción del activo que en el resto de las empresas.

Lo mismo ocurre con el nivel de endeudamiento, en los que la relación entre el pasivo y patrimonio neto de la empresa en análisis es menor que en Wendy' s, pero mayor que en Brand Restaurants (Los casos de McDonald' s y YUM! Brands son particulares dado que su patrimonio neto resulta negativo).

El índice de tesorería de Arcos Dorados resulta ser similar a los obtenidos por la industria, únicamente destacándose McDonald' s dado que cuenta con la capacidad de afrontar sus pasivos corrientes con sus activos líquidos, a diferencia de las otras empresas con las que se está realizando esta comparación.

El ratio de solvencia de la competencia y Arcos Dorados es relativamente similar, diferenciándose YUM Brands.

Finalmente, el ratio cobertura de intereses de Arcos Dorados también es similar a los obtenidos por competidores, diferenciándose nuevamente McDonald' s.

En la siguiente tabla puede observarse la comparación de los ratios mencionados:

Tabla 6: Indicadores de gestión financiera de Arcos Dorados vs. pares del mercado

Indicadores	Wendy' s	McDonald' s	Brand Restaurants	Yum! Brands	Arcos Dorados
	2021	2021	2021	2021	2021
Nivel de Apalancamiento (Deuda Financiera/Activo)	0,46	0,66	0,62	1,89	0,31
Nivel de Endeudamiento (Pasivo Total/Pat. Neto)	10,68	-12,70	5,03	-1,71	9,67
Tesorería (Activo Liq./Pasivo Corriente)	0,58	1,17	0,57	0,34	0,45
Solvencia (Activo/ Pasivo)	1,09	0,92	1,19	0,41	1,10
Cobertura de Intereses (EBITDA/ Int. Financieros)	3,15	8,32	3,83	4,07	2,81

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Arcos Dorados, McDonald s, Brand Restaurants, Wendys y Yum! Brands.

Por otra parte, existen ratios de rentabilidad y crecimiento que deben ser comparados con los competidores a su vez.

En un principio está la evolución de CAGR para el periodo 2018 a 2021, este punto resultó positivo para la competencia. No así sucedió con Arcos Dorados donde se puede ver que año tras año sus ventas decrecen, pronunciándose más con el suceso de la pandemia producto del COVID-19. Para Arcos Dorados igualmente existió un aumento de ventas de 2020 a 2021 reflejando un recupero post pandemia.

En términos de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio neto, se pueden observar diversas diferencias entre las compañías analizadas. En el caso del ROE, existe un resultado negativo para McDonald' s y Yum! Brands dado que poseen un patrimonio neto

negativo. Por otro lado Wendy' s es la firma que más rendimiento sobre su capital tiene, siendo de 45,92%. Arcos Dorados cuenta con un 20,57%, encontrándose muy bien situado, cercano a Brand Restaurants con un rendimiento de 21,75%. Para el rendimiento sobre el activo Arcos Dorados se sitúa en el nivel inferior por un 5,91%, próximo a Wendy' s que posee un rendimiento de 6,75%.

El mayor margen de EBITDA y neto lo tiene nuevamente McDonald' s con un 32,49% y 52,46% correspondientemente, y Arcos Dorados una vez más es quien se encuentra en la última posición con 10,22% y 1,71% respectivamente.

El margen operativo de Arcos Dorados es inferior al de sus pares, siendo de 5,25%, mientras que el más cercado es Wendys con un margen de 18,15%. McDonald' s es el otro extremo, siendo nuevamente el que mejor ratio alcanza, con un margen que asciende a 42,51%.

Tabla 7: Indicadores de crecimiento y rentabilidad de Arcos Dorados vs. pares del mercado

Indicadores	Wendy' s	McDonald' s	Brand Restaurants	Yum! Brands	Arcos Dorados
	2021	2021	2021	2021	2021
Crecimiento Ventas (CAGR 2018 - 2021)	6,06%	3,37%	2,32%	5,00%	-4,79%
ROE (Res. Neto/Pat. Neto)	45,92%	-163,99%	21,75%	-18,81%	20,57%
ROA (EBIT/ Activo)	6,75%	18,33%	7,93%	37,18%	5,91%
Margen neto (Res Neto/ Ventas)	10,56%	32,49%	14,60%	23,92%	1,71%
Margen EBITDA (EBITDA/Ventas)	25,06%	52,46%	35,95%	34,37%	10,22%
Margen operativo (EBIT/ Ventas)	18,15%	42,51%	32,13%	33,69%	5,25%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Arcos Dorados, McDonald s, Brand Restaurants, Wendys y Yum! Brands.

4. Valuación por flujo de fondos descontados

4.1. Consideraciones preliminares

Para determinar el valor de mercado de Arcos Dorados, se utilizará el modelo de Flujo de Caja descontados, con el objetivo de estimar el valor actual del capital accionario al cierre del último ejercicio, el día 31 de diciembre de 2021.

El mencionado método de valuación supone que el valor de una empresa equivale al valor presente del flujo de fondos futuro que la empresa espera generar, descontado a una tasa que refleja el costo de financiamiento de capital y deuda. Los flujos de fondos disponibles son aquellos generados por la empresa para distribuir accionistas y acreedores, es decir que es el flujo de caja luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como el pago de intereses.

Para la realización de este trabajo se estima que la vida de la empresa es ilimitada, por lo que se proyectarán 5 años de flujo de fondos, y luego se estimará un saldo a valor terminal, que equivale al flujo de fondos a perpetuidad con posterioridad a los años de proyección explícita.

La tasa de descuento utilizada para llevar a valor presente los flujos de fondos futuros fue calculada a partir del costo promedio ponderado de capital, una medida del costo que tiene el financiamiento para la firma, teniendo en cuenta su estructura de capital.

4.2. Flujo de fondos disponible para la firma

El flujo de fondos disponible para la firma es el flujo de caja que una empresa genera con las operaciones del negocio, luego de impuestos, ajustes por depreciaciones y amortizaciones, variaciones de capital de trabajo e inversiones. En otras palabras, es una medida de la rentabilidad luego de haber cubierto todos los gastos operativos y necesidades de inversión, y representa el flujo de caja que está disponible para ser distribuido a accionistas y acreedores. Existen distintas formas de calcularlo, partiendo de distintas magnitudes como el resultado neto de la firma, el flujo de operaciones o el EBIT. En este caso, se utilizará la siguiente fórmula:

Flujo de fondos disponibles

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} * (1 - \text{alicuota impositiva}) \\ &+ \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ &- \text{Inversiones de capital (CAPEX)}^{16} \\ &\pm \text{Variaciones capital de trabajo} \end{aligned}$$

Tal como se mencionó anteriormente, el análisis patrimonial y de resultados de Arcos Dorados se apertura en tres segmentos geográficos: Brasil, SLAD y NOLAD. En consecuencia, las proyecciones de ventas a desarrollarse para la valuación se harán de la misma forma. Además se proyectarán las ventas de restaurantes propios y franquiciados en conjunto.

Es importante destacar que Brasil representa aproximadamente el 38% de las ventas en el año 2021, mientras que NOLAD y SLAD representan el 29% y 33% respectivamente.

Para la proyección de ventas de NOLAD, se utilizaron estimaciones en moneda local de México y Panamá. Las ventas de estos países representan aproximadamente el 60% de las ventas del segmento geográfico. Mientras que para la proyección de resultados de SLAD, se utilizaron los saldos en moneda local de Argentina, Chile, Perú, Uruguay y Colombia, que representan aproximadamente el 73% de las ventas del segmento.

Cabe destacar que se excluyó para el cálculo de proyección a Venezuela, de la misma forma que se hace en algunos puntos del análisis del 20F (si bien en ambos casos su participación en los números del balance sí está incluida, únicamente no se utiliza al mencionado país como base proyección). Aunque la compañía lleva a cabo negocios en Venezuela, sus restricciones cambiarias han estado vigentes durante varios años. A pesar de que en 2019 el Banco Central de Venezuela disminuyó la presión sobre las restricciones cambiarias al permitir que las instituciones financieras participen como intermediarios en operaciones en moneda extranjera, la capacidad de la compañía para acceder inmediatamente al efectivo mediante repatriaciones sigue siendo limitada. Al 31 de diciembre de 2021, la compañía no tenía una posición monetaria material, la cual estaría sujeta a remediación en caso de nuevas variaciones en el tipo de cambio. Además de los controles de cambio, el mercado venezolano está sujeto a controles de precios. El gobierno venezolano emitió un reglamento que establece un margen máximo de utilidad para las empresas y precios máximos para determinados bienes y servicios. Sin embargo, la compañía pudo aumentar los precios durante el año fiscal finalizado el 31 de diciembre de 2021.

¹⁶ Capital expenditures (CAPEX). Son inversiones de capital.

En conclusión, dado todo lo mencionado anteriormente, la incorporación de saldos de ventas de Venezuela para la proyección dificultarían y desfigurarían la valuación de Arcos Dorados en conjunto; por lo que no se lo tiene en consideración y su proyección se hace en conjunto en base a los otros países mencionados.

4.2.1. Ventas

Para la proyección de ventas, se partió de los ingresos totales por ventas de restaurantes propios y franquiciados en dólares y la cantidad de locales al cierre 31/12/2021 aperturados por segmentos. Estos saldos se subdividieron en los países anteriormente mencionados por segmento y se transformaron a moneda local, dado que los supuestos de inflación, crecimiento y tipo de cambio futuro varían en cada uno de ellos. Luego, se calculó la venta promedio por local para cada país, afectada por los datos anteriormente mencionados, y así se obtuvo el flujo de efectivo esperado por país teniéndose en cuenta la venta promedio por local y la cantidad de locales actuales y los abiertos en el período (para las nuevas aperturas de cada año se estimó un tiempo de trabajo de seis meses en el primer año).

Los supuestos en los que se basó la proyección de ventas fueron los siguientes:

- **Inflación:** para fines del año 2021, la Reserva Federal Económica de Estados Unidos publicó una inflación del 4,69% medido por el índice de precios al consumidor que refleja el cambio porcentual anual en el costo para el consumidor promedio de adquirir una canasta de bienes y servicios que puede ser fijo o cambiar a intervalos específicos.

Por su parte, para América Latina en general, en 2021 se registraron presiones inflacionarias en la mayoría de los países de la región, lideradas por aumentos en los alimentos y la energía (la inflación llegó al 7,1% promedio a noviembre, excluyendo a Argentina, Haití, Surinam y Venezuela), y se espera que estas persistan en 2022. Los bancos centrales anticipan que los niveles de inflación se mantendrán por encima del rango meta establecido, aunque tenderán a converger a estos hacia finales de 2022, o comienzos de 2023.

A esto se le suma la guerra en Ucrania que también provocó un aumento de precios de los productos básicos (commodities), principalmente de los hidrocarburos, algunos metales, alimentos, y fertilizantes; además de que continúa la recuperación de países en desarrollo por los efectos causados por la pandemia por COVID-19. Las restricciones de circulación, efectos en la economía y ayudas económicas gubernamentales (muchas veces con inyección de masa monetaria), aún representan causas de las variaciones existentes en la inflación de los países.

Los datos estadísticos de inflación utilizados para la valuación provienen de fuentes como Reuters, INDEC, o datos del Banco Mundial, según disponibilidad. Para proyección de inflación futura se tuvo en cuenta publicaciones de Reuters, Bloomberg, Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM - Argentina), y comunicados de los Bancos Centrales de los países en análisis.

- **Crecimiento poblacional:** para América latina y el Caribe se analizaron fuentes como el banco mundial y Reuters. En este último se encontró un detalle de crecimientos poblacionales históricos detallados por país. A partir de ello, y de la expectativa enunciada por el banco mundial, se establecieron las proyecciones de crecimiento poblacional para la evaluación.

Cabe destacar que para países como Brasil, Panamá, Argentina, Chile, Perú, Uruguay y Colombia existe una tendencia a la baja del porcentaje de crecimiento poblacional.

- **Crecimiento económico:** en base a expectativas de crecimiento previamente mencionadas en el trabajo, se realizarán suposiciones de mejoras económicas: Se utilizará como supuesto el crecimiento de 1 a 1 nominal de la economía con respecto a la ventas.
- **Proyección tipo de cambio:** la información de tipos de cambio corrientes se obtuvo de fuente Reuters. Por su parte, los datos para la proyección de tipo de cambio de los países para fines de 2022 fueron los de Reuters, publicados en Julio 2022 para dentro de 6 meses. Estos fueron luego actualizados a partir de la relación de inflación entre el país en análisis y la inflación de Estados Unidos.
- **Planes de crecimiento Arcos Dorados: Apertura de Locales:** el crecimiento de las ventas no solo depende de la eficiencia de los restaurantes actuales, sino que se encuentra altamente impulsado por la apertura de nuevos restaurantes; lo que a su vez depende de la disponibilidad de lugares deseables para la apertura, proveedores confiables, formación de nuevo personal, entre otros. En enero 2022, Arcos Dorados llegó a un acuerdo con McDonald' s sobre un nuevo plan de crecimiento e inversión. En él se incluyen puntos clave como el acuerdo de aperturas y modernizaciones, en el que Arcos Dorados se comprometió a abrir al menos 55 nuevos restaurantes independientes en 2022 y 200 o más ubicaciones entre 2022 y 2024. Por lo pronto, en un reciente anuncio, Arcos Dorados informó que se esperan abrir al menos 10 locales más de lo previsto en el año 2022, dato que se tuvo en cuenta para la valuación en cuestión. La cantidad de aperturas de restaurantes independientes será aproximadamente el doble de la cantidad abierta durante el ciclo de crecimiento anterior a la pandemia más reciente (2017-2019) y la mayor cantidad en un ciclo de tres años en la historia de la compañía.

Arcos Dorados espera que aproximadamente el 60% de las aperturas de 2022 a 2024 sean en Brasil. Los planes son que Chile y Panamá representen el próximo mayor

número de aperturas en el período. Además, la compañía también espera modernizar alrededor de 400 restaurantes entre 2022 y 2024.

En el siguiente gráfico pueden observarse las suposiciones de distribución del plan de aperturas, además de la proyección para años 2025 y 2026, en el que se basó la estimación de flujo de fondos para el trabajo:

Tabla 8: Proyección de nuevas aperturas de locales en base al plan pactado con McDonald' s

Nuevas Aperturas	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
BRASIL	39	41	40	40	40
NOLAD	13	14	14	14	14
SLAD	13	13	13	13	13
Total	65	68	67	67	67

Fuente: Elaboración propia en base al acuerdo de nuevas aperturas entre Arcos Dorados y McDonald' s

Es importante destacar el apoyo al crecimiento por parte de McDonald' s, que se espera reduzca la tasa de regalías efectiva consolidada a aproximadamente 5,6 % de las ventas en 2022 y a 6% de las ventas tanto en 2023 como en 2024.

A partir de los mencionados datos y suposiciones, se realizó la estimación de ventas totales (que incluyen los resultados de restaurantes propios y franquiciados) en los países más significativos de los distintos segmentos geográficos en moneda local. Es importante resaltar que para las nuevas aperturas de cada año se estimó un tiempo de trabajo de seis meses en el primer año.

En las siguientes tablas puede observarse el detalle de proyección de ventas por país en moneda local:

Tabla 9: Proyección de ventas por restaurante y ventas totales del segmento BRASIL en moneda local

En miles de BRL

BRASIL	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	BRL	BRL	BRL	BRL	BRL
Cantidad de locales estimados	1.090	1.131	1.171	1.211	1.251
Venta promedio por local	6.208	7.123	7.886	8.727	9.394
Ventas moneda local	6.645.148	7.910.398	9.076.500	10.394.143	11.564.230

Fuente: Elaboración propia

Tabla 10: Proyección de ventas por restaurant y ventas totales del segmento NOLAD en moneda local

En miles de PAB y MXN

NOLAD	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
PANAMA					
Moneda de proyección	PAB	PAB	PAB	PAB	PAB
Cantidad de locales estimados	319	326	333	340	347
Venta promedio por local	1.307	1.372	1.425	1.473	1.522
Ventas moneda local	412.744	442.311	469.519	495.686	522.776

Fuente: Elaboración propia

NOLAD	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
MEXICO					
Moneda de proyección	MXN	MXN	MXN	MXN	MXN
Cantidad de locales estimados	319	326	333	340	347
Venta promedio por local	76.348	80.777	85.338	90.113	95.147
Ventas moneda local	24.107.033	26.050.607	28.118.988	30.323.180	32.682.831

Fuente: Elaboración propia

Es importante recordar que aunque no representan el total de ventas del segmento, se utilizaron para la proyección de resultados de NOLAD estimaciones en moneda local de México y Puerto Rico dado que las ventas de estos países representan aproximadamente el 60% de las ventas del segmento geográfico.

Tabla 11: Proyección de ventas por restaurante y ventas totales del segmento SLAD en moneda local

En miles de ARS, CLP, UYU, PEN, COP

SLAD					
ARGENTINA	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	ARS	ARS	ARS	ARS	ARS
Cantidad de locales estimados	128	130	133	136	139
Venta promedio por local	294.546	525.600	863.018	1.375.978	2.165.844
Ventas moneda local	37.184.052	67.811.102	113.738.174	185.159.361	297.457.483

Fuente: Elaboración propia

SLAD					
CHILE	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	CLP	CLP	CLP	CLP	CLP
Cantidad de locales estimados	114	117	119	122	124
Venta promedio por local	1.410.887	1.473.926	1.524.216	1.575.437	1.627.569
Ventas moneda local	159.437.762	170.222.132	179.815.705	189.771.221	200.093.034

Fuente: Elaboración propia

SLAD					
URUGUAY	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	PEN	PEN	PEN	PEN	PEN
Cantidad de locales estimados	114	117	119	122	124
Venta promedio por local	72.881	77.993	82.756	87.142	90.881
Ventas moneda local	8.235.913	9.007.350	9.762.948	10.496.739	11.172.890

Fuente: Elaboración propia

SLAD					
PERÚ	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	PEN	PEN	PEN	PEN	PEN
Cantidad de locales estimados	114	117	119	122	124
Venta promedio por local	6.446	6.719	6.908	7.096	7.281
Ventas moneda local	728.457	775.956	814.964	854.705	895.113

Fuente: Elaboración propia

SLAD					
COLOMBIA	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Moneda de proyección	COP	COP	COP	COP	COP
Cantidad de locales estimados	128	130	133	136	139
Venta promedio por local	6.658.425	7.037.956	7.312.438	7.531.812	7.757.767
Ventas moneda local	840.573.077	908.013.032	963.714.394	1.013.523.346	1.065.453.495

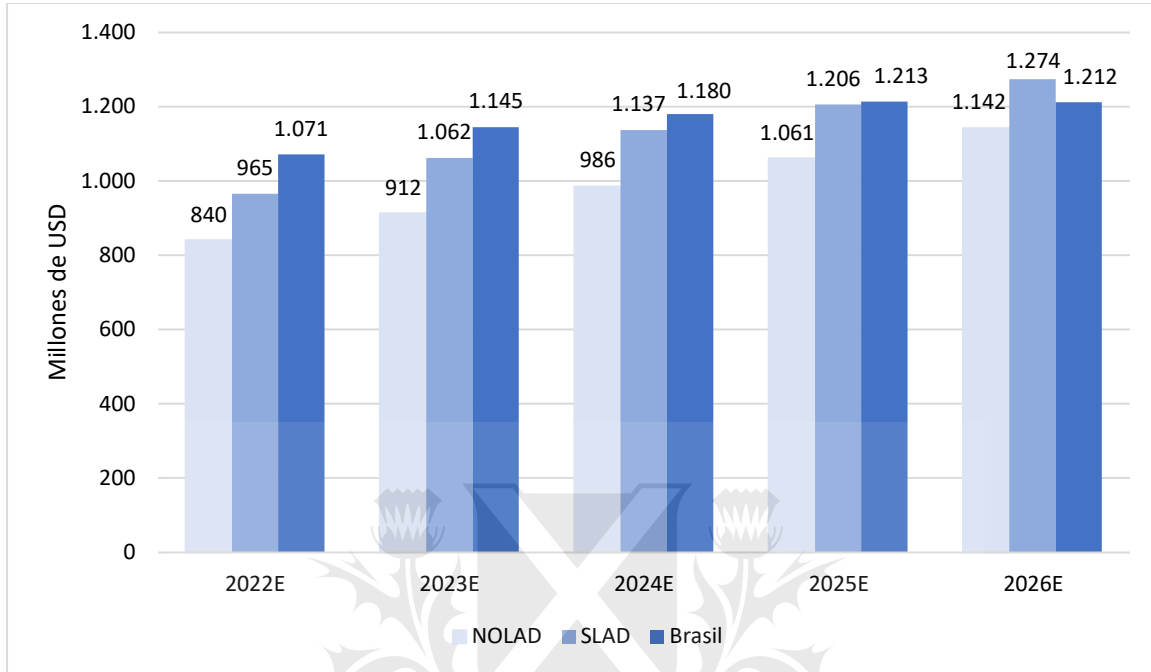
Fuente: Elaboración propia

Es importante destacar que aunque no representan el total de las ventas del segmento, se utilizaron para la proyección de ingresos por restaurante de SLAD los saldos en moneda local de Argentina, Chile, Uruguay, Perú y Colombia, que representan aproximadamente el 73% de las ventas del segmento.

Finalmente, se estipuló un tipo de cambio futuro para cada uno de los países, se transformaron los saldos de ventas a USD y se obtuvieron los flujos de fondos en moneda de reporte para todos los segmentos.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de flujo de fondos esperados en USD para los próximos 5 años detallado por segmento geográfico:

Gráfico 33: Proyección de ventas totales en USD por segmento



Fuente: Elaboración propia en base a proyecciones de ventas

4.2.2. Márgenes operativos:

En el apartado financiero se realizó un análisis del margen operativo que detalló la evolución del ratio en los últimos 5 años. En el mencionado periodo existieron dos caídas, la primera en 2018 relacionada con el impacto de la depreciación del tipo de cambio en países con participaciones en ventas clave, mientras que la segunda caída ocurrió en 2020 originada por la baja en ventas por la poca circulación de clientes por restricciones por COVID-19. En 2021 se alcanzó un margen operativo similar a lo obtenido en periodos prepandemia, lo que indica una recuperación comercial destacable para Arcos Dorados.

Cabe destacar que la mencionada recuperación continúa en el transcurso del año 2022, dado que los datos publicados para el primer semestre del año reflejan un margen operativo que supera el 6%. En consecuencia, y dadas las proyecciones de mercado y expectativas publicadas por la compañía, se realizan proyecciones de flujos de fondos con expectativas de márgenes operativos al alza de manera paulatina para mantener una postura conservadora.

Tabla 12: Evolución de resultado y margen operativo de Arcos Dorados

En miles de USD

	2017	2018	2019	2020	2021	2Q 2022
Resultado operativo	272.935	123.458	159.936	- 66.753	139.519	60.646
Margen operativo	8,22%	4,01%	5,40%	-3,36%	5,25%	6,83%

Fuente: Elaboración propia en base a datos reportados en 20F y comunicaciones oficiales de Arcos Dorados

Para alcanzar el saldo de margen operativo se le deben descontar a las ventas diversos gastos. Se enumeran a continuación los más representativos, y las expectativas relacionadas a ellos:

- **Comida y Papel:** esta línea representa los costos variables originados por los insumos necesarios para la venta de productos por restaurantes operados por la compañía. Es importante destacar que las proyecciones de este gasto variarán en base a las expectativas mejor eficiencia en ventas por local o suposiciones de cierre o apertura de locales y, en consecuencia, el aumento de ventas de producto dada la necesidad de consumo de estos insumos para la comercialización. En otras palabras, dada la apertura de locales comerciales esperada y la generación de aumento de ventas, se estima una suba de gastos relacionados con la comida y papel.
- **Sueldos y beneficios a los empleados:** esta línea representa los salarios pagados a los gerentes y al personal de los restaurantes operados por la compañía, así como los costos de los beneficios y la capacitación, que tienden a aumentar a medida que aumentan las ventas. Cabe destacar que en algunos de los países del segmento SLAD esta línea tiende a disminuir dado que la depreciación de moneda local y la inflación suelen ascender en mayor velocidad que los sueldos. Es decir que las devaluaciones de países como Argentina o Venezuela, disminuyen el costo laboral en USD americanos. De cualquier forma se han reportado aumentos generalizados de sueldos en esos países, además del segmento Brasil. En cambio, para el segmento NOLAD, los sueldos se mantendrían constantes en los próximos años, sujeto a variaciones de ventas que muchas veces aumentan la necesidad de personal (por apertura de locales, por ejemplo).
- **Aranceles:** son tarifas de regalías, que representan las tarifas de franquicia continuas que se abonan a McDonald' s de conformidad con los MFA, que se determinan como un porcentaje de las ventas brutas de productos. Tal como se mencionó anteriormente, McDonald' s reflejó el apoyo a aperturas de nuevos locales a través de la reducción de esta tarifa.

- **Locales Franquiciados - Gastos de ocupación:** estos gastos incluyen, principalmente y según corresponda, los costos de depreciación y mantenimiento de los terrenos y edificios en los que se ubican los restaurantes franquiciados o al costo de arrendar esta propiedad. Una parte importante de los contratos de arrendamiento establecen que los pagos de alquiler se basan en una tarifa fija o un porcentaje específico de las ventas del restaurante, lo que sea mayor. Para este ítem se estiman aumentos dada la apertura de locales que derivarán en aumento de ventas.
- **Gastos generales y de administración:** incluyen salarios e instalaciones, gastos de viaje, depreciación de equipos de oficina, edificios y vehículos, amortización de activos intangibles, costos de ocupación, servicios profesionales y el costo de gestión de campo para restaurantes operados por la compañía y franquiciados, entre otros. Para este ítem se proyectan ligeros aumentos dada la apertura de nuevos locales, que implicarán nuevas depreciaciones de equipos, muebles y edificios.

4.2.3. Depreciaciones y amortizaciones

Las depreciaciones y amortizaciones corresponden a los resultados a ser devengados en cada ejercicio por el desgaste de bienes útiles muebles e inmuebles, necesarios para el ejercicio de la actividad de Arcos Dorados. La proyección de estos gastos se verá afectada no solo por la expectativa de crecimiento y la relación entre activos fijos totales y depreciaciones de años anteriores, sino que también por la proyección de aperturas de locales comerciales y modernización de locales existentes, lo que implica incorporación de bienes a ser depreciados.

4.2.4. Capital de trabajo

Para la estimación de capital de trabajo se analizó el promedio de los últimos 3 años de capital de trabajo con respecto a las ventas. El promedio fue de -4.86%.

Tabla 13: Proyección del capital de trabajo de Arcos Dorados

El cálculo se encuentra en miles de USD

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ventas	2.659.941	2.876.759	3.118.954	3.301.997	3.480.387	3.628.214
CTN/ Ventas	-5,61%	-4,86%	-4,86%	-4,86%	-4,86%	-4,86%
Capital de Trabajo	-149.235	- 139.914	-151.693	-160.596	- 169.272	- 176.462
Variación CTN		- 9.321	11.779	8.902	8.676	7.190

Fuente: Elaboración propia

La variación de capital de trabajo se calcula como la diferencia interanual de un año a otro. Este concepto será luego utilizado para la estimación de flujos de fondos futuros.

Las variaciones positivas, o aumento de capital de trabajo, tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán. Las variaciones negativas o disminuciones de capital de trabajo tendrán un efecto positivo y se sumarán a los flujos de fondos proyectados.

Cabe destacar que dado el modelo de negocio, es normal que el capital de trabajo sea negativo.

4.2.5. Gastos de capital (inversión por aperturas).

Para las estimaciones de inversiones en bienes de capital se realizaron proyecciones en base al compromiso de Arcos Dorados con el nuevo plan de aperturas e inversiones pactado con McDonald's. En base a lo acordado, 200 nuevos locales deben ser abiertos en el periodo 2022-2024. Para ello, se concordó una inversión de USD 650 millones, que se verá reflejada en las proyecciones de flujo de fondos a partir de esta línea. La distribución del saldo mencionado fue realizada en base a la expectativa de aperturas por año. Adicionalmente se incorporó un estimado de aperturas para los años 2025 y 2026, en los que se proyectaron los mismos lineamientos de aperturas que el plan 2022-2024.

Es importante destacar que en el presupuesto de USD 650 millones se incorporan no solo gastos por apertura, sino que también de modernizaciones, mantenimiento y mejoras en las capacidades digitales.

En la siguiente tabla puede observarse la proyección de nuevas aperturas en base al plan establecido con McDonald's, junto con el detalle de inversión esperada:

Tabla 14: Proyección del capital a invertir por nuevas aperturas (para el escenario base)

El cálculo se encuentra en miles de USD

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nuevas Aperturas	65	68	67	67	67
Inversión	-211.250	-221.000	-217.750	-228.638	-228.638

Fuente: Elaboración propia en base al acuerdo del plan de aperturas de Arcos Dorados y McDonald's

4.3. Tasa de descuento

Para poder obtener la tasa de descuento de los flujos de fondos es necesario obtener la tasa que represente el costo de recibir fondos tanto de los accionistas como el costo de deuda adquirido por la empresa. Los mencionados deben ser incluidos en la tasa de descuento de forma proporcional a partir de la siguiente fórmula:

Tasa de descuento

$$= \text{Costo de equity} * \left(\frac{E}{(D + E)} \right) + \text{Costo de la deuda} * (1 - \text{tax}) * \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Donde “D” es la deuda a precios de mercado, y “E” es el equity a precios de mercado.

La tasa obtenida para el descuento de flujo de fondos es de 13,48%, referirse a las siguientes explicaciones para identificar el origen de los datos para el cálculo:

4.3.1. Costo de equity

Para estimar el costo de capital propio se utilizó el modelo de CAPM, adicionando una prima de riesgo país dado que la actividad de Arcos Dorados toma lugar en territorios subdesarrollados. La mencionada prima de riesgo adicional se calculó en base al riesgo país de las regiones con mayor incidencia de ventas en Arcos Dorados. El modelo original plantea que el costo del capital propio es igual a la tasa libre de riesgo más el riesgo sistemático del capital propio por la prima de riesgo de mercado; y como se mencionó, en este caso se incorporó una prima de riesgo país, resultando en la siguiente formula:

Costo de equity

$$\begin{aligned} &= \text{Tasa libre riesgo} \\ &+ (\text{Beta} * \text{Prima de riesgo}) \\ &+ \text{Prima de riesgo país} \end{aligned}$$

La **tasa libre de riesgo** es el rendimiento teórico de una inversión con riesgo cero. por un rango específico de tiempo. En otras palabras, sería la tasa mínima que un inversor estaría dispuesto a aceptar dado que no aceptaría más riesgo sin un aumento en la tasa de retorno. Esta tasa se puede obtener a partir de la tasa de rendimiento de los bonos del gobierno de Estados Unidos con igual duración a la inversión que estamos calculando. En la práctica se utilizó la tasa de bonos norteamericanos a 10 años al 31/12/2021 de 1,5%

El coeficiente **Beta** representa el riesgo sistemático del capital accionario, es decir aquel riesgo que no puede eliminarse por la diversificación de un portafolio; en otras palabras, describe la relación entre el riesgo sistemático y el retorno esperado para los activos, particularmente acciones. Beta puede medir la volatilidad de una acción individual comparada con el mercado.

Para el cálculo de beta se obtuvieron las cotizaciones de empresas comparables (Yum Brands, McDonald’ s, Wendy’ s y Brand Restaurants) en períodos mensuales y semanales, y se realizaron regresiones con el índice S&P 500. Este análisis fue realizado

para períodos de 3, 5 y 7 años, con el objetivo de contar con diversas fuentes y posibilidades de cálculo para el análisis.

Algunas empresas fueron escogidas por pertenecer a la misma industria como YUM Brand que gestiona las marcas KFC (pollo frito), Pizza Hut (pizzería) y Taco Bell a nivel mundial mientras que Brand Restaurants posee, opera y franquicia las marcas Burger King (hamburguesería), Tim Hortons (confitería), y Popeyes (pollo y pescado frito); Wendy' s es una hamburguesería con gran presencia en mercado norteamericano; y McDonald' s fue considerada para el cálculo dada la dependencia directa que tiene Arcos Dorados con la compañía mencionada.

Es importante destacar que para la obtención del beta a utilizar se desapalancaron las betas obtenidas de las regresiones de las empresas mencionadas, para luego sacar un promedio de ellas y volver a apalancar con datos de impuestos, y deuda y equity a valor mercado de Arcos Dorados.

Como se puede observar en la tabla a continuación, no existen diferencias significativas en betas apalancadas entre los cálculos mensuales o semanales para periodos de 3, 5 y 7 años:

Tabla 15: Detalle de betas apalancadas y desapalancadas de empresas de la competencia para el cálculo de beta de Arcos Dorados

BETA mensual	Desapalancada	Apalancada
7 AÑOS	0,72	1,12
5 AÑOS	0,71	1,12
3 AÑOS	0,77	1,21

BETA semanal	Desapalancada	Apalancada
7 AÑOS	0,59	0,92
5 AÑOS	0,78	1,23
3 AÑOS	0,75	1,18

Fuente: Elaboración propia

Se escogió a la beta de 3 años mensual para el desarrollo del trabajo dado que tiene el r^2 ajustado más alto.

Referirse al anexo 1 para ver los gráficos de regresiones de empresas comparables.

La **prima de riesgo** es la diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado bursátil representada con el índice S&P500 y la tasa libre de riesgo, es decir que es la rentabilidad adicional requerida por el riesgo adicional tomado en una cartera diversificada.

El retorno del mercado fue calculado con los datos históricos del S&P500 desde el año 1979. Se realizó el promedio simple de los retornos del índice mencionado, y el promedio anual resultante fue de 16,37%.

En consecuencia, la prima de riesgo utilizada para calcular la tasa de descuento es la diferencia entre el mencionado promedio de retornos del S&P500 y la tasa libre riesgo, que resulta en un 14,87%

El **riesgo país** fue calculado a través de una ponderación en base al porcentaje de ventas de los segmentos geográficos.

Se identificaron los países de mayor participación de ventas de cada segmento: a Brasil se lo consideró en su totalidad, para el segmento NOLAD se analizaron los datos de Panamá y México que representan aproximadamente el 60% de las ventas del segmento; y para el segmento de SLAD se utilizaron los datos de Argentina, Chile, Perú, Uruguay y Colombia, que representan más del 73% de las ventas del segmento. Luego, se obtuvo el riesgo país EMBI de todos ellos (excepto Argentina, para el que se utilizó un riesgo del 10%, porcentaje utilizado por los acreedores en la reestructuración de deuda soberana en moneda extranjera en 2020), y se los ponderó por participación de ventas. La prima de riesgo obtenida para el cálculo fue de 4,06%.

En la siguiente tabla puede observarse el cálculo realizado para estimar la prima de riesgo que debe adicionarse a la tasa de descuento:

Tabla 16: Cálculo de prima de riesgo en base a los países más representativos de los segmentos geográficos de Arcos Dorados.

	%	Riesgo	Riesgo en %	Prima de riesgo
BRASIL	37,70%	326	3,26%	1,23%
NOLAD				
Panamá	14,68%	326	3,26%	0,48%
México	14,68%	783	7,83%	1,15%
SLAD				
Argentina	7,03%		10,00%	0,70%
Chile	6,29%	138	1,38%	0,09%
Perú	6,29%	140	1,40%	0,09%
Uruguay	6,29%	127	1,27%	0,08%
Colombia	7,03%	352	3,52%	0,25%
	100%			4,06%

Fuente: Elaboración propia con datos publicados en EMBI

4.3.2. Costo de la deuda

El costo de deuda utilizado para la valuación es de 5,11%, dado que es la TIR resultante para el bono de Arcos Dorados con vencimiento en Abril 2027.

4.4. Resultados obtenidos

En este apartado se detallarán los resultados obtenidos por la valuación de Arcos Dorados mediante el método de descuento de flujo de fondos con fecha 31 de diciembre de 2021.

Es importante destacar que la valuación se realizó en tres escenarios supuestos:

- **Escenario base:** el crecimiento de ventas de la compañía acompaña el plan de aperturas pactado con McDonald' s. El SSS es razonable con el crecimiento de mercado y poblacional. La cuota de mercado se mantiene estable.
- **Escenario optimista:** el crecimiento de ventas es superior a lo esperado. La demanda de producto impulsa a la compañía a realizar un 1% más de aperturas de lo pactado en el acuerdo con McDonald' s. Además, la proyección de recuperación de márgenes supera al escenario base en un 1,5%.
- **Escenario pesimista:** sucede un incumplimiento de un 1% con respecto a las aperturas pactadas en el acuerdo con McDonald' s, esto deriva en la existencia de menos puntos de ventas, lo que implica menos ventas. Además, la proyección de recuperación de márgenes es un 1,5% menor a lo esperado.

En la siguiente tabla puede observarse la presentación de datos principales para la valuación por flujo de fondos descontados de Arcos Dorados, en escenarios base, optimista y pesimista:

Tabla 17: Detalle de resultados obtenidos en proyecciones de flujos de fondos descontados al 31/12/21 para Arcos Dorados en escenarios base, optimista y pesimista.

El tabla se encuentra en miles de USD

	Base	Optimista	Pesimista
Fecha valuación	31/12/21	31/12/21	31/12/21
Tasa de crecimiento perpetua	3,50%	3,50%	3,50%
Tasa de descuento	13,48%	13,48%	13,48%
Valor presente total	1.167.852	1.463.350	883.348
Caja y equivalentes	278.830	278.830	278.830
Deuda	-743.958	-743.958	-743.958
Valor del equity	702.724	998.222	418.220
Valor de la acción	5,39	7,65	3,21

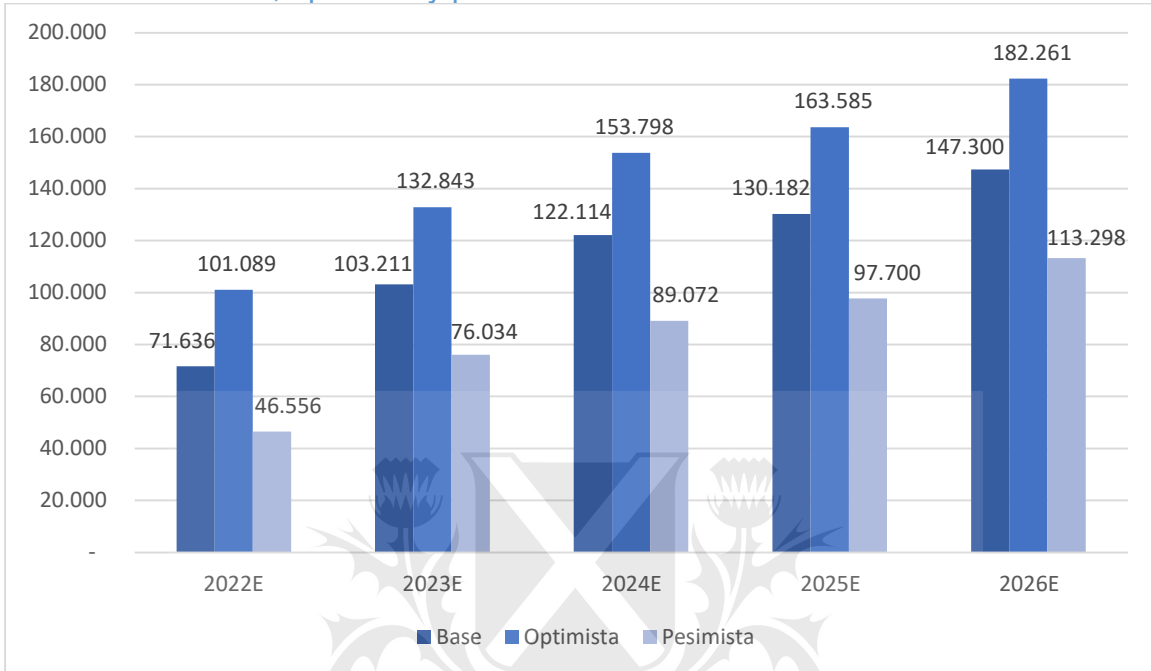
Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones para la valuación.

El valor por acción obtenido en la valuación por flujo de fondos descontados en el escenario base resulta ser menor a la cotización por acción al 31 de diciembre de 2021, que fue de USD 5,71.

El hecho de que el precio obtenido por acción en el escenario base sea menor al presente en el mercado al 31 de diciembre de 2021 refleja que las expectativas de crecimiento y aumento de ventas en las que se basó el trabajo fueron menores a las presentes en el mercado.

Por otra parte, para obtener un mejor detalle de la variación de flujos de fondos en escenario optimista y pesimista contra el escenario base, se graficó la evolución de flujo de fondos en dólares para estos escenarios. En los gráficos a continuación puede observarse la evolución de los mencionados escenarios en los distintos años proyectados:

Gráfico 34: Comparación entre proyecciones de flujos de fondos esperados en USD de escenario base, optimista y pesimista



Fuente: Elaboración propia en base a las proyecciones para escenario base, optimista y pesimista en USD

5. Valuación por múltiplos

La valuación por comparables consiste en estimar el valor de un activo a partir de múltiplos de activos de similares características. Este tipo de valuación relativiza el valor de la empresa según empresas comparables (siempre que estas cuenten con información pública necesaria para el cálculo). Es un método alternativo de valuación que se utiliza como complemento de la valuación por flujo de fondos descontados. Mientras que la valuación de Flujo de fondos descontados requiere de un análisis más profundo, además de la proyección de distintas variables para estimar los cashflows esperados, la valuación por múltiplos solicita menos información, lo que la hace más accesible para el uso.

Las empresas escogidas para realizar la valuación por múltiplo fueron seleccionadas por diversas razones: algunas pertenecen a la misma industria como YUM Brands que gestiona las marcas KFC (pollo frito), Pizza Hut (pizzería) y Taco Bell a nivel mundial mientras que Brand Restaurants posee, opera y franquicia las marcas Burger King (hamburguesería), Tim Hortons (confitería), y Popeyes (pollo y pescado frito); Wendy' s fue elegida por ser una línea de hamburgueserías con gran presencia en mercado norteamericano; y McDonald' s fue considerada para el cálculo dada la dependencia directa que tiene Arcos Dorados con la compañía mencionada.

El múltiplo escogido para el cálculo es EV/EBITDA dado que neutraliza los efectos de las diferentes estructuras de capital de las distintas empresas seleccionadas, además de que este múltiplo tampoco afecta la composición de restaurantes propios versus restaurantes franquiciados.

De cualquier forma, se analizaron otros múltiplos claves de las empresas comparables para arribar a la estimación de ratio más certera

En la siguiente tabla puede observarse la comparación de múltiplos clave entre la empresa en análisis, Arcos Dorados, y las mencionadas empresas de la competencia sobre las cuales se basará la valuación por múltiplos:

Tabla 18: Datos de compañías comparables con Arcos Dorados

Indicadores	EV/EBITDA	Margen EBITDA (EBITDA/Ventas)	Margen operativo (EBIT/Ventas)	ROE (Res. Neto/Pat. Neto)	ROA (EBIT/Activo)
	2021	2021	2021	2021	2021
Wendys	11,08	17,06%	18,15%	45,92%	6,75%
McDonalds	12,96	52,46%	42,51%	-163,99%	18,33%
Brand Restaurants	12,27	35,95%	32,13%	21,75%	7,93%
Yum! Brands	15,98	34,37%	33,69%	-18,81%	37,18%
Promedio	13,07	34,96%	31,62%	-28,78%	17,55%
Arcos Dorados		10,22%	5,25%	20,57%	5,91%

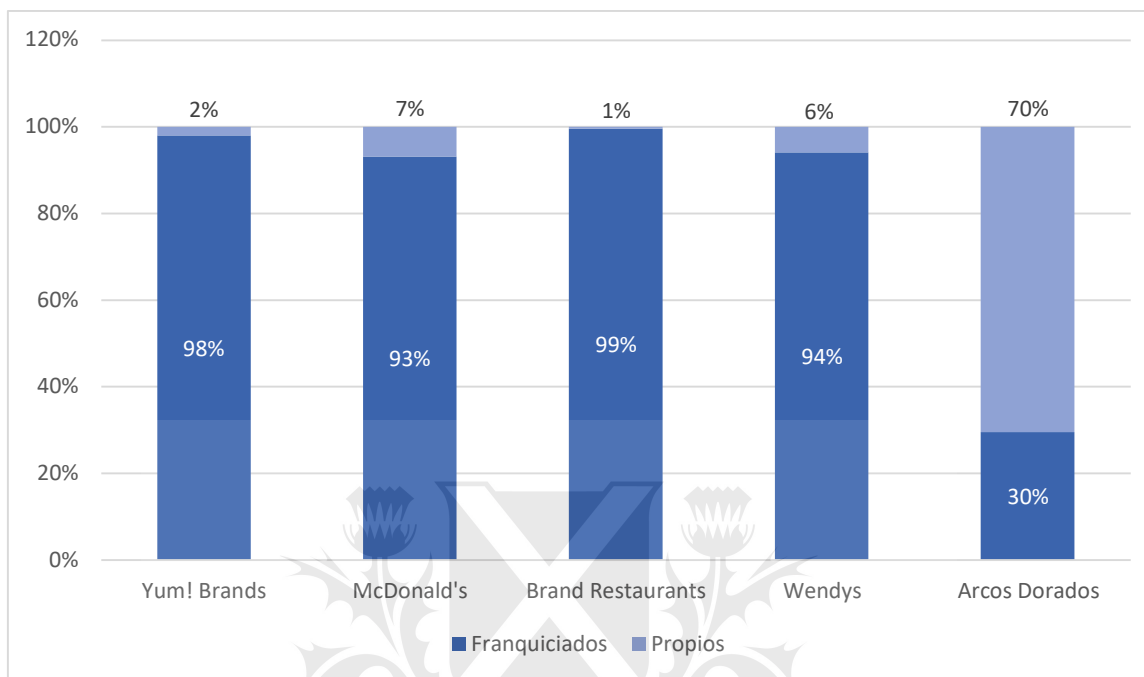
Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por competidores

Los márgenes EBITDA y operativo de la competencia son significativamente mayores a los de la compañía en análisis.

Por otro lado, el ratio ROE de Arcos Dorados tampoco se asemeja al promedio de la competencia, donde se ve que ratio varía mucho entre empresa y empresa; el ROE de Arcos Dorados se aproxima únicamente al de Brand Restaurants. En cuanto al ratio ROA es posible vislumbrar que el resultado más cercano a Arcos Dorados es el de Wendy' s.

Con el objetivo de analizar las diferencias existentes entre los ratios de las empresas comparables y los de Arcos Dorados, principalmente en relación con los ratios de márgenes, es necesario analizar el modelo de negocio de todas estas compañías. Para ello, se graficó a continuación la estructura de cantidad de restaurantes propios y franquiciados de todas las empresas analizadas:

Gráfico 35: Porcentaje de restaurantes franquiciados y propios



Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por competidores

Tal como se puede observar, más del 90% de los restaurantes de la competencia son franquiciados. Por su parte, Arcos Dorados cuenta con un modelo de negocio diferente, contando con más restaurantes propios que franquiciados.

El tener un mayor porcentaje de franquicias mejora la rentabilidad de las compañías de la competencia. dado que el modelo de negocios en que el mayor porcentaje de locales es franquiciado se caracteriza por generar flujos de fondos más estables. Esto es así porque gran parte de los riesgos de la operación son transferidos a los franquiciados. Algunos riesgos de operación son variaciones en la demanda, variación del precio de insumos, riesgos laborales, etcétera.

Por su parte, Arcos Dorados cuenta con un modelo de negocios con mayor cantidad de locales propios lo que deriva en la necesidad de afrontar una estructura de costos mayor, donde la proporción de costos fijos es más alta. Esto genera una mayor variabilidad en su flujo de fondos.

Adicionalmente, Arcos Dorados es una empresa que opera en mercado emergente. En consecuencia, correspondería aplicar un múltiplo EV/EBITDA menor al de las empresas de la competencia dado el mayor riesgo existente en el mencionado mercado. Con el objetivo de seleccionar un rango de múltiplos EV/EBITDA adecuado para Arcos Dorados

se analizó el descuento tiene el BOVESPA con el S&P500 en PE. El primero cuenta con un ratio de 6,8 mientras que el segundo es de 23,11.

En base a los dos aspectos anteriormente mencionados se opta por utilizar un descuento de aproximadamente un 40% para los múltiplos obtenidos, resultando en un rango de múltiplo EV/EBITDA debe encontrarse entre 6x y 9x.

En la siguiente tabla puede observarse el detalle de valuación por múltiplos de Arcos Dorados en punto medio, y límites inferior y superior al 31 de diciembre de 2021:

Tabla 19: Sensibilidad de valuación por múltiplo

El cálculo se encuentra en miles de USD

	Límite inferior	Punto medio	Límite superior
Múltiplo	6,00	7,50	9,00
EBITDA	271.758	271.758	271.758
Valor empresa	1.630.548	2.038.185	2.445.822
Caja y equivalentes	278.830	278.830	278.830
Deuda	-743.958	-743.958	-743.958
Valor del equity	1.165.420	1.573.057	1.980.694
Valor de la acción	8,93	12,06	15,18

Fuente: Elaboración propia.

Los saldos obtenidos por la valuación por múltiplos son significativamente mayores a los resultantes por valuación de descuento de flujo de fondos futuros.

Por último se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar cómo se comporta la variable ante cambios en los múltiplos o en el valor que podría tomar el EBITDA:

Tabla 20: Sensibilidad de valuación por múltiplo

El cálculo se encuentra en miles de USD

SENCIBILIDAD VALUACIÓN MULTIPLO		EV/EBITDA				
		4,5	6,0	7,5	9,0	10,5
E B I T D A	245.262	1.103.677	1.471.570	1.839.462	2.207.354	2.575.247
	258.170	1.161.765	1.549.021	1.936.276	2.323.531	2.710.786
	271.758	1.222.911	1.630.548	2.038.185	2.445.822	2.853.459
	285.346	1.284.057	1.712.075	2.140.094	2.568.113	2.996.132
	299.613	1.348.259	1.797.679	2.247.099	2.696.519	3.145.939

Fuente: Elaboración propia.

6. Riesgos

Arcos Dorados, al ser una compañía de renombre internacional, posee diversos riesgos relacionados con su negocio y operaciones, sus resultados de operación y condición financiera, la regulación gubernamental, la industria, su negocio y operaciones en América Latina y el Caribe, los tipos de acciones, y riesgos relacionados a su domicilio en las Islas Vírgenes Británicas.

Debajo solo se expondrán los riesgos más significativos:

En cuanto a los riesgos relacionados con su negocio y operaciones, se debe tener en el riesgo principal que es que McDonald' s tiene derecho a adquirir todo o parte del negocio ante la ocurrencia de ciertos eventos y, en el caso de un incumplimiento material de los acuerdos de MFA, McDonald' s puede adquirir las acciones no públicas o sus intereses en uno o más territorios al 80% de su valor de mercado. Otro riesgo principal relacionado al negocio es que, en ciertas ocasiones, Arcos Dorados depende de acuerdos orales con proveedores y distribuidores externos para la provisión de productos y servicios que son necesarios para las operaciones. Por último, otro riesgo relacionado al negocio radica en que la condición financiera y los resultados de las operaciones dependen, en cierta medida, de la condición financiera de los subfranquiados y su capacidad para cumplir con sus obligaciones en virtud de sus contratos de franquicia, en donde cabe destacar que Arcos Dorados no tiene un control operativo total sobre los negocios de sus subfranquiados.

Respecto a los riesgos relacionados con los resultados de operación y condición financiera, existe el hecho que ante convenios o eventos de incumplimiento en los acuerdos que rigen la deuda pendiente se podría limitar la capacidad de Arcos Dorados para realizar ciertos tipos de transacciones y afectar negativamente la liquidez. (Al 31 de diciembre de 2021, Arcos Dorados contaba con USD 657 millones en deuda pendiente total (incluidos los intereses por pagar).

Si Arcos Dorados no cumple con las cláusulas establecidas en los acuerdos, la deuda pendiente podría volverse inmediatamente vencida y ejecutable. Además, Arcos Dorados está obligado a cumplir con ciertos índices financieros bajo las líneas de crédito actuales y líneas de crédito renovables. Durante ciertos períodos del año 2020 y 2021, no se cumplió con los índices financieros y Arcos Dorados recibió exenciones de los prestamistas.

Otro riesgo encuadrado en la categoría de resultados de operación y condición financiera es la fluctuación en las tasas de interés del mercado, que podría afectar la capacidad para refinanciar la deuda o los resultados de operación. (Arcos Dorados se encuentra expuesto

al riesgo de mercado relacionado con cambios en las tasas de interés que podrían afectar los resultados de operación o la capacidad de refinanciar la deuda existente).

La inflación y las medidas gubernamentales para frenar la inflación pueden afectar negativamente las economías de los países donde Arcos Dorados opera, junto con su negocio y los resultados de operación. (Muchos de los países en los que Arcos Dorados opera han experimentado o están experimentando actualmente altas tasas de inflación. Por ejemplo, desde el 1 de julio de 2018, Argentina ha sido considerada altamente inflacionaria según los US GAAP. Además, Venezuela ha sido considerada altamente inflacionaria según los US GAAP desde 2010.) Dicho esto, las fluctuaciones del tipo de cambio frente al USD en los países en los que Arcos Dorados opera han afectado negativamente, y podrían continuar afectando negativamente, los resultados de operación. En consecuencia, Arcos Dorados se encuentra expuesto al riesgo del tipo de cambio en relación con el USD.

Por último, los riesgos a destacar son los relacionados con su negocio y operaciones en América Latina y el Caribe están generalmente asociados con las operaciones comerciales internacionales. Arcos Dorados realiza actividades comerciales en toda América Latina y el Caribe. En 2021, el 68% de los ingresos provinieron de Brasil, Argentina, Puerto Rico y México. Como resultado, el negocio está y seguirá estando sujeto a los riesgos generalmente asociados con las operaciones comerciales internacionales, que incluyen: reglamentos gubernamentales aplicables a las operaciones de servicios de alimentos; cambios en las condiciones sociales, políticas y económicas; retrasos en el transporte y otras interrupciones de la cadena de suministro; cortes o escasez de energía, agua y otros servicios públicos; limitaciones a la inversión extranjera; restricciones a la convertibilidad de la moneda y la volatilidad de los mercados de divisas; inflación; contingentes de importación y exportación y restricciones a la importación; cambios en las condiciones laborales locales; cambios en impuestos y otras leyes y reglamentos; expropiación y nacionalización de los activos en una jurisdicción particular; y restricciones a la repatriación de dividendos o utilidades.

7. Conclusión

Tal como se ha mencionado previamente, Arcos Dorados es la empresa dueña de la franquicia de McDonald' s más grande del mundo. Actualmente es líder de mercado en prácticamente todos los países en los que posee la franquicia.

En el desarrollo del trabajo se analizó la industria, competidores, estructura organizacional, producto y otros datos claves; con el principal objetivo de interpretar el desarrollo de la empresa, con sus distinciones geográficas y por tipo de restaurantes, para comprender el negocio. Los resultados obtenidos en los estados financieros, además de su posición competitiva en mercado, reflejan que la empresa se encuentra en su etapa de madurez, pero cuenta con expectativas y planes de continuar con el crecimiento a partir no solo de la mejora en la eficiencia de los locales actuales sino que con nuevas aperturas. Este crecimiento se espera sea paulatino.

Tal como se mencionó, el resultado obtenido en la valuación de flujo de fondos descontados en tres escenarios: base, optimista y pesimista, fueron de USD 1.167 millones, USD 1.463 millones y de USD 883 millones respectivamente. Con un valor por acción de USD 5,39 en el escenario base, de USD 7,65 en el escenario optimista y de USD 3,21 por acción en el escenario pesimista. El escenario base resultó ser inferior al valor de mercado al 31 de diciembre de 2021, con un precio de USD 5,71 por acción. Esto resulta de mejores expectativas de crecimiento en mercado que las asumidas en el desarrollo del trabajo.

Por su parte, la valuación por múltiplos arrojó un resultado de USD 2.038 millones en el punto medio, con un valor de USD 12,06 por acción; a partir de la comparación con empresas Wendy' s, Yum! Brands INC, Brand Restaurant y McDonald' s. Este método es más simple que el de descuento de flujo de fondos y, por lo tanto, se considera es un saldo más incierto, que resulta ser mayor a la cotización de mercado.

8. Bibliografía

8.1. Bibliografía Académica

- Damodaran, Aswath. (2001) Corporate Finance: Theory and Practice.
- Dumrauf, Guillermo Lopez. (2006) Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano.
- Fabozzi, Frank J. (2004) Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, 2nd edition.
- Fabozzi, Frank J.; Modigliani, Franco. (1996) Mercados e Instituciones Financieras - Primera Edición.
- Myers Stewart C.; Allen, Franklin; Brealey, Richard A. (2010) Principios de Finanzas Corporativas – Novena edición.
- Ransom, Katharine. (2013) The Restaurant Industry's Business Cycle Relationship To GDP.

8.2. Informes y Reportes emitidos por Arcos Dorados

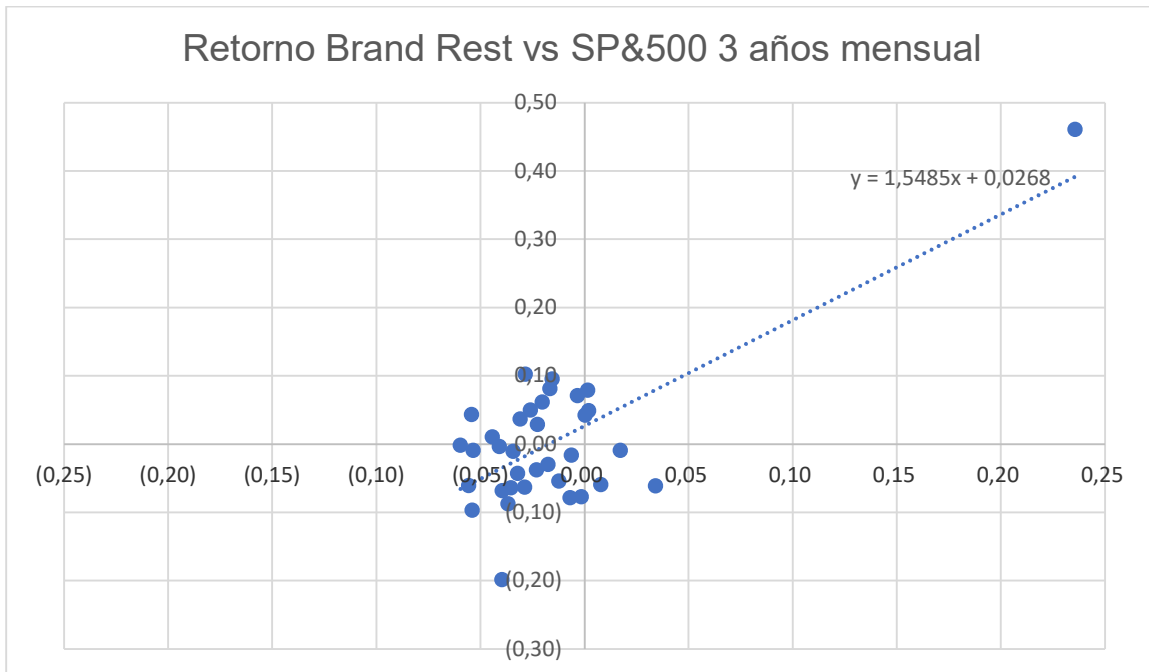
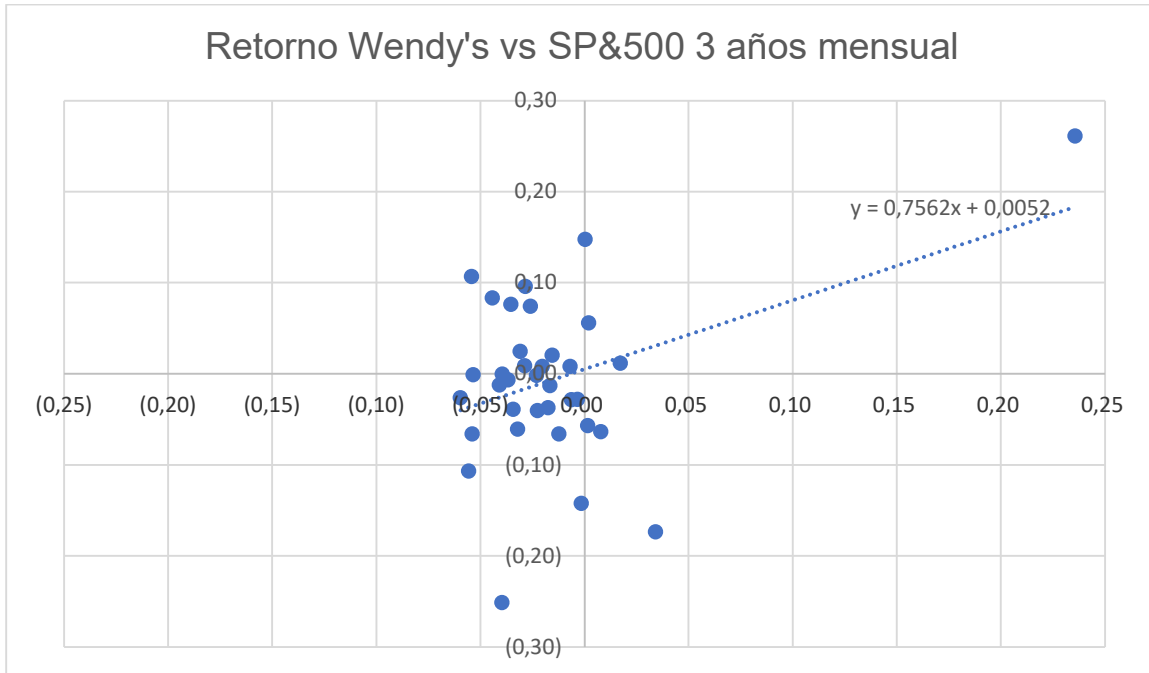
- Arcos Dorados, 2Q 2022 Transcript presentation
- Arcos Dorados, 1Q 2022 Transcript presentation
- Arcos Dorados, 4Q 2021 Transcript presentation
- Arcos Dorados, 6-K, May 2022
- Arcos Dorados, 20-F, 2021 Annual Report
- Arcos Dorados Fact Sheet, Argentina
- Arcos Dorados Fact Sheet, Brasil
- Arcos Dorados Fact Sheet, Chile
- Arcos Dorados Fact Sheet, Colombia
- Arcos Dorados Fact Sheet, Costa Rica
- Arcos Dorados Fact Sheet, Ecuador
- Arcos Dorados Fact Sheet, Mexico
- Arcos Dorados Fact Sheet, Panamá
- Arcos Dorados Fact Sheet, Perú
- Arcos Dorados Fact Sheet, Puerto Rico
- Arcos Dorados Fact Sheet, Regional
- Arcos Dorados Fact Sheet, Uruguay
- Arcos Dorados Fact Sheet, Venezuela
- Arcos Dorados Reports, Annual Report 2017 Financial Results
- Arcos Dorados Reports, Annual Report 2018 Financial Results
- Arcos Dorados Reports, Annual Report 2019 Financial Results
- Arcos Dorados Reports, Annual Report 2020 Financial Results
- Arcos Dorados Reports, Annual Report 2021 Financial Results

8.3. Sitios Web

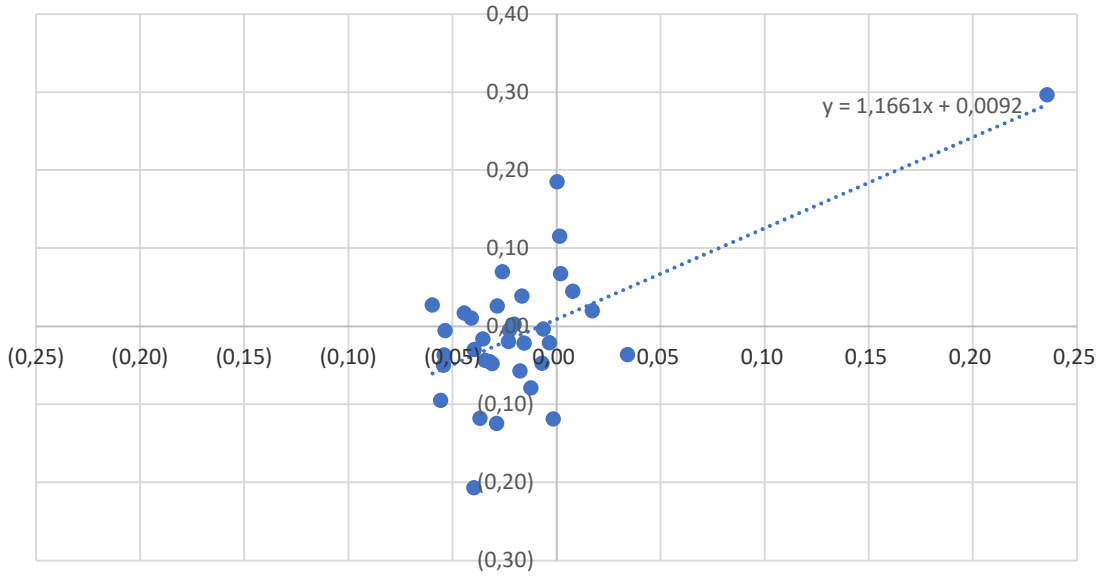
- Aaron Allen & Associates: Asesores de empresas líderes en la industria de restaurantes. (2022) “Industria de Restaurantes en América Latina: Oportunidades y Desafíos” (aaronallen.com)
- Banco central de Chile (2022) (bcentral.cl)
- Banco Central de Colombia (2022). (banrep.gov.co/en)
- Banco Central de Uruguay (2022). (bcu.gub.uy/)
- Banco Mundial. (2022). Datos de la región de América Latina y Caribe. (bancomundial.org/es)
- Bloomberg (2022). (bloomberg.com)
- Corporate Finance Institute (corporatefinanceinstitute.com)
- FRED (2022). (fred.stlouisfed.org/)
- INDEC (2022) (indec.gob.ar/)
- Multpl (2022) (multpl.com)
- REM argentina (2022) (bcra.gob.ar/Noticias/REM-julio-22)
- Statista (2022) (statista.com)
- The Big Mac Index (economist.com/big-mac-index)
- Thomson Reuters Eikon (2022). (refinitiv.com/)
- Yahoo finance (2022) (es.finance.yahoo.com)

9. Anexos

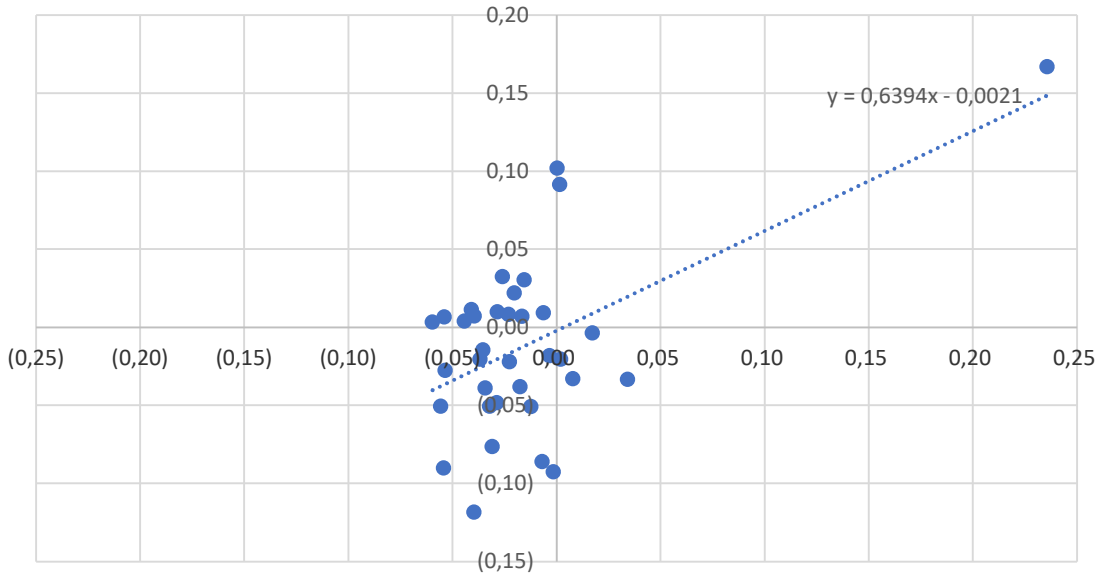
9.1. Gráficos de regresión de empresas comparables vs S&P 500 para obtención de Beta



Retorno YUM vs SP&500 3 años mensual



Retorno McDonald's vs SP&500 3 años mensual



9.2. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario base

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
BRASIL	1.002.781	1.071.087	1.144.972	1.179.754	1.213.216	1.212.112
NOLAD	780.866	840.203	912.363	985.571	1.061.296	1.142.056
SLAD	876.294	965.469	1.061.620	1.136.672	1.205.876	1.274.046
Ventas	2.659.941	2.876.759	3.118.954	3.301.997	3.480.387	3.628.214
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-2.520.422	-2.675.386	-2.891.894	-3.051.996	-3.206.340	-3.331.099
Resultado operativo (EBIT)	139.519	201.373	227.060	250.001	274.047	297.115
Impuestos	-57.203	-82.563	-93.095	-102.500	-112.359	-121.817
Resultado neto de impuesto	82.316	118.810	133.965	147.500	161.688	175.298
Depreciaciones y amortizaciones	120.394	173.397	178.466	183.461	188.456	193.450
Variaciones capital de trabajo		-9.321	11.779	8.902	8.676	7.190
CAPEX		-211.250	-221.000	-217.750	-228.638	-228.638
Fondos disponibles		71.636	103.211	122.114	130.182	147.300
Valor terminal						1.475.899
Flujo de fondos total disponibles		71.636	103.211	122.114	130.182	1.623.199
Tasa de crecimiento perpetua						3,50%
Tasa de descuento						13,48%
Valor presente de los flujos de fondos totales disponibles al 31/12/2021		63.127	80.147	83.561	78.500	862.518
Valor presente total						1.167.852
Caja y equivalentes						278.830
Deuda						-743.958
Valor del equity						702.724
Valor de la acción						5,39

9.3. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario optimista

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
BRASIL	1.002.781	1.071.087	1.144.972	1.179.754	1.213.216	1.212.112
NOLAD	780.866	840.203	912.363	985.571	1.061.296	1.142.056
SLAD	876.294	965.469	1.061.620	1.136.672	1.205.876	1.274.046
Ventas	2.659.941	2.921.017	3.164.821	3.351.280	3.532.334	3.682.366
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-2.520.422	-2.672.730	-2.886.950	-3.047.279	-3.201.211	-3.325.581
Resultado operative (EBIT)	139.519	248.286	277.871	304.001	331.123	356.785
Impuestos	-57.203	-101.797	-113.927	-124.641	-135.760	-146.282
Resultado neto de impuesto	82.316	146.489	163.944	179.361	195.362	210.503
Depreciaciones y amortizaciones	120.394	175.131	180.251	185.296	190.340	195.385
Variaciones capital de trabajo		-7.166	11.858	9.069	8.806	7.297
CAPEX		-213.363	-223.210	-219.928	-230.924	-230.924
Fondos disponibles		101.089	132.843	153.798	163.585	182.261
Valor terminal						1.825.119
Flujo de fondos total disponibles		101.089	132.843	153.798	163.585	2.008.455
Tasa de crecimiento perpetua						3,50%
Tasa de descuento						13,48%
Valor presente de los flujos de fondos totales disponibles al 31/12/2021		89.081	103.156	105.242	98.641	1.067.230
Valor presente total						1.463.350
Caja y equivalentes						278.830
Deuda						-743.958
Valor del equity						998.222
Valor de la acción						7,65

9.4. Valuación por flujo de fondos descontado: Escenario pesimista

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
BRASIL	1.002.781	1.071.087	1.144.972	1.179.754	1.213.216	1.212.112
NOLAD	780.866	840.203	912.363	985.571	1.061.296	1.142.056
SLAD	876.294	965.469	1.061.620	1.136.672	1.205.876	1.274.046
Ventas	2.659.941	2.876.759	3.118.954	3.252.713	3.428.441	3.574.061
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-2.520.422	-2.718.537	-2.938.678	-3.055.234	-3.209.911	-3.334.992
Resultado operativo (EBIT)	139.519	158.222	180.276	197.479	218.531	239.069
Impuestos	-57.203	-64.871	-73.913	-80.966	-89.598	-98.018
Resultado neto de impuesto	82.316	93.351	106.363	116.512	128.933	141.051
Depreciaciones y amortizaciones	120.394	171.663	176.682	181.626	186.571	191.516
Variaciones capital de trabajo		-9.321	11.779	6.506	8.547	7.082
CAPEX		-209.138	-218.790	-215.573	-226.351	-226.351
Fondos disponibles		46.556	76.034	89.072	97.700	113.298
Valor terminal						1.135.208
Flujo de fondos totales disponibles		46.556	76.034	89.072	97.700	1.248.506
Tasa de crecimiento perpetua						3,50%
Tasa de descuento						13,48%
Valor presente de los flujos de fondos totales disponibles al 31/12/2021		41.025	59.042	60.951	58.913	663.417
Valor presente total						883.348
Caja y equivalentes						278.830
Deuda						-743.958
Valor del equity						418.220
Valor de la acción						3,21