



Universidad de
San Andrés

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

Trabajo final de graduación (Perfil Profesional)

ARCOR S.A.I.C.

Autor: Estefanía Servian

DNI: 33.326.201

Director de Tesis: Javier P. Epstein

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 7 de junio de 2017

Índice

| | | |
|-------|--|----|
| I. | Resumen Ejecutivo..... | 3 |
| II. | Descripción del Negocio..... | 4 |
| | II.1. General..... | 4 |
| | II.2. Segmento de Negocio..... | 9 |
| | II.2.1. Argentina..... | 11 |
| | II.2.2. Brasil..... | 14 |
| | II.2.3. Región Andina..... | 14 |
| | II.2.4. Norte, Centro y otros Países del Exterior..... | 15 |
| | II.2.5. Filiales Sur..... | 16 |
| | II.3. Historia y crecimiento de Arcor. De una empresa familiar de un pueblo de Córdoba a la multinacional reconocida en el mundo entero..... | 16 |
| | II.4. Las “cinco etapas de Arcor” | 18 |
| | II.5. Estructura Accionaria..... | 19 |
| III. | Análisis de la Industria..... | 21 |
| IV. | Posicionamiento Competitivo..... | 26 |
| | IV.1. Participación de Mercado de Arcor en Argentina..... | 27 |
| | IV.2. Principales Competidores..... | 28 |
| | IV.3. Ventajas Competitivas..... | 28 |
| | IV.4. Análisis Competitivo. Cinco fuerzas de Porter..... | 32 |
| V. | Análisis Financiero..... | 33 |
| VI. | Valuación..... | 50 |
| | VI.1.1. Valuación por método de flujo de fondos descontados..... | 50 |
| | VI.2. Valuación por método de compañías comparables..... | 60 |
| VII. | Riesgos..... | 62 |
| VIII. | Anexos..... | 65 |
| | VIII.1. Escenario Base..... | 65 |
| | VIII.2. Escenario Optimista..... | 68 |
| | VIII.3. Escenario Pesimista..... | 71 |
| IX. | Bibliografía..... | 74 |
| X. | Apéndice de links de internet relevantes..... | 75 |

I. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objeto la propuesta de valuación de la compañía multinacional argentina Arcor S.A.I.C. ("Arcor" o la "Compañía"), líder en la industria alimenticia, fundada por Fulvio Pagani en 1951 en la ciudad de Arroyito, Provincia de Córdoba, ubicación que le dio su nombre (Ar – Cor).

La valuación de la Compañía será presentada en distintos escenarios: base, optimista (o alcista) y pesimista (o bajista). El caso de Arcor permite comprender la evolución de una empresa de caramelos que, constituida en un pueblo pequeño del interior del país, llegó a vender a más de ciento veinte países alrededor del mundo; crecimiento potenciado en ciertas oportunidades por la situación económica y política del país y, en otros casos, sobre todo, por la personalidad y visión de su fundador y la de su familia. En este sentido, la misma Arcor identifica cinco ciclos dentro de su historia, pudiendo hablarse de "cinco Arcor", como se explicará más adelante.

El caso de Arcor es interesante porque es la única compañía argentina que creció mediante inversiones y diversificación de sus operaciones alrededor del mundo en épocas en que otras de su misma industria decidieron vender o, apremiadas por la difícil situación, cerraron. Su modelo de negocio, dividido por el área geográfica donde opera y por el segmento de negocio que produce y comercializa en cada región, con un sistema de distribución y logística particular, le permitió a Arcor diversificarse y así llegar a consumidores de todo el mundo, logrando con éxito competir de igual a igual con empresas internacionales establecidas. Se convirtió en el primer productor mundial de caramelos duros, y es el principal exportador de golosinas de Argentina, Brasil, Chile y Perú. A su vez, otro de los puntos fuertes de Arcor, es que se vale de asociaciones estratégicas con importantes compañías. Un ejemplo de ello es Bagley Latinoamérica S.A. ("Bagley"), la sociedad conformada con el Grupo Danone para los negocios de galletas, alfajores y cereales en Latinoamérica, que se convirtió en líder en la región.

En 2015, la Compañía alcanzó ventas por AR\$ 27,5 mil millones, y su EBITDA fue de AR\$ 3,4 mil millones.

A lo largo de su historia, el valor de la Compañía fue reconocido a través de los diversos premios y menciones otorgados a la Compañía y a sus directivos de parte de la industria, los medios de comunicación y sus competidores. Sin embargo, tal valor, ¿tiene su fundamento en la información financiera y contable de la Compañía? ¿Su crecimiento esperado se sustenta en proyecciones

basadas en supuestos fundados, y en los métodos de valuación generalmente aceptados? Mediante el análisis de escenarios (explicados a lo largo de este trabajo), trataré de responder esas preguntas.

II. Descripción del Negocio

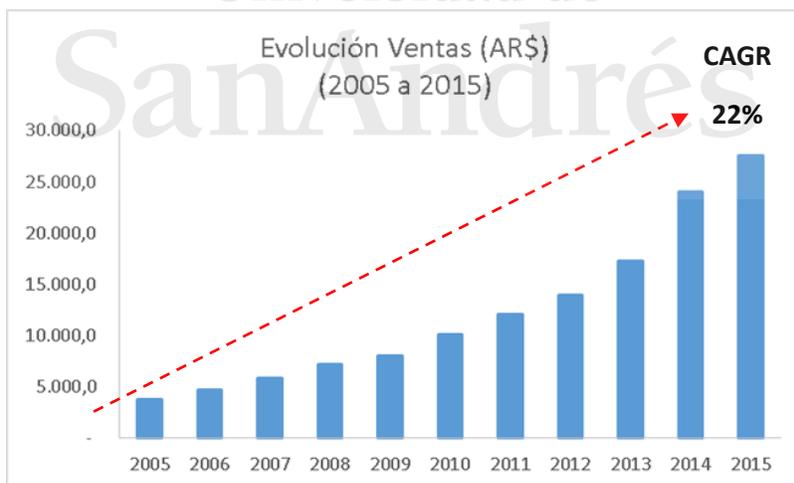
II.1. General

Arcor es una compañía multinacional argentina de capital cerrado fundada en 1951 en la ciudad de Arroyito, Provincia de Córdoba, por Fulvio Pagani con el objetivo de elaborar alimentos de calidad accesibles para consumidores de todo el mundo, y hoy en día continúa perteneciendo a su familia.

Desarrolla sus actividades en el mercado alimenticio y es una compañía líder en esta industria. Produce una gran variedad de productos de consumo masivo (entre los que se encuentran los chocolates, las golosinas, etc.), e industriales (cartón corrugado, impresión de films flexibles, etc.) en nuestro país, Brasil, Chile, México y Perú, y los comercializa en una gran cantidad de países del mundo.

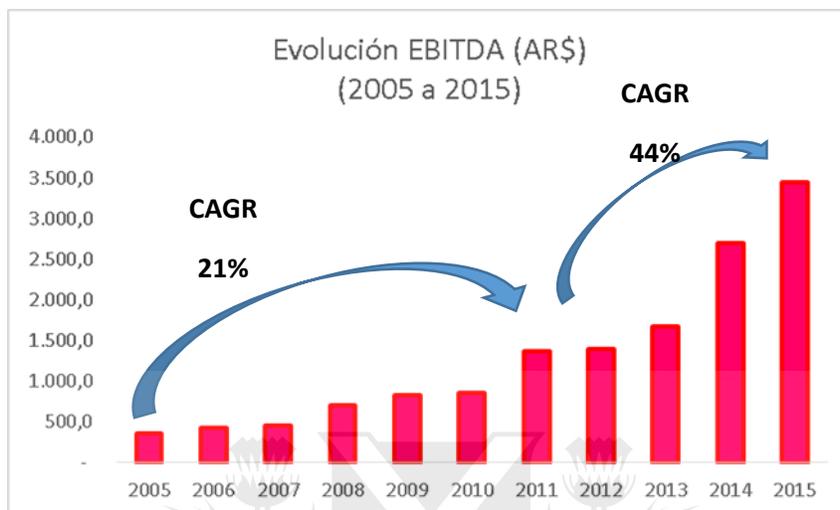
Las ventas de Arcor alcanzaron los AR\$27.553,5 millones en 2015. Sus ventas son crecientes y estables. La Compañía explica que sus ventas suelen caer en verano, pero en fechas festivas como Pascua, Navidad o el día de los enamorados son mayores, lo cual genera un crecimiento estable.

Si se analiza el periodo de diez años, se observa en el cuadro siguiente su crecimiento:



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

Del 2014 a 2015, las ventas de la Compañía aumentaron un 14,50%. Sin embargo, si son analizadas durante el periodo indicado (2005 – 2015), las mismas crecen a una tasa promedio anual compuesta (“CAGR¹”) del 22%.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

El EBITDA alcanzó los AR\$ 3.400 millones en 2015. El EBITDA muestra una tendencia creciente durante todo el periodo analizado en el cuadro anterior, y una particular aceleración del crecimiento en los últimos tres años (2013 – 2015), con una tasa promedio anual de crecimiento compuesto del 21% entre 2005 y 2012, y del 44% entre 2013 y 2015.

La Compañía tiene oferta pública de su deuda desde el 2010 cuando solicitó su incorporación al régimen de oferta pública de obligaciones negociables. Es importante destacar que es la única compañía de su industria que se financia de este modo, y tiene exposición en el mercado argentino. El ingreso al mercado de capitales le permite financiar su plan de inversiones, generación de fondos para su crecimiento, y extender los plazos de su deuda.

La integración vertical es una de las características fundamentales del negocio de Arcor que le permite diferenciarse de sus competidores. La Compañía desarrolló a lo largo de los años unidades de negocios que se convirtieron en segmentos en sí mismos como “Agronegocios” y “Otros industriales”, de los cuales se obtienen materias primas que luego son utilizadas para las golosinas, chocolates, galletas y alimentos. Hoy en día, produce fructosa, maltosa, glucosa, almidón de maíz,

¹ Tasa promedio anual de crecimiento compuesta: “CAGR”, *Compound Annual Growth Rate*, por sus siglas en inglés.

harina de maíz, sémola y aceite de maíz en cinco unidades productivas dedicadas a la molienda de maíz, generando también gran cantidad de subproductos que se utilizan para alimentación animal. Además, es uno de los líderes argentinos en la producción de alcohol etílico de cereales.

Asimismo, la Compañía produce 135.00 toneladas de azúcar en su Ingenio La Providencia, en Río Seco, Provincia de Tucumán, donde cuenta con siete tambos industriales que producen aproximadamente unos 75.000 litros diarios de leche, 250.000 toneladas de papel y 300.000 de cartón corrugado al año a través de su subsidiaria Cartocor S.A. Esta ventaja competitiva le permite a la Compañía diversificar sus riesgos y acentuar su crecimiento. Desde allí dieron un salto en la producción que permitió evaluar otros caminos, como las plantas de fructosa, de papel y de azúcar (Ingenio de la Providencia) que nacieron como insumos estratégicos y pasaron a ser empresas muy rentables². En enero de 2017, el Ingenio La Providencia se convirtió en el primer ingenio de Argentina en alcanzar la certificación Bonsucro al cumplir con los más altos estándares de sustentabilidad.

Por otro lado, es uno de los principales referentes en la elaboración de jarabe de maíz y uno de los principales productores argentinos de leche. En diciembre de 2015, Arcor firmó un acuerdo con Mastellone Hermanos S.A. (compañía argentina con más de 85 años de historia, líder en la elaboración y comercialización de productos lácteos) quien ofreció a Arcor y a Bagley la suscripción de acciones a emitir por una cantidad tal que, en caso de ejercerse la opción de suscripción adicional, represente el 30,04% del capital y derechos de voto; y en venta parte de sus acciones representativas del 4,99% del capital y derechos de voto. Este acuerdo implica para Arcor un avance en nuevos negocios, llevándolo a ser una de las compañías más fuertes del país. Este acuerdo le permite reducir sus costos, aprovechar la economía de escala y las sinergias. La reducción de los costos le podría permitir a la Compañía una expansión en los márgenes.

Continuando con acuerdos que firmó Arcor y que lo ubican en una posición de liderazgo frente a sus competidores en diferentes sectores, desde el 2011, Arcor posee un acuerdo de uso de marca o “co-branding” con Coca-Cola (con la modalidad de renovación anual). Esta alianza estratégica se basa en un modelo de negocios regional que busca desarrollar y comercializar un portfolio de productos con marcas de ambas compañías en algunos países de la región de Sudamérica (por ejemplo, Menthoplus Powerade, Helado Fanta, Topline Inca Kola Zero). Le permite expandir sus ventas hacia

² <http://www.mercado.com.ar/notas/negocios/8018451/arcor-exportador-n-1-de-golosinas-de-la-regin>.

otros mercados y potenciar su marca, quizás en líneas donde pueda aprovechar el liderazgo de Coca Cola.

En el rubro de alimentos, su oferta de productos se comercializa a través de las marcas Arcor y La Campagnola, La división de alimentos de la Compañía participa en más de doce categorías, entre las que se encuentran mermeladas, dulces sólidos, salsas, tomates, conservas vegetales y frutas, postres, conservas de pescado, bebidas, premezclas, polentas, aderezos, dulce de leche y aceites, liderando la mayoría de los segmentos en los cuales participa.

A su vez, es líder argentino en la producción de cartón corrugado, elabora el envoltorio de sus productos. Arcor celebró operaciones de opciones financieras y compras a futuro de cacao con el objetivo de cubrir el riesgo de precio de dicha materia prima. Dentro de las materias primas más utilizadas se encuentran el maíz, trigo, azúcar, cacao (y sus derivados), y el papel.

Una apuesta estratégica de la Compañía es la producción de helados, sobre todo teniendo en consideración que en nuestro país ya no es considerado un producto estacional y ha crecido el consumo de helado considerablemente desde 2013. Arcor elabora copas, conos, palitos de agua, cremas bañadas con chocolate y bombones helados, Entre las principales marcas que comercializa se encuentran los helados Tofi, Bon o Bon, BC, Cofler, Slice, Águila y Rocklets. Debido a los acuerdos mencionados anteriormente con Coca Cola Company y Danone, elabora los helados Fanta y Cindor.

La estrategia inicial de fabricar en gran escala un solo producto —caramelos— tenía como objetivo incrementar la competitividad de la empresa a través del aumento del volumen de producción y de la reducción de costos por unidad. Se trataba de una propuesta innovadora en el rubro, ya que las demás fábricas de golosinas del Interior elaboraban una gama muy grande de productos, pero todo en pequeña proporción. En un discurso pronunciado a fines de los años ochenta, Fulvio Pagani decía que a él se le ocurrió que *“había que encontrar la forma de fabricar un producto en escala masiva y tener un precio más competitivo que el resto de las otras empresas. En ese tiempo, en el país, existían aproximadamente unas cien fábricas de caramelos”*.

Es una compañía que exporta a más de ciento veinte países de los cinco continentes. Sus marcas son una de sus principales fortalezas, ya que sus productos son reconocidos a nivel mundial. A su vez, es importante destacar el rol de Bagley. Tiene ocho plantas productivas en la región y lanza más de cuarenta productos al año. Elabora snacks, crackers, galletas de cereales, galletas surtidas, galletas rellenas, galletas dulces secas, productos navideños, obleas, alfajores y barras de cereal.

Los ingresos de los segmentos de negocios de golosinas y chocolates, galletas y alimentos, provienen de la venta a distribuidores, mayoristas, y supermercados. En los países donde Arcor posee oficinas comerciales, la venta se realiza en la moneda de cada uno de ellos. Cuenta con 256.000 puntos de venta en Argentina, 240.000 en Brasil, 54.000 en Chile, 300.000 en México y 139.000 en Perú. Cuenta con un sistema de distribución minorista creado durante la década de 1960, con el fin de garantizar la máxima calidad en la entrega de sus productos y alcanzar una mayor cobertura geográfica, el cual es considerado una de sus principales ventajas competitivas.

Los principales costos relacionados con los segmentos de negocios de golosinas y chocolates, galletas y alimentos son los incurridos en materias primas, empaques, mano de obra y transporte. A su vez, los ingresos del segmento de empaques provienen principalmente de la venta de cartón corrugado a clientes industriales y frutihortícolas de Argentina y Chile.

La Compañía realiza constantes estudios de mercado en la búsqueda de satisfacer y comprender la demanda de los consumidores. Por tal motivo, en cada uno de los países donde opera, Arcor desarrolla productos específicos, de acuerdo a las preferencias, necesidades y gusto de los consumidores de cada país; así como también analiza el ambiente competitivo a través de las exportaciones desde los países en los que cuenta con plantas de producción. Luego, establece una oficina comercial local y comienza a desarrollar su red de distribución. Finalmente, analiza la viabilidad de producir localmente.

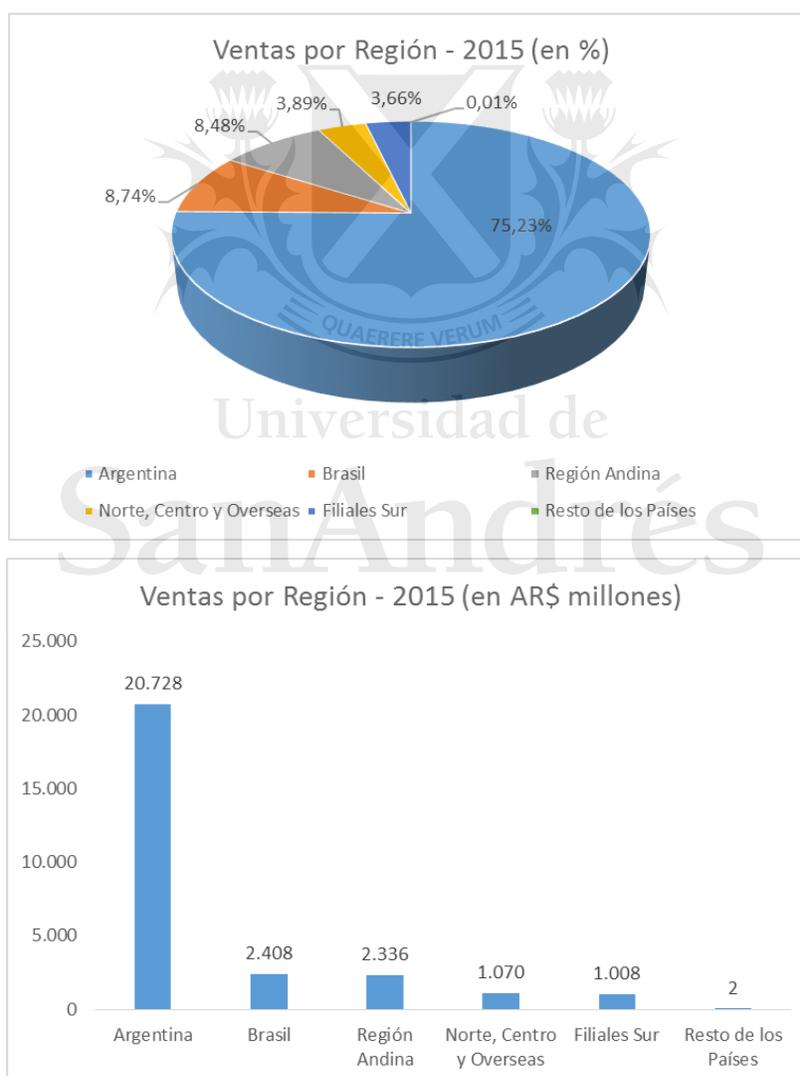
A su vez, la Compañía posee diecinueve centros de distribución en Latinoamérica y opera cuarenta plantas de producción en cinco países (Argentina, Brasil, Chile, México y Perú), como se indica en el siguiente cuadro):

| Segmento de Negocio | Área geográfica | | | | | Total |
|-------------------------|-----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| | Argentina | Brasil | Chile | México | Perú | |
| Golosinas y Chocolates* | 11 | 3 | 1 | 1 | 1 | 17 |
| Galletas | 5 | 2 | 1 | - | - | 8 |
| Alimentos | 7 | - | - | - | - | 7 |
| Envases | 7 | - | 1 | - | - | 8 |
| Total | 30 | 5 | 3 | 1 | 1 | 40 |

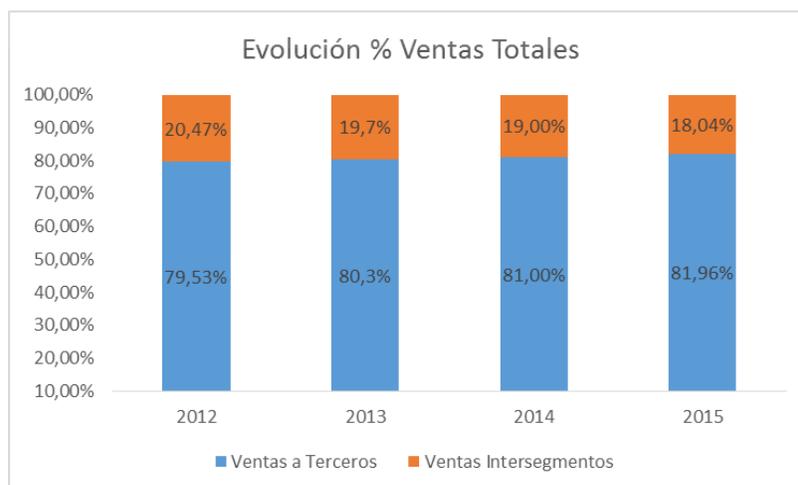
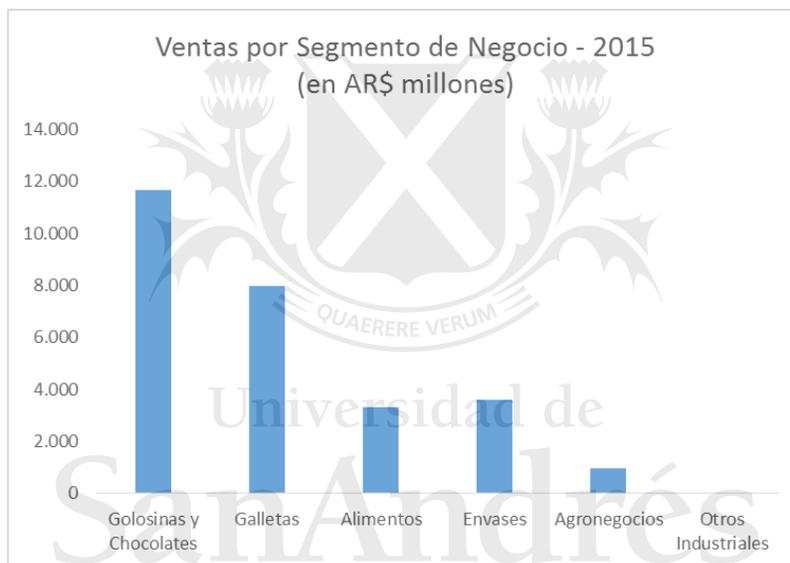
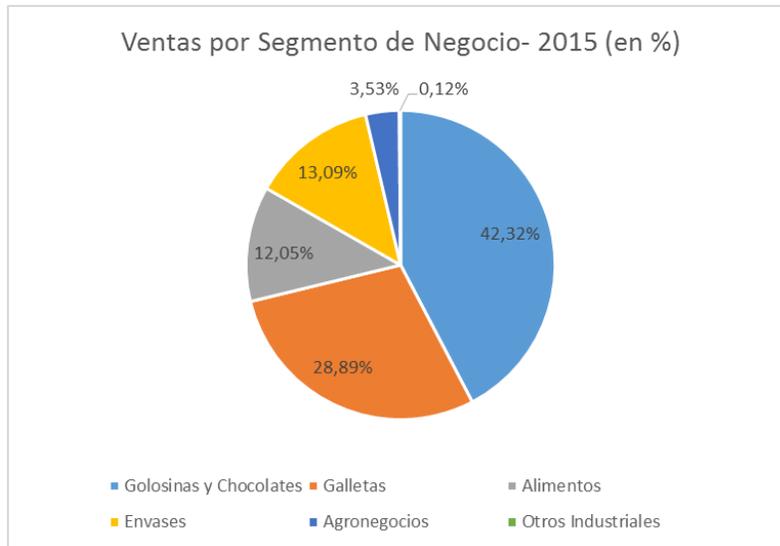
* Incluye los segmentos de Agronegocios y Otros productos industriales.

II.2. Segmentos de negocio

La Compañía presenta su negocio desde una perspectiva geográfica y por cada uno de los tipos de productos que ofrece en el mercado. Desde el punto de vista geográfico, la Compañía considera las zonas donde se encuentran instalados sus puntos comerciales y plantas industriales: (a) Argentina; (b) Brasil; (c) Región Andina (incluye a Chile, Perú, Ecuador, Colombia y Venezuela); (d) Norte, Centro y otros Países del Exterior (incluye México, Estados Unidos, Canadá, España y China); (e) Filiales Sur (incluye a Uruguay, Paraguay y Bolivia); y (f) Resto de los Países y Negocios. A su vez, la Compañía se encuentra organizada en cada zona de las indicadas anteriormente, de acuerdo a los siguientes tipos de productos y/o servicios: (i) Golosinas y Chocolates; (ii) Galletas; (iii) Alimentos; (iv) Envases; (v) Agronegocios; y (vi) Otros Industriales.

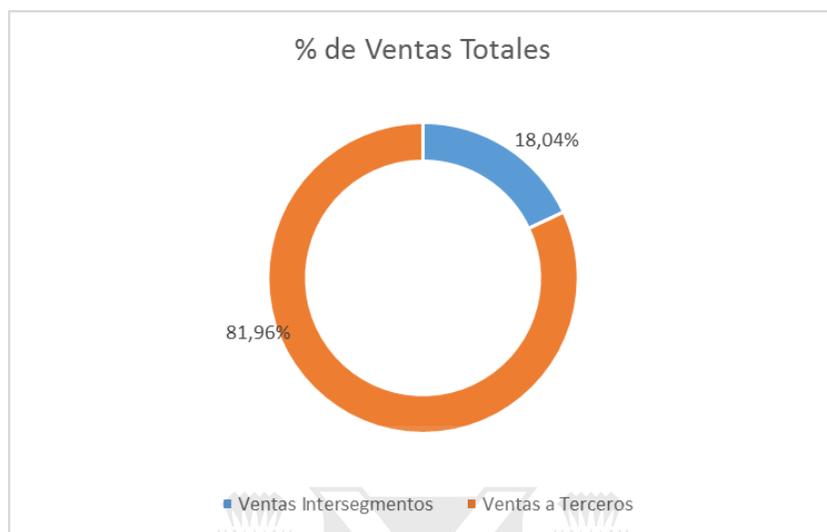


Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

Con relación a la proporción de ventas a terceros y ventas intersegmentos, se observa que la misma se mantiene estable a lo largo de los años, siendo en 2015:



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

II.2.1. Argentina

En Argentina, Arcor desarrolla los siguientes segmentos:

a) **Golosinas y chocolates:** En 2015, representó el 31,36% de las ventas totales de la Compañía. Cuenta con una participación de mercado alrededor del 60%. Es el primer productor de caramelos duros del país. Arcor es líder en la producción de golosinas (caramelos, los chupetines, las gomas de mascar y los caramelos de goma) y chocolates (bombones, confitados, tabletas, productos infantiles, línea hogar y productos estacionales, como Pascuas, Halloween y Navidad). En este segmento, sus principales marcas son: Arcor, Bon o Bon, Arcor Butter Toffees, Topline, Cabsha, Rocklets, Águila, Cofler, Tofi, Block, Menthoplus, Mr. Pop's, Butter'n Cream y Mogul. Hace once años, la Compañía decidió incursionar en el mercado de helados, con marcas reconocidas como Bon o Bon, Rocklets, Cofler, Águila, Tofi, Block y Mr. Pop's, convirtiéndose en uno de los líderes del mercado, especialmente, del "helado impulsivo", con una participación del 53,4%³. En el segmento chicles, Topline cuenta con una participación de mercado del 42%, detrás de Beldent, de Nestlé (47%).

³ http://www.arcor.com.ar/RepercusionesDetalle_ES.aspx?Nid=98&pgid=501&secid=1.

Las plantas de producción se encuentran ubicadas en Recreo (Provincia de Catamarca), San Luis (Provincia de San Luis), Colonia Caroya (Provincia de Córdoba), Lules (Provincia de Tucumán) y Arroyito (Provincia de Córdoba).

b) **Galletas.** En 2015, representó el 24,79% de las ventas totales de la Compañía. Desde de su asociación estratégica con Danone en 2004, se convirtieron en los líderes del mercado de galletas en Argentina (galletas crackers, galletas de cereal, surtidas, rellenas, dulces, secas, barras de cereal, alfajores, pan dulce, snacks, cereales para desayuno y obleas), alcanzando más del 50% de la participación del mercado. Sus marcas más conocidas son: Sonrisas, Merengadas, Rumba, Amor, Coquitas, Criollitas, Traviata, Opera, Maná, Hogareñas, Saladix, Formis, Tofi y Arcor Cereal Mix.

Sus plantas de producción se encuentran ubicadas en Villa del Totoral (Córdoba), Villa Mercedes (San Luis), Salto (Buenos Aires), Córdoba (Córdoba) y Recreo (Catamarca). La planta de Salto es la planta productora de galletas más grande de Argentina y una de las más importantes de Latinoamérica (originalmente fue la planta de Bagley y se amplió en el 2012, duplicando su superficie de producción de 40.000 metros cuadrados a 80.000 metros cuadrados).

c) **Alimentos.** En 2015, representó el 12,53% de las ventas totales de la Compañía. Los productos vendidos son las salsas y conservas de tomates, dulces sólidos, conservas de vegetales y de frutas, conservas de pescado, postres para preparar, mermeladas y jaleas, cacao en polvo, polenta, harina de maíz, aceites, aderezos, dulce de leche y jugos. Estos productos son comercializados ya sea con la marca Arcor, así como también con marcas Prestopronta, Godet, La Campagnola, Nereida, BC, Salsati y Dulciora.

Las plantas de producción se encuentran ubicadas en Villa Krause (San Juan), Recreo (Catamarca), Mar del Plata (Buenos Aires), San Martín (Mendoza), San Rafael (Mendoza), Choele Choel (Río Negro) y en Villa Mercedes (San Luis).

A fin de 2016, Arcor lanzó “Arcor Natural Break” lo que implica el nacimiento de un nuevo segmento de negocio de frutos secos, cereales y semillas, en línea con la tendencia mundial de consumo saludable con nuevos hábitos de consumo y dieta equilibrada.

d) **Envases.** En 2015, representó el 13,96% de las ventas totales de la Compañía. Arcor es uno de los mayores productores de cartón corrugado del país y uno de los mayores impresores de films flexible, con productos como cartón corrugado, impresión de materiales flexibles, PVC rígido y papel.

Sus plantas de producción están ubicadas en Arroyito (Provincia de Córdoba), Villa del Totoral (Provincia de Córdoba), Paraná (Provincia de Entre Ríos), Villa Mercedes (Provincia de San Luis), Tortuguitas (Provincia de Buenos Aires) y dos en Luján (Provincia de Buenos Aires).

d) **Agronegocios.** En 2015, representó el 7,33 % de las ventas totales de la Compañía. Arcor comprendió la facilidad que le permitía abastecer sus necesidades de materias primas directamente en vez del riesgo potencial de depender de diferentes productores. Produce jarabe de maíz, harina de maíz, sémola de maíz, aceite de maíz, azúcar y leche. También produce subproductos que se pueden utilizar en la alimentación animal, y también alcohol etílico de cereales. Año tras año, la proporción entre la venta a terceros y la venta intersegmentos se mantiene alrededor de 50% y 50%, cada uno. En 2016, la venta intersegmentos representó el 51,85% del total de las ventas de este segmento.

Sus plantas de producción están ubicadas en Arroyito (Provincia de Córdoba), Lules y Concepción (Provincia de Tucumán) y San Pedro (Provincia de Buenos Aires).

Es uno de los principales jugadores en la producción de jarabe de maíz, junto a Ledesma y Cargill. En agosto de 2016, Arcor inauguró su tercera planta de molienda húmeda de maíz en la ciudad de Arroyito, Provincia de Córdoba, en la que invirtió US\$ 70 millones. La nueva fábrica posee una superficie total de 32.000 metros cuadrados donde trabajan diariamente 120 colaboradores directos. Con una capacidad de molienda de maíz de 600 toneladas por día, las nuevas instalaciones se suman a las plantas de molienda húmeda de maíz ya existentes en Lules, Provincia de Tucumán y Arroyito, incrementando en un 80% la capacidad de molienda.

Esta planta está dedicada principalmente a la elaboración de jarabe de alta fructosa, un insumo orientado a la producción de bebidas gaseosas, aguas saborizadas y jugos, entre otros. Además, se producen subproductos de maíz (germen, fibra y proteínas) que se utilizan como materia prima de otras industrias y como base para la producción de alimento balanceado para mascotas, ganado vacuno, porcino y aves.

e) **Otros industriales.** En 2015, representó el 1,65% de las ventas totales de la Compañía. Arcor es generador independiente de energía, construyendo su propia usina para abastecer con energía eléctrica a varias de sus plantas de producción. Año tras año, la venta intersegmentos es mayor a la venta a terceros. En 2016, la venta intersegmentos representó el 92,63% del total de las ventas de este segmento.

II.2.2. Brasil

Las ventas en Brasil representaron el 9,01% del total de ventas de la Compañía (incluyendo ventas a terceros y las ventas intersegmentos), aunque en este país las ventas intersegmentos representó en 2015, el 3,81% de las ventas totales del segmento de golosinas y chocolates, y el 1,91% del total de las ventas del segmento de galletas. Arcor lo considera un mercado estratégico, y realiza inversiones significativas para expandir su capacidad de producción, sus productos y su presencia de mercado. Posee una amplia red de distribución y logística de productos de consumo masivo, con más de 90 distribuidores, y 240.000 puntos de venta a través de todo el país. Desde este país, la Compañía es una de los principales exportadores de golosinas.

- a) **Golosinas y chocolates:** En 2015, representó el 5,39% de las ventas totales de la Compañía. Las golosinas constituyen el principal negocio dentro de este segmento, ya que es líder en el mercado de gomas de mascar infantiles y posee participación significativa en el mercado de caramelos. Las marcas más reconocidas son: Arcor Butter Toffees, Rocklets, Topline, BIG BIG, Poosh, Bolin Bola, Tortuguitas, Samba, Huevitos, 7Belo, Kids, Dinovo y Bon o Bon.

Cuenta con tres plantas de producción que elaboran caramelos, gomas de mascar y chocolates, dos de las cuales se encuentran ubicadas en el estado de San Pablo y la tercera en Pernambuco.

- b) **Galletas.** En el 2015, representó el 3,62% de las ventas totales de la Compañía. La Compañía es uno de los principales participantes del mercado de galletas (crackers, rellenas, dulces, panetones, saladas y obleas) con sus marcas Aymoré, Triunfo, Break up y Danix.

Cuenta con dos plantas de producción se encuentran en Campinas (San Pablo) y Belo Horizonte (Minas Gerais).

II.2.3. Región Andina

Este segmento incluye las actividades en los siguientes países: Chile, Perú, Ecuador, Colombia y Venezuela, y representó el 9,61% de las ventas totales de la Compañía.

En Chile, la Compañía es líder del mercado de golosinas y chocolates, especialmente luego de la adquisición en 1998 de Industrias de Alimentos Dos en Uno S.A. y cuenta con una importante participación en el mercado de galletas (galletas dulces secas, galletas rellenas, galletas de salvado, crackers, obleas, galletas saladas, alfajores y barras de cereal). Es la tercera empresa en participación

de mercado en el segmento de chocolates, con 15,4% del total del mercado; la segunda en confites con 26,5%, y la décima en galletas con 0,3%⁴. Sus principales marcas en el mercado de golosinas y chocolates son: Bon o Bon, Arcor Butter Toffees, Rocklets, Big Time, Dos en Uno, Mitimiti, Alka, Nikolo, Golpe y Privilegio; y de galletas, Selz, Dos en Uno y Bagley.

Posee una red de distribución se compone de más de 30 distribuidores y abastece aproximadamente a 54.000 puntos de venta en todo el país.

Cuenta con plantas industriales donde produce golosinas, chocolates y galletas en Santiago de Chile, Chile, Chancay, Lima, Perú, en las cuales produce golosinas y chocolates. Tiene una oficina comercial en Guayaquil. En Santiago de Chile también cuenta con una planta de producción de cartón corrugado construida en 2006.

En Perú, la Compañía comenzó a operar en 1994. Es el principal exportador de golosinas y tiene una participación de mercado de casi 15% en las categorías donde opera. Se especializa en caramelos, chicles, chocolates y chupetines. El Bon o Bon genera el 50% de sus ingresos en el segmento de chocolates. El 35% de la producción en su planta industrial de Chancay se envía a otros países de la región.

En Ecuador, las ventas de Arcor se vieron afectadas porque el gobierno continuó con la profundización con las medidas restrictivas a las importaciones y Arcor debió racionalizar el portfolio de productos vendidos para enfocar las ventas a los productos de marcas reconocidas y claves.

II.2.4. Norte, Centro y otros Países del Exterior

Comprende los siguientes países: México, Estados Unidos, Canadá, España y China. En 2015, representó el 4,01% de las ventas totales de la Compañía. En México, para la producción de golosinas y chocolates, tiene una su asociación estratégica con el Grupo Bimbo, así como también el Grupo Bimbo se convirtió en el distribuidor exclusivo en México del chocolate de marca “Bon o Bon”. Sus principales marcas son: el mencionado Bon o Bon, Arcor Butter Toffees, Poosh, Samba, Nikolo y Sapito.

⁴<http://www.america-retail.com/industria-y-mercado/quien-es-quien-en-la-movida-industria-de-chocolates-galletas-y-confites/>.

II.2.5. Filiales Sur

Comprende los países de Uruguay, Paraguay y Bolivia, y en 2015 representó el 3,67% de las ventas totales de la Compañía.

II.2. Historia y crecimiento de Arcor. De una empresa familiar de un pueblo de Córdoba a la multinacional reconocida en el mundo entero

La constitución de la Compañía se debió mucho a la capacidad emprendedora de Fulvio Salvador Pagani y también a las posibilidades de complementación que tenía con sus socios, y se dio en un contexto nacional que favorecía la actividad industrial, con una economía cerrada y protegida, y en un marco regional en el que la inmigración y el desarrollo de la agricultura ofrecían un ámbito propicio para el surgimiento de nuevos emprendimientos.⁵

En 1924, Amos, padre de Fulvio Salvador Pagani, llegó a Arroyito, Provincia de Córdoba, proveniente de la región del Friuli, Italia, donde era panadero. Al llegar al país, trabajó como dependiente en una panadería con la finalidad de reunir el capital necesario como para instalar la propia.

A los diez años de haber puesto en marcha la primera panadería, Amos Pagani decidió diversificar sus actividades y comenzó a fabricar caramelos de leche, primero en forma artesanal y, desde 1936, con una estampadora automática, lo que permitió expandir la producción y ampliar sus ventas a un radio de 200 km de la ciudad de La Para, en la Provincia de Córdoba. La fabricación de caramelos constituía una integración de actividades, ya que era habitual que las panaderías vendieran, además de pan, golosinas, y la distribución se realizaba con un camión de reparto.

En 1946, Amos instaló una cartonería en Córdoba. A su vez, Fulvio, quien tenía 18 años, propuso a los dueños de la sociedad SASORT ampliar la escala de la empresa, concentrándose en la fabricación de caramelos y elevando la producción a 10.000 kg diarios, con lo cual se reducirían los costos y se incrementaría la competitividad de la firma. Los socios de SASORT no aceptaron, pero esta propuesta fue la idea a partir de la cual se creó Arcor a los pocos años.

En 1948, los hermanos Pagani se asociaron con Enrique Brizio y con los hermanos Maranzana para comprar una cartonería en la Provincia de Tucumán. Así nació la Sociedad Industrial del Envase ("SIDE") que se expandió en una región que abarcaba desde Rosario hasta Jujuy y fue la base de la

⁵ Kosacoff, Bernardo, Forteza, Jorge, Barbero, María Inés, Porta, Fernando, Stengel, Alejandro E, Globalizar desde Latinoamérica. El Caso Arcor, Tercera Edición, Ed. Mc Graw Hill Education, Pág. 107.

posterior vinculación de la Compañía con el segmento de negocio de envases. En esa época, Fulvio Pagani volvió a insistir en el proyecto de instalar una fábrica de caramelos que produjera 5.000 kg diarios, y propuso utilizar los beneficios de SIDE, y aportes de socios y familiares para reunir el capital inicial de la nueva empresa, y así se creó “Arcor”, cuyo nombre hace referencia a su localización en Arroyito, en la Provincia de Córdoba.

II.3.La creación de Arcor

En 1951, se constituyó Arcor S.R.L., en Arroyito, Provincia de Córdoba, dedicada a la fabricación de caramelos. El capital inicial fue provisto por los hermanos Pagani (Renzo, Fulvio, Elio), los hermanos Maranzana (Tito, Pablo, Vicente), Mario Seveso y Enrique Brizio.

La elección de Arroyito para la instalación de la fábrica, además de ser la ciudad en la que la familia Pagani vivía y desarrollaba sus actividades, tenía también ventajas de costos (mano de obra disponible) y de localización (Arroyito es una ciudad cercana a la capital de la provincia y al área agrícola e industrial del Este de Córdoba y Centro de Santa Fe, con fácil acceso a las demás provincias). La ubicación en Arroyito garantizaba también la oferta de leche, que se utilizaba como materia prima para la fabricación de los caramelos.

En esa época existía insuficiente abastecimiento de energía eléctrica, ya que el suministro de electricidad se interrumpía a medianoche, por lo que la fábrica debió ser dotada de un grupo electrógeno. En 1955, por iniciativa de Fulvio Pagani, se constituyó la Cooperativa Eléctrica de Arroyito, con una usina de 750 hp, y más tarde Arcor instaló su propio turbogenerador.

Años después, Fulvio Pagani visitó distintas fábricas de caramelos en Italia y en Alemania y se dio cuenta que en Europa el trabajo se realizaba con máquinas mientras que su fábrica lo hacía manualmente. Compró equipos alemanes para fabricar caramelos y maquinaria italiana para envolver; lo que le permitió aumentar la escala de la producción, la velocidad de producción y la eficiencia y competitividad. A comienzos de la década de 1960 se fabricaban 60.000 kg de caramelos diarios, un volumen 12 veces superior a la producción inicial (5.000 kg). Una de las fortalezas de Arcor es la innovación en tecnología y desarrollo. A su vez, pese a la inversión en maquinaria, Arcor continuó con la fabricación propia, con el objetivo de reducir costos y de controlar su endeudamiento en moneda extranjera.

De este modo, debido al ingenio y pasión de su fundador, se creó Arcor, que creció y vende a más de ciento veinte países, con distintos segmentos de negocio e integrada verticalmente en sus insumos estratégicos lo que la convirtió en una de las compañías más importantes del país y una multinacional reconocida en todo el mundo.

II.4. Las “cinco etapas de Arcor”



Fuente: *Globalizar desde Latinoamérica. El Caso Arcor.*

Como se comentó anteriormente, la Compañía no es la misma que creó Fulvio Pagani hace más de sesenta años. Atravesó distintos ciclos que la convirtieron en la multinacional reconocida de la actualidad. Se puede contar la historia de Arcor en cinco etapas:

- Primera etapa: *Orígenes en el interior de la Argentina, Una fábrica de alfajores.* Arcor inició sus operaciones en 1951 como una empresa familiar en la ciudad de Arroyito, en Córdoba. Hasta 1970, creció consolidando sus operaciones en el interior del país, experimentando un crecimiento en sus productos de golosinas y chocolates, y estableciendo una red de distribución en todo el país.
- Segunda etapa: *Una compañía multi-producto con cobertura nacional y exportaciones incipientes.* Durante la década de los setenta, los ejes de la expansión de Arcor fueron la diversificación, la descentralización geográfica y el avance hacia nuevos mercados. Aunque la fabricación de golosinas siguió siendo la principal actividad de la Compañía, ésta se fue transformando en productora de alimentos. El proceso de diversificación e integración de la Compañía se llevó a cabo utilizando sociedades vinculadas, transformándose en la cabeza de un grupo económico. En cuanto a los mercados geográficos, Arcor se expandió al Gran Buenos Aires. También comenzó su inversión en

filiales en Paraguay y Uruguay. Comenzó a exportar a mercados internacionales. A fines de la década del setenta, las ventas totalizaban casi el triple que en 1970 y contaba con el doble de empleados.

- Tercera etapa: *La compañía alimenticia local se transforma en internacional*. Durante la década de los ochenta, reforzó su presencia en el mercado interno y comenzó a construir una empresa multinacional a través de la adquisición de compañías y la construcción de plantas de producción fuera de Argentina, principalmente en países limítrofes. Hacia finales de los ochenta, contaba con aproximadamente 5.400 empleados, de los cuales el 21% trabajaba en el exterior.
- Cuarta etapa: *El Grupo latinoamericano con alcance internacional*. Durante la década de los noventa, consolidó su posición en el mercado argentino y su posición estratégica frente al ingreso de competidores multinacionales al mercado. Creció significativamente en la región a través de adquisiciones e inversiones en Chile y Brasil. En 1999, sus ventas alcanzaron U\$S 1.100 millones, y contaba con aproximadamente 13.600 empleados, 30% de los cuales trabajaba en el exterior.
- Quinta etapa: *Consolidación en América Latina y Expansión a Nuevos Mercados Internacionales – Arcor global*. A partir del año 2000, la Compañía consolida su posición en el mercado como una marca reconocida a nivel mundial, con plantas de producción y oficinas comerciales ubicadas en cinco continentes. Su estrategia de crecimiento se centró en las adquisiciones y asociaciones estratégicas, y apertura de nuevos mercados internacionales. En los últimos diez años, invirtió en la construcción de nuevas plantas de producción, la instalación de tecnología, la modernización de sus procesos de producción y adquisiciones estratégicas.

II.5. Estructura accionaria

Arcor es controlada por Grupo Arcor S.A., sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina. Es titular del 99,686534% del capital accionario, y el 0,31% lo poseen accionistas minoritarios. Las familias Pagani, Maranzana, Seveso y Lafaye poseen en forma conjunta los derechos económicos y/o políticos que les permiten formar la voluntad social de Grupo Arcor S.A. e, indirectamente, de Arcor.

El capital social de Arcor se encuentra compuesto por acciones ordinarias Clase A, de valor nominal \$0,01 cada una y con derecho a cinco votos por acción, y acciones ordinarias Clase B, de valor nominal \$0,01 por acción y con derecho a un voto por acción.

La composición accionaria de la Compañía se describe en el siguiente cuadro:

| Acciones | | Capital Social | |
|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Clase A | Clase B | Clase A | Clase B |
| 16.534.656 | 69.983.465.344 | 165.346,56 | 699.834.653,44 |
| Total | | 700.000.00 | |

La estructura de la Compañía y sus principales sociedades controladas se detallan en el siguiente cuadro (incluye porcentaje de participación directa e indirecta de la Compañía en cada una):



| SOCIEDADES | PAÍS | MONEDA LOCAL | MONEDA FUNCIONAL | FECHA DE CIERRE | PARTICIPACIÓN PORCENTUAL (*) | | | |
|---|-----------|--------------|------------------|-----------------|------------------------------|-----------------------|------------|-----------------------|
| | | | | | 31.12.2015 | | 31.12.2014 | |
| | | | | | DIRECTA | DIRECTA MÁS INDIRECTA | DIRECTA | DIRECTA MÁS INDIRECTA |
| Arcor Canada Inc. (11) | Canadá | CAD | CAD | - | - | - | 99,00000 | 99,05000 |
| Arcor A.G. (S.A., Ltda.) (1) | Suiza | EUR | EUR | 31.12.2015 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 |
| Arcor Alimentos Bolivia S.A. (9) | Bolivia | BOB | BOB | 31.12.2015 | - | 99,00000 | - | 99,00000 |
| Arcor de Perú S.A. | Perú | PEN | PEN | 31.12.2015 | - | 99,93329 | - | 99,93329 |
| Arcor do Brasil Ltda. (2) | Brasil | BRL | BRL | 31.12.2015 | 75,87232 | 99,97755 | 75,87232 | 99,97755 |
| Arcor U.S.A. Inc. | EEUU | USD | USD | 31.12.2015 | 99,90000 | 99,90500 | 99,90000 | 99,90500 |
| Arcorpar S.A. | Paraguay | PYG | PYG | 31.12.2015 | 50,00000 | 50,00000 | 50,00000 | 50,00000 |
| Arcor Trading (Shanghai) Co. Ltda. | China | RMB | RMB | 31.12.2015 | - | 100,00000 | - | 100,00000 |
| Bagley Argentina S.A. | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 0,00401 | 50,64327 | 0,00401 | 50,64327 |
| Bagley Chile S.A. | Chile | CLP | CLP | 31.12.2015 | - | 51,00000 | - | 51,00000 |
| Bagley do Brasil Alimentos Ltda. | Brasil | BRL | BRL | 31.12.2015 | - | 51,00000 | - | 51,00000 |
| Bagley Latinoamérica S.A. (3) | España | EUR | EUR | 31.12.2015 | 51,00000 | 51,00000 | 51,00000 | 51,00000 |
| Cartocor S.A. (4) (10) | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 99,99700 | 99,99715 | 99,99700 | 99,99715 |
| Converflex Argentina S.A. (10) | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 0,99990 | 99,99718 | 0,99990 | 99,99718 |
| Cartocor Chile S.A. | Chile | CLP | CLP | 31.12.2015 | 28,07196 | 99,99787 | 28,07196 | 99,99787 |
| Cartocor do Brasil Ind. Com. e Serv. | Brasil | BRL | BRL | 31.12.2015 | 0,00016 | 99,99715 | 0,00016 | 99,99715 |
| Cartocor de Perú S.A. | Perú | PEN | PEN | 31.12.2015 | 0,22653 | 99,99716 | 0,45321 | 99,99716 |
| Constructora Mediterránea S.A.C.I.F.I. | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 99,92857 | 99,92857 | 99,92857 | 99,92857 |
| Converflex S.A. (10) | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 99,99220 | 99,99259 | 99,90000 | 99,90500 |
| Dos en Uno do Brasil Imp. e Com. de Alimentos Ltda. | Brasil | BRL | BRL | 31.12.2015 | 26,38242 | 99,98347 | 26,38242 | 99,98347 |

| | | | | | | | | |
|--|-----------|-----|-----|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| GAP International Holding S.A. (5) | Chile | CLP | USD | 31.12.2015 | 99,90000 | 99,90500 | 99,90000 | 99,90500 |
| GAP Regional Services S.A. | Uruguay | UYU | USD | 31.12.2015 | - | 99,90500 | - | 99,90500 |
| Indalar S.A. | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 96,45807 | 96,45820 | 96,45807 | 96,45820 |
| Industria de Alimentos Dos en Uno S.A. | Chile | CLP | CLP | 31.12.2015 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 |
| Industrias Dos en Uno de Colombia | Colombia | COP | COP | 31.12.2015 | 16,36437 | 100,00000 | 51,36849 | 100,00000 |

| SOCIEDADES | PAÍS | MONEDA LOCAL | MONEDA FUNCIONAL | FECHA DE CIERRE | PARTICIPACIÓN PORCENTUAL (*) | | | |
|--------------------------------|-----------|--------------|------------------|-----------------|------------------------------|-----------------------|------------|-----------------------|
| | | | | | 31.12.2015 | | 31.12.2014 | |
| | | | | | DIRECTA | DIRECTA MÁS INDIRECTA | DIRECTA | DIRECTA MÁS INDIRECTA |
| La Campagnola S.A.C.I. | Argentina | ARS | ARS | 31.12.2015 | 99,91801 | 99,92211 | 99,91801 | 99,92211 |
| Mundo Dulce S.A. de C.V. (7) | México | MXN | MXN | 31.12.2015 | - | 49,99993 | - | 49,99993 |
| Unidal Ecuador S.A. | Ecuador | USD | USD | 31.12.2015 | - | 99,98129 | - | 99,98129 |
| Unidal México S.A. de C.V. (8) | México | MXN | MXN | 31.12.2015 | 99,99985 | 99,99985 | 99,99985 | 99,99985 |
| Unidal Venezuela S.A. | Venezuela | VEF | VEF | 31.12.2015 | 99,99993 | 99,99993 | 99,99993 | 99,99993 |
| Van Dam S.A. | Uruguay | UYU | UYU | 31.12.2015 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 | 100,00000 |

(*) Participación sobre el capital y los votos.

- (1) Consolida a Arcor Alimentos Bolivia S.A. y Arcor Trading (Shanghai) Co., Ltda. e incluye las sucursales en España y Sudáfrica.
- (2) Consolida a Dos en Uno do Brasil Importação e Comercio de Alimentos Ltda.
- (3) Consolida a Bagley Chile S.A., Bagley do Brasil Alimentos Ltda. y Bagley Argentina S.A.
- (4) Consolida a Converflex Argentina S.A., Cartocor Chile S.A., Cartocor do Brasil Industria Comercio e Servicios Ltda. y Cartocor de Perú S.A.
- (5) Consolida a GAP Regional Services S.A.
- (6) Al 31.12.2015 consolida a Arcor de Perú S.A., Unidal Ecuador S.A. e Industrias Dos en Uno de Colombia Ltda.. AL 31.12.2014 consolida a Arcor de Perú S.A. y Unidal Ecuador S.A.
- (7) De acuerdo con lo establecido en el contrato constitutivo, el Grupo Arcor, a través de Unidal México, S.A. de C.V., asumió el control social de Mundo Dulce, S.A. de C.V. por medio de la tenencia de la mayoría simple de los votos, y adicionalmente asumió el gerenciamiento operativo y financiero de esta sociedad, con facultades del ejercicio de la presidencia del Consejo de Administración y la designación de los funcionarios claves a cargo de la operación.
- (8) Consolida a Mundo Dulce S.A. de C.V.
- (9) Con fecha 30 de julio de 2014, la subsidiaria "La Serrana S.A.", modificó su razón social por "Arcor Alimentos Bolivia S.A."
- (10) Con fecha 18 de diciembre de 2015, los Directorios de Cartocor S.A., Converflex Argentina S.A. y Converflex S.A., aprobaron un compromiso previo de fusión que, en caso de ser aprobados por las respectivas Asambleas de Accionistas, hará que Cartocor S.A. absorba los activos y pasivos de las demás sociedades, con efecto a partir del 1 de enero de 2016 (nota 40).
- (11) Con fecha 23 de diciembre de 2015 se resolvió la liquidación de la sociedad Arcor Canada Inc.

Fuente: Estados Contables Consolidados de Arcor al 31 de diciembre de 2015.

III. Análisis de la Industria

La industria en la que la Compañía es desarrolla sus actividades es la de golosinas, chocolates, galletas, alimentos, envases y agroindustrial (estos últimos con menor participación). El mercado de las golosinas y snacks en Argentina alcanza aproximadamente los \$7.000 millones⁶. Las empresas

⁶ <http://www.mercado.com.ar/notas/informes/8019156/fotografada-del-mercado-de-golosinas-y-snacks>.

líderes en esta industria son compañías internacionales, como Mondelez Internacional y Nestlé, y también Arcor, quien compite de igual a igual con las compañías del exterior.

Dentro del mercado de las golosinas, el 79% de los productos elaborados con azúcar corresponde a la categoría de caramelos. Entre los más vendidos está el caramelo de marca Butter Toffee (línea de Arcor), con 1.200 millones de unidades vendidas sólo en Argentina. A su vez, los alfajores son de las golosinas más populares. Argentina tiene el consumo per cápita más alto de la región de golosinas con azúcar, 50% más alto que Brasil.

Arcor es el primer productor mundial de caramelos duros y el principal exportador de golosinas de Argentina, Brasil, Chile y Perú.

De las más de 120 fábricas de golosinas y snacks que hay a escala local, una mayoría pertenece a PyMES locales que fabrican productos localizados regionalmente. El 99% de los argentinos compra galletas y el consumo per cápita dentro del hogar es de siete kilos, valor superior al consumo de México que es de 2,8 kilos y al de Brasil que es de 4,9 kilos⁷. El 85% de las golosinas es comercializado por kioscos y mini mercados, el 10% por los comercios tradicionales y un 5% por los supermercados y autoservicios. Se estima que en la última década el comercio mundial de estas confituras, totalizó en promedio 2 millones de toneladas/año. Estados Unidos, Alemania, el Reino Unido y Francia, representan históricamente el 50% de la demanda mundial. Alemania, Bélgica, Canadá, México y Estados Unidos exportan el 49% de la demanda mundial, en tanto que, desde principios de la década de 1990, Argentina oscila entre las posiciones 18^o y 21^o, cubriendo el 2% de las exportaciones mundiales de confecciones azucaradas, con un promedio de ventas de 60 mil toneladas anuales en la última década⁸. El principal destino de estas ventas externas es Estados Unidos, seguido por Chile, Paraguay y Uruguay, Angola, Brasil entre otros.

El mercado argentino está muy atomizado con más de cien empresas medianas y pequeñas, con presencia muy fuerte a nivel regional. Bagley concentra más del 50% de la participación de mercado de galletas de Argentina, seguida por Mondelez Internacional. Entre ambas, concentran más del 70% del mercado, y son las más grandes dentro de esta categoría.

⁷ Los argentinos son grandes consumidores de galletitas, <http://www.kantarworldpanel.com/ar/Noticias/Los-argentinos-grandes-consumidores-de-galletitas>.

⁸ <http://copal.org.ar/cadenas-de-valor/golosinas/>

En los últimos años, algunas marcas fueron ganando participación en el mercado y reconocimiento de los consumidores. Entre las marcas de mayor crecimiento, sobresalen “Tía Maruca” (quien prioriza el canal de venta de kioscos), los bizcochos “Don Satur” y “9 de Oro” (de Molino Cañuelas S.A.C.I.F.I.A., quien también comercializa otras marcas en las categorías de crackers y de salvado)⁹. A su vez, la marca de galletitas Okebon (comprada por Alicorp en 2010) posee entre 8% y 10% del mercado de galletitas dulces secas, segmento que representa cerca de un 40%. La línea de Granix tiene una importante presencia con sus saladas sandwicheras y las “Frutigran”.

Desde el 2014, el mercado de galletitas y bizcochos en Argentina tuvo un crecimiento menor al de años anteriores y heterogéneo entre los segmentos, con caídas en los de mayor valor agregado y crecimiento moderado en los de mayor conveniencia. Mondelez Internacional también aumentó sus ventas de galletas en Argentina. “Pepitos”, una de las marcas líderes del mercado, en 2013 registró un crecimiento del 12% en comparación con el año anterior. En el segmento de galletas con chips de chocolate, “Pepitos” es la primera marca en ventas y la segunda, después de Oreo, en el segmento de dulces no surtidas. A su vez, PepsiCo se convirtió en un nuevo jugador en el mercado de las galletitas y bizcochos argentinos, dada la importante repercusión que tuvo el lanzamiento de las galletitas “Toddy”.

El supermercado es un canal importante de venta, representa alrededor del 30%. Y el resto se consume entre lo que es autoservicios, tradicionales y kioscos¹⁰.

En 2014, Argentina figuró entre los primeros diez países del mundo como productor de galletitas y bizcochos:

⁹Informe de Producto N°4 agosto 2015 Área de Estudios Sectoriales – Dirección de Agroalimentos: Galletitas y Bizcochos, 4 de agosto de 2015.

¹⁰ <http://www.arcor.com.ar/uploads/repercusiones/Revista%20Actualidad%20en%20Supermercados%20-%20Septiembre%202014%20-%20Una%20historia%20juntos%20-%20P%C3%A1g.%2028%20a%2034.pdf>.

| Galletas (Ventas - Millones de toneladas) | | | | | | |
|---|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Puesto # | País | Año | | | | |
| | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 1 | China | 2,590 | 2,767 | 2,949 | 3,020 | 3,124 |
| 2 | Estados Unidos | 2,129 | 2,157 | 2,162 | 2,213 | 2,240 |
| 3 | India | 1,289 | 1,406 | 1,529 | 1,663 | 1,744 |
| 4 | Brasil | 1,222 | 1,201 | 1,201 | 1,214 | 1,227 |
| 5 | Rusia | 0,669 | 0,691 | 0,750 | 0,790 | 0,819 |
| 6 | Reino Unido | 0,561 | 0,572 | 0,588 | 0,610 | 0,636 |
| 7 | México | 0,567 | 0,580 | 0,591 | 0,592 | 0,592 |
| 8 | Italia | 0,438 | 0,442 | 0,443 | 0,446 | 0,450 |
| 9 | Argentina | 0,423 | 0,440 | 0,448 | 0,454 | 0,448 |
| 10 | Francia | 0,349 | 0,351 | 0,354 | 0,357 | 0,359 |
| | Total | 10,237 | 10,607 | 11,015 | 11,359 | 11,639 |

Fuente: Dir. Agroalimentos con datos de Euromonitor para la Asociación Brasileña de las Industrias de Galletas, Pastas y Panes y Pasteles industrializados (ABIMAPI).

En la actualidad, compañías internacionales, como Mondelez Internacional o Nestlé cuentan con más patentes a escala global, pero deciden no apostar al negocio en Argentina, apuntando a grandes segmentos. Las multinacionales evalúan los distintos productos con los consumidores y lo lanzan en el mercado argentino si creen que podría funcionar y alcanzar un buen volumen de ventas. Por ejemplo, en la actualidad, Nestlé se centra en el canal de venta de supermercados, con presentaciones más grandes. Durante la década del '90, tuvo presencia importante en el segmento de chocolates debido a las importaciones.

A Mondelez y Arcor los ayuda la gran capilaridad en un territorio extenso: Mondelez tiene 80 distribuidores exclusivos y Arcor más de 160.

En la actualidad, los alimentos saludables son más accesibles. Con los hábitos saludables y el éxito de los alfajores de galletas de arroz, las marcas masivas se le animaron a este segmento. Pepsico se valió de Quaker y sus almohaditas de avena para poner un pie en el segmento y luego desarrolló una línea de mejores galletitas para competirle a las populares Frutigran de Granix. El negocio de Quaker representa el 15% del volumen total de ventas en Argentina. En línea con esta tendencia mundial, Arcor lanzó a fines de 2016, "Arcor Natural Break" como un nuevo segmento de negocio, orientado al consumo saludable, con variedades de mezclas de frutos secos, cereales y semillas. En este segmento, competirá con marcas establecidas con fuerte foco en este segmento como Molinos Río de la Plata (quien adquirió la marca "Chocoarroz" y creó "Gallo Snaks"), Quaker (propiedad de PepsiCo desde 2011, quien vende galletas y barras de cereal propias) y Frutigram. Otro competidor

es Farmacity quien lanzó la línea “Nat” en 2014 (barras de cereal, turrone y alfajores de arroz, caramelos duros, masticables y chupetines).

Un informe de la consultora CCR, publicado en 2015, mostró que el 65,5% de los alfajores se compra en kioscos, el 17,5% en autoservicios y mayoristas y el 17% en hipermercados, supermercados. La estimación de consumo anual en Argentina es de 24 alfajores por persona, de acuerdo a datos de los distribuidores de golosinas; y 30 países reciben la exportación argentina de alfajores, que representa entre el 6% y el 10% del volumen producido. El share por empresa está liderado por Arcor, con sus alfajores Bon o Bon, Blanco y Negro, Cofler, mini torta Águila, Tofi y Tatín¹¹. En esta categoría la otra gran empresa que juega en este mercado es Mondelez, con las marcas Terrabusi, Milka, Tita, Oreo, Pepitos, Shot y Suchard (que Mondelez relanzó en 2013). Otras marcas líderes son “Jorgito” y “Guaymallén”. La primera nació en la década de 1960 y se expandió por la novedosa estrategia de vender en los colegios y en las canchas de fútbol. Guaymallén conquistó los sectores populares vendiéndose a precios muy económicos en terminales de ómnibus y trenes. Asimismo, “Fantoche” o “La Nirva” con sus alfajores “Grandote” y el lanzamiento más reciente del alfajor “La Recoleta” se convirtieron en jugadores muy conocidos en el mercado.

En el rubro de los fabricantes de golosinas y de productos alimenticios derivados de la panadería la mayor parte de las empresas grandes se integró sólo en forma parcial. Arcor no sólo integró actividades, sino que se fue transformando en un complejo industrial, lo cual no hizo ninguna de sus competidoras.

Por las particularidades de los negocios de Arcor, esta compañía no tiene un comparable ni un competidor directo exactamente en la totalidad de la cartera de productos y negocios que lleva adelante.

En Argentina, ninguna otra compañía con un tipo de negocio tan diversificado como el de Arcor que, además, incluye la particularidad de la integración vertical. Grupo Nutresa S.A., de Colombia, se podría decir que es la más similar de las compañías de Latinoamérica, en vender y producir productos similares a los de Arcor (galletas, chocolates, helados, pastas, comidas congeladas; y, en particular en café, donde Arcor no ha incursionado), también tiene presencia internacional.

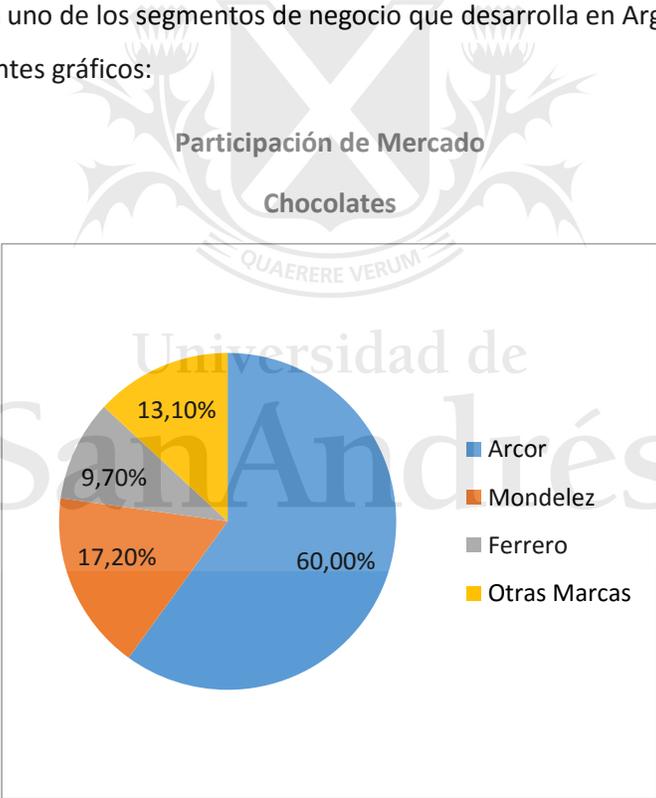
¹¹ http://www.clarin.com/economia/pais-consumen-millones-alfajores-ano_0_HkgqduPXg.html.

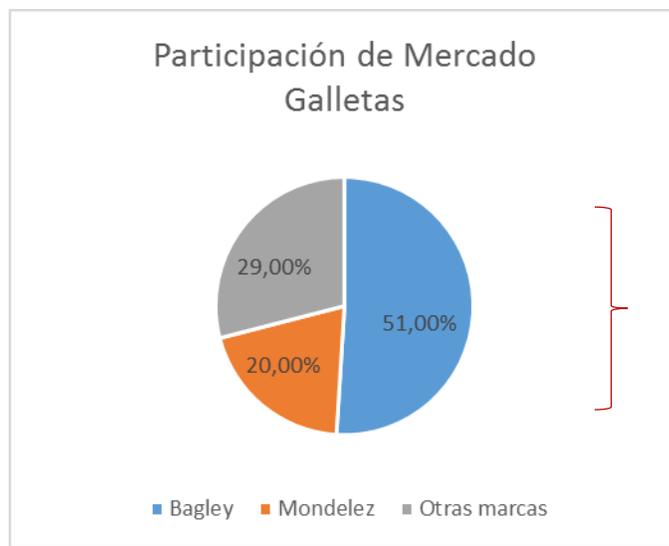
Resulta importante destacar que, pese a ser una compañía madura e instalada en la industria que podría tener menor necesidad de inversión, Arcor continúa desarrollando e invirtiendo para aumentar y diversificar su producción. En su búsqueda constante de liderazgo e innovación, su nueva planta de molienda húmeda de maíz en el Complejo Industrial Arroyito, en la Provincia de Córdoba, que está dedicada a la elaboración de fructosa, principalmente orientada a la producción de bebidas gaseosas, aguas saborizadas y jugos, entre otros productos, le permite a Arcor ampliar su capacidad de molienda en un 80% y consolidarse en el mercado como un jugador clave en el sector de bebidas sin alcohol.

IV. Posicionamiento Competitivo

IV.1. Participación de mercado de Arcor en Argentina

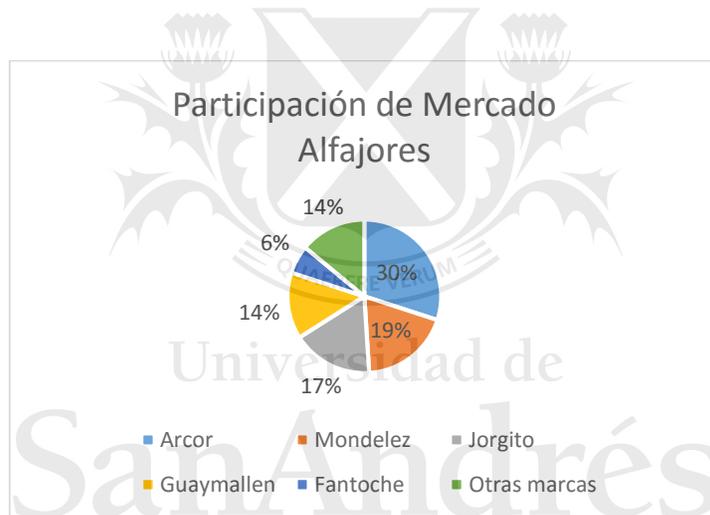
Arcor es líder en cada uno de los segmentos de negocio que desarrolla en Argentina, tal como se muestra en los siguientes gráficos:





A través de sus reconocidas marcas:

- Criollitas
- Ópera
- Chocolinas
- Sonrisas
- Rumba
- Mellizas
- Merengadas
- Rex
- Tentaciones
- Traviata
- Surtido
- Bagley



Fuente: Elaboración propia en base a información de Informes Euromonitor – Universidad Torcuato Di Tella – Revista Mercado – Información de la Compañía.

Con relación al segmento de negocio de alimentos, en la categoría mermeladas, Arcor también es líder. Según un estudio de la consultora Kantar World Panel, el consumo de la categoría supera el kilo per cápita anual, con un líder muy marcado como Arcor, mientras que un escalón más abajo se encuentra la cordobesa Dulcor¹².

¹²<http://www.lanacion.com.ar/1885327-manuel-cabrales-el-heredero-del-cafe-que-apuesta-las-mermeladas>.

IV.2. Principales competidores

Sus principales competidores a nivel mundial son Mondelez Internacional y Nestlé. Mondelez, con presencia en más de 165 países y plantas en más de 80 países, tiene una facturación anual de más de US\$ 35.000 millones y Nestlé tiene una facturación anual de más de 89.500 millones de francos suizos, en 2015.

Debido a su tipo de negocio internacional, la Compañía tiene diferentes competidores dependiendo del área geográfica en que opera y el segmento de negocio de que se trate.

En Argentina, en el segmento de golosinas y chocolates, sus principales competidores son compañías multinacionales como Mondelez, Ferrero y Nestlé, y compañías locales y regionales como Felfort, Lheritier y Costa. En el segmento de galletas, su principal competidor es Mondelez. En el segmento de alimentos, sus principales competidores son Unilever, Mondelez y Molinos Río de la Plata. A su vez, en el segmento de envases, sus principales competidores en la elaboración de cartón corrugado son Zucamor y Smurfit- Kappa.

El mercado de Brasil, en el segmento de negocio de golosinas y chocolates, con fuerte presencia de compañías multinacionales como Nestlé y Mondelez y participantes locales como Riclan. Aun cuando el mercado de caramelos duros es relativamente reducido, involucra a algunos pequeños competidores locales, generalmente informales. A su vez, en el mercado de galletas, sus principales competidores son compañías internacionales como Nestlé y Mondelez; y locales como como MDBranco y Bauducco.

En la Región Andina sus principales competidores son Costa, Nestlé y Mondelez.

En México, compite con compañías internacionales como Nestlé, Hershey's, Mondelez y participantes locales como el Grupo Bimbo.

IV.3. Ventajas Competitivas

Arcor está presente en el mercado argentino desde hace más de cincuenta años, lo que le permitió desarrollar determinadas ventajas competitivas, en las que sustenta su estrategia, y con las que puede mantener y consolidar su liderazgo en cada uno de los segmentos de negocio, y mejorar su posicionamiento en los mercados en los que opera.

Marcas y productos reconocidos

La Compañía posee una amplia cartera de marcas en cada uno de sus segmentos de negocios: Arcor Butter Toffees, Mr. Pop's, Topline, Bon o Bon, Rocklets, Cofler, Aguila, Tortuguita, Arcor Cereal Mix, Opera, Sonrisas, Rumba, Criollitas, Traviata, Saladix, Maná, Aymoré, Triunfo, La Campagnola, BC, Nereida, Dos en Uno, Big Time, BIG BIG, Sapito, Nikolo y Golpe.

Asimismo, Arcor realiza estudios de mercado y desarrolla productos con características específicas para los mercados internacionales, especialmente Brasil y Chile. Por ejemplo, en México lanzó los caramelos "Butter Toffees Surtidos Mexicanos" y el "Bon o Bon sabor Coco", tomando en consideración los gustos específicos de ese mercado en particular. En Perú, desarrolló una línea con caramelos de sabores peruanos, los cuales también exporta; aprovechando los gustos y sabores de la gastronomía peruana que está abriéndose al mundo. En Brasil, lanzó en 2015 dos sabores muy valorados por los consumidores brasileños: el sabor café en colaboración con la marca Três Corações (marca de café molido muy reconocida en Brasil) y banana flambeada, que es un postre muy popular en dicho país.

Sistema de distribución y logística particular que le permite abastecer a diferentes clientes alrededor del mundo

Arcor tiene presencia en cientos de países en cinco continentes. Distribuye en Brasil, Chile y México, cuenta con once oficinas comerciales en China, Estados Unidos, España, México, Bolivia, Paraguay, Colombia, Ecuador, Venezuela y dos en Uruguay.

La red de distribución y logística de la Compañía es una barrera significativa para la entrada de nuevos competidores, debido a que cuenta con una red de productos de consumo masivo compuesta por más de 160 distribuidores, la cual permite abastecer a aproximadamente 256.000 puntos de venta en Argentina . Este sistema le permitió competir directamente con compañías internacionales que están presentes en el país, como Mondelez y Nestlé. El sistema de distribución de Arcor incluye prácticas comerciales estandarizadas, soporte de marketing para los puntos de ventas y, en Argentina, los distribuidores visitan los puntos de ventas en un promedio de tres veces por semana. Su expansión comercial sigue tres etapas progresivas. Primero, la Compañía analiza la dimensión del mercado, las preferencias de los consumidores y el ambiente competitivo a través de la exportación de sus productos desde los países en los que posee plantas de producción. Luego,

establece una oficina comercial local y comienza a desarrollar su red de distribución. Finalmente, analiza la viabilidad de producir en forma local y realiza las inversiones correspondientes.

Su particular sistema de distribución y logística que accede hasta pequeños puntos de venta y a casi todas las ciudades del país, le permitió penetrar en el mercado argentino masivamente y lograr una superioridad en presencia y en reconocimiento de marcas de sus productos, sobre compañías multinacionales.

Solidez financiera

Arcor es una de las compañías del país con uno de los más sólidos registros financieros. Dentro de las fortalezas que reconoce la Compañía, se encuentra la capacidad de exportación de sus productos, aún bajo condiciones económicas adversas. Por ejemplo, durante los años 2001 y 2002, la Compañía no ha incumplió ninguna de sus obligaciones financieras ni comerciales y cumplió con su estrategia de expansión internacional.

Asociaciones estratégicas y adquisiciones

La Compañía tiene como estrategia de crecimiento asociarse y adquirir compañías reconocidas y/o que cuentan con activos o plantas que puedan ser de utilidad y/o que le puedan otorgar ciertas ventajas. Posee el 51% del capital social de Bagley, el mayor comercializador de galletas de Sudamérica. Un año después, con el objetivo de consolidar la posición de mercado del segmento de alimentos, adquirió La Campagnola S.A.C.I., una compañía líder del mercado de alimentos en Argentina. En 2006, celebró una asociación de manufactura con el Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. para producir golosinas y chocolates en México y abastecer tanto al mercado mexicano como a otros países de la región. A su vez, en 2010, celebró un contrato de uso de marca con *The Coca Cola Company* por el cual comercializa algunas de sus golosinas con dicha marca en Argentina, Chile, Perú, Paraguay y Uruguay. En diciembre de 2015, realizó un acuerdo con los accionistas de Mastellone Hnos. S.A., empresa líder en la elaboración y comercialización de productos lácteos en Argentina. De esta manera, mediante estos acuerdos y asociándose con las compañías más reconocidas en cada rubro, Arcor logra consolidar su liderazgo en sus diversos segmentos de negocio. En esta línea, menciona que planea continuar analizando negocios para llevar a cabo, posibles adquisiciones y buscando socios estratégicos en miras de expandir su presencia en una región y/o segmento de negocio¹³.

¹³ Prospecto de emisión de obligaciones negociables del 30 de junio de 2016.

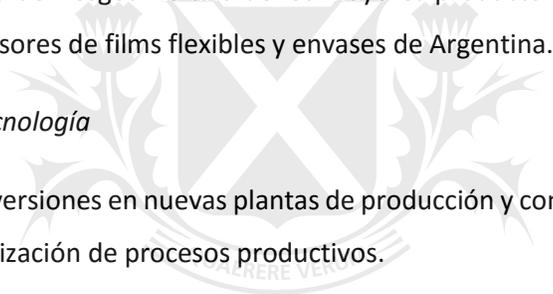
Integración vertical

Una de sus ventajas competitivas clave es la integración vertical en Argentina mediante los segmentos de negocio “Agronegocios” y “Otros industriales”. Los productos obtenidos de estos negocios son luego utilizados principalmente como materias primas de los negocios de golosinas y chocolates, galletas y alimentos de Argentina. Mediante su segmento “Agronegocios”, Arcor produce jarabe de maíz, azúcar, leche y cartón corrugado (su producción es, en su mayoría, vendida a terceros) e imprime films flexibles, los cuales son utilizados principalmente para satisfacer necesidades propias de materias primas.

La Compañía construyó una usina para abastecer de energía eléctrica a varias de sus plantas de producción, lo cual permite reducir los costos de producción, ofrecer precios competitivos, diversificación y cobertura de riesgos. Es uno de los mayores productores de cartón corrugado, y uno de los mayores impresores de films flexibles y envases de Argentina.

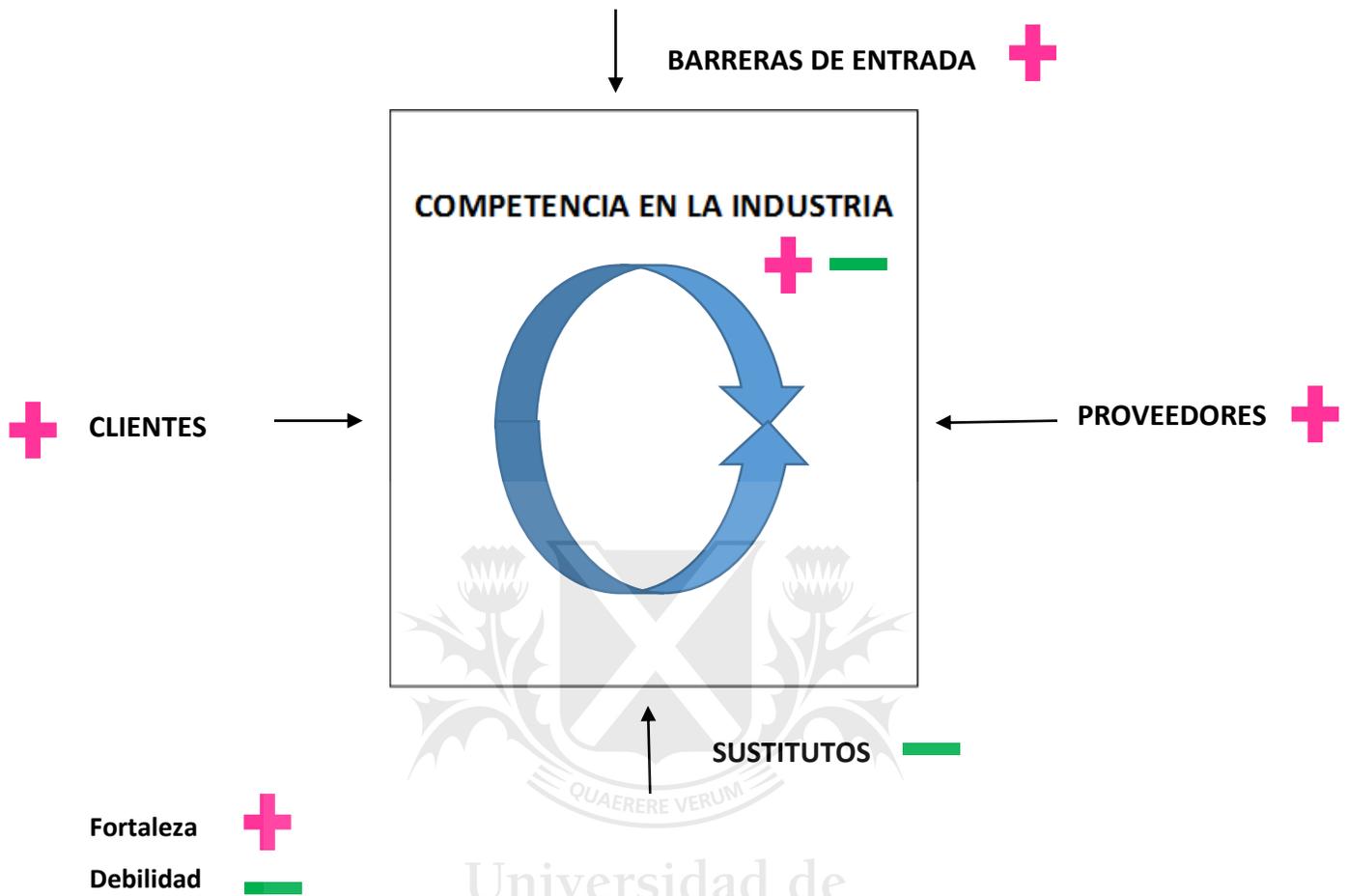
Constante inversión en tecnología

Realiza continuamente inversiones en nuevas plantas de producción y con hincapié en actualización de tecnología y la modernización de procesos productivos.



Universidad de
San Andrés

IV.4. Análisis Competitivo. Cinco fuerzas de Porter



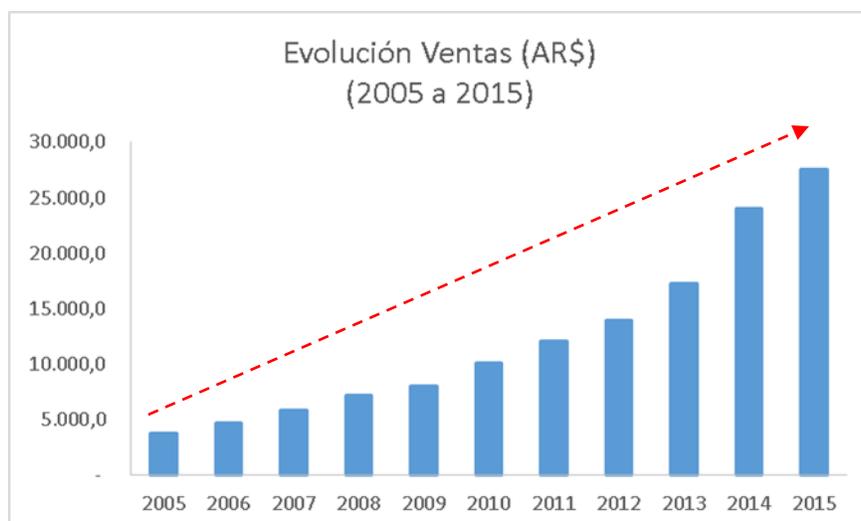
De acuerdo a las cinco fuerzas de Porter, se puede observar:

- 1) **Barreras de Entrada:** Arcor posee una barrera de entrada que le permite evitar el ingreso de nuevos competidores referida a sus ventajas competitivas de integración vertical, y red de distribución y logística de productos de consumo masivo compuesta por más de 160 distribuidores, la cual permite abastecer a aproximadamente 256.000 puntos de venta en todo el país.
- 2) **Competencia en la Industria:** Arcor cuenta con marcas y productos reconocidos en todo el mundo, lo cual le permite sostener su liderazgo y evitar el ingreso de nuevos competidores. Esto representa una ventaja para la Compañía aunque en el caso que sus competidores internacionales (como Mondelez International o Nestlé) decidieran re-enfocar su estrategia de venta en Argentina, Arcor podría ver disminuida su participación en el mercado en los segmentos en los que hoy es líder como galletas, golosinas y chocolates.

- 3) **Proveedores:** Una de sus ventajas competitivas es la integración vertical que le permite producir sus propias materias primas que luego son utilizadas para las golosinas, chocolates, galletas y alimentos. La Compañía produce 135.00 toneladas de azúcar en su ingenio, 75.000 litros diarios de leche, 250 mil toneladas de papel y 300 mil de cartón corrugado. Por lo tanto, está en una buena posición a la hora de negociar. Sin embargo, podría ver afectado sus costos en el caso de aumento de energía y gas.
- 4) **Clientes:** La base de clientes de Arcor está muy atomizada, lo que le genera una ventaja en relación con una potencial pérdida de clientes. La Compañía vende a más de cien países.
- 5) **Sustitutos:** Los productos que vende la Compañía no son de primera necesidad. Existen marcas internacionales reconocidas que operan en Argentina con productos similares a los de Arcor, pero si decidieran enfocar su fuerza de venta en el país, como se indicó más arriba, son sustitutos directos en algunos de los segmentos de negocio de la Compañía. Los consumidores podrían preferir galletitas Oreo, de Mondelez, en vez de las nuevas galletas Rocklets de Arcor. Asimismo, otro problema que podría enfrentar Arcor es la tendencia mundial hacia el consumo saludable, en línea con el aumento de vida sana y la prevención de la obesidad. En este caso, los productos que representan el 70% de su facturación (galletas, chocolates y golosinas) podría verse afectados por esta nueva tendencia.

V. Análisis Financiero

Desde su fundación, como una fábrica de caramelos en el interior del país a la empresa internacional que es hoy en día, luego de sesenta y cinco años en el mercado, la Compañía ha logrado consolidarse como líder en cada uno de los segmentos de negocio que desarrolla.

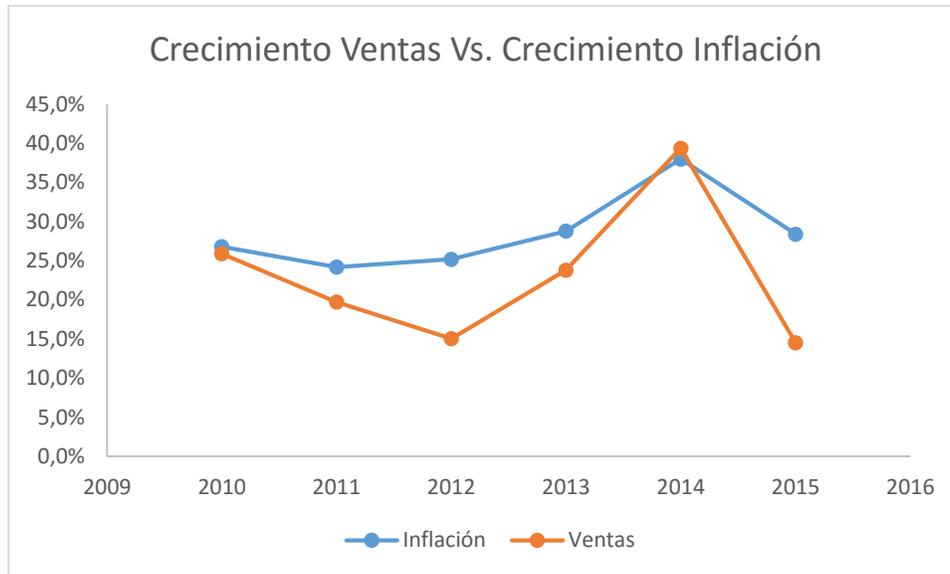


Fuente: Elaboración propia en base a estados contables informados en la AIF de la CNV.

Las ventas por segmento de negocio de la Compañía se mantienen estables durante los últimos tres años. El segmento de golosinas y chocolates (31,50% de las ventas) junto con el de galletas (32% de sus ventas) representan aproximadamente el 70% de las ventas de la Compañía.

Es una compañía estable, madura, con más de cincuenta años en la industria y ha logrado, con éxito, diversificar su negocio, y aumentar su producción y sus ventas año tras año. En el 2015, sus ingresos superaron los \$27.500 millones de pesos. Su EBITDA es creciente y alcanzó los \$3.400 millones en 2015.

Sin embargo, pese a que las ventas son crecientes, el crecimiento de las ventas de la Compañía resulta menor al del nivel de la inflación en los años indicados, como se muestra en el siguiente cuadro:

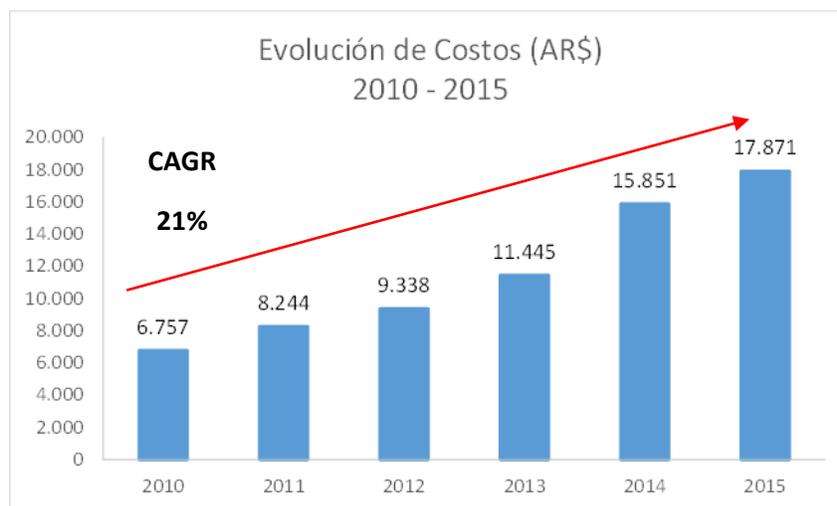


Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de estados contables informados a la AIF de la CNV en los periodos indicados e índice de inflación – precios al consumidor (IPC).

Debido a una caída en los niveles de consumo, se observa que las toneladas vendidas disminuyen año tras año; por lo tanto, se podría inferir que los aumentos en las ventas anuales se podrían explicar por un aumento en los precios, relacionado con la inflación.

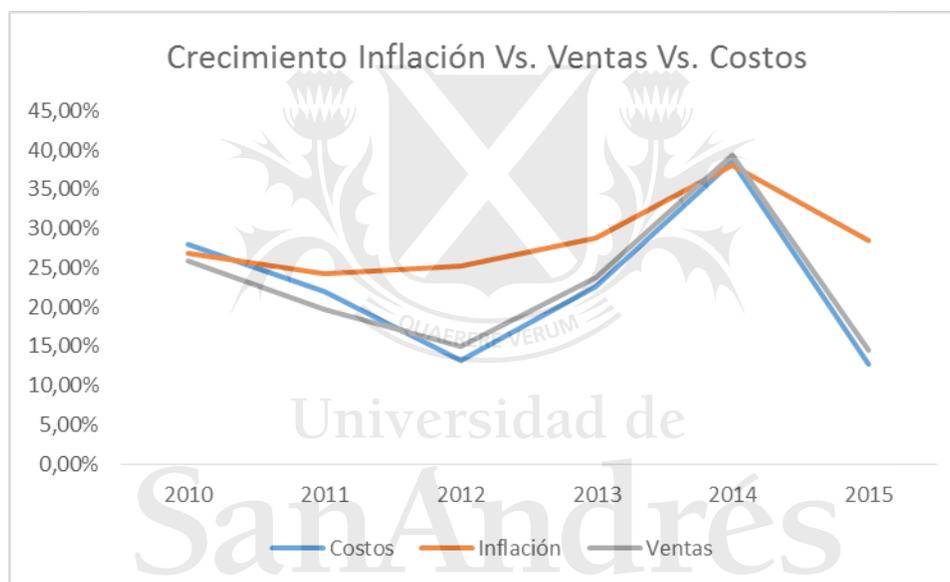
Asimismo, es importante tener en consideración que el EBITDA tiende a la alza, como se explicará más adelante en el presente.

La explicación de esta situación puede encontrarse en el análisis del crecimiento de los costos que afronta Arcor. Si se analiza tal crecimiento, se observa que los mismos crecen a una tasa anual de crecimiento compuesto del 21%; apenas 1% inferior al CAGR de las ventas que alcanzan un 22%.

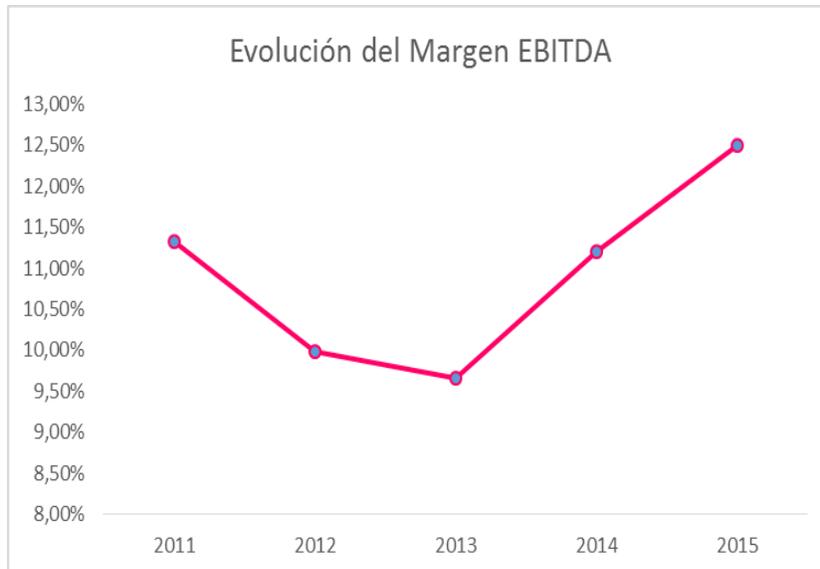


Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

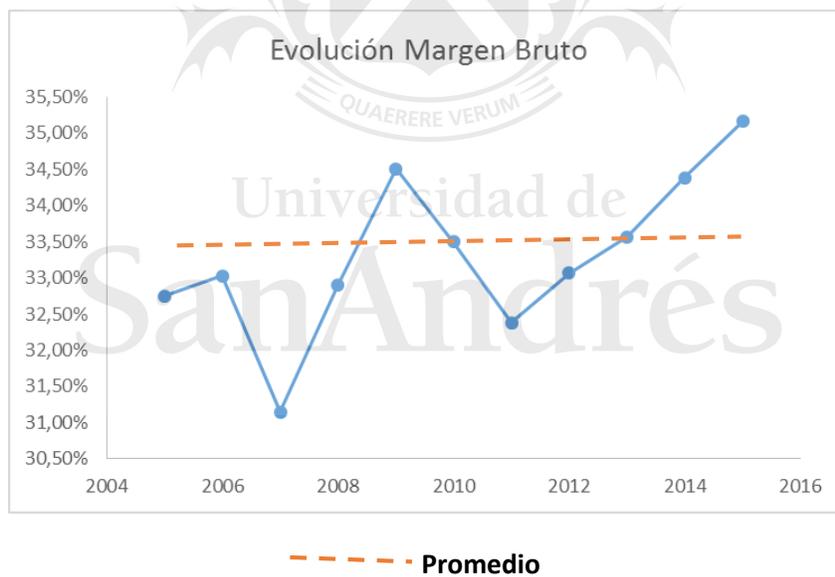
Si al gráfico anterior con la comparación de los crecimientos de los costos se le agrega el porcentaje de crecimiento comparando año contra año de las ventas, se puede observar que el crecimiento de las ventas y los costos se comporta del mismo modo y, ambas, son inferiores a la inflación. Los costos de ventas y servicios prestados de la Compañía se componen de la existencia al inicio del ejercicio, las compras y las bajas ocurridas en el mismo, las transferencia de productos biológicos desde la actividad agropecuaria, los reintegros de exportación, la venta de subproductos, los gastos de producción y prestación de servicios, y el efecto de conversión. De este modo, debido a los diferentes rubros que integran los costos, los mismos no están alcanzados directamente por la inflación.

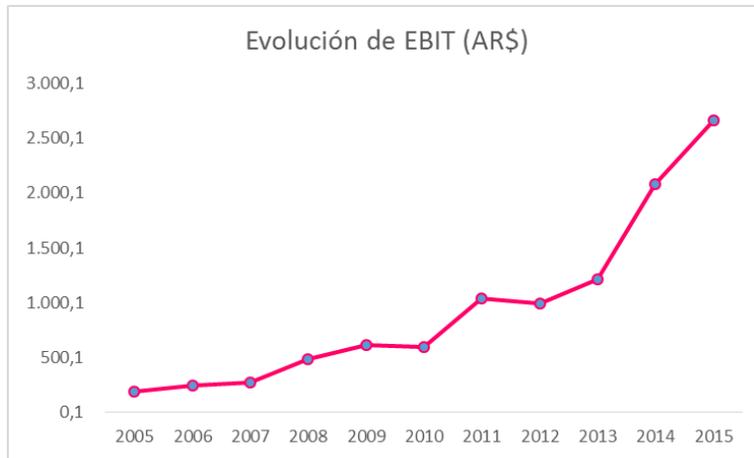


Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

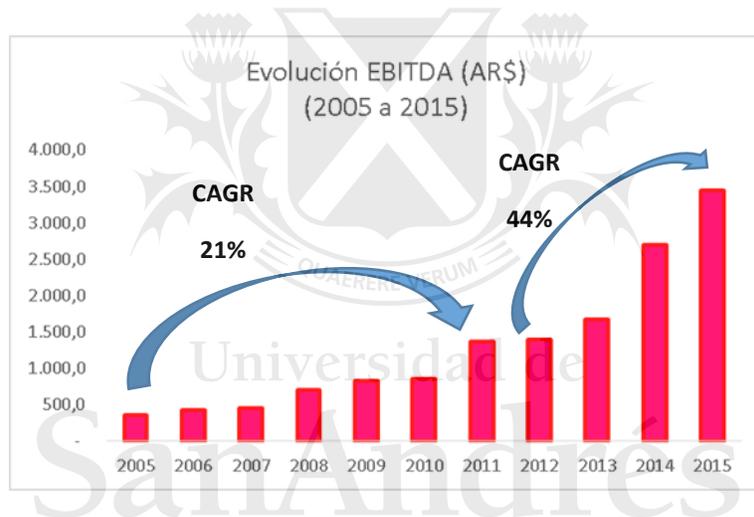


El margen bruto es estable en los últimos años, tendiendo al alza (33,6% en 2013, 34,4% en 2014 y 35,2% en 2015), con un promedio alrededor del 33% en los últimos diez años.

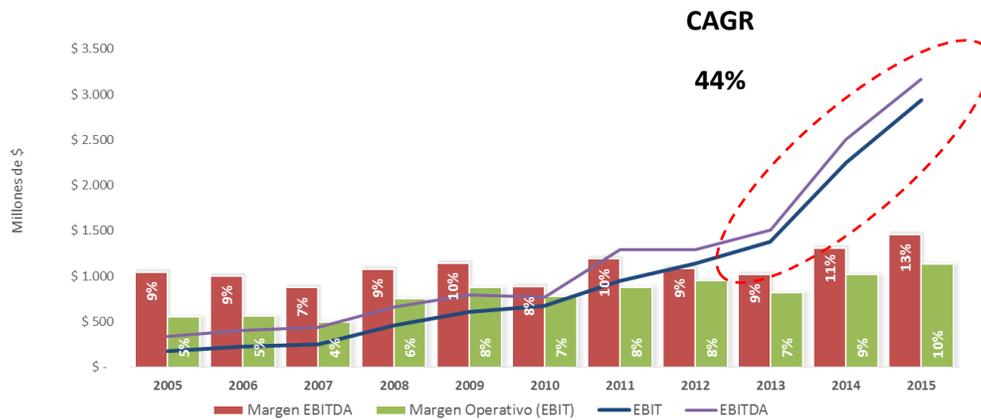




Evolución de EBITDA (AR\$ - 2005 a 2015)



Evolución Margen EBITDA, Margen Operativo, EBIT y EBITDA (AR\$ - 2005 a 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

De este modo, el EBITDA creciente año tras año, con un CAGR del 44% en el periodo de tres años (2013 – 2015) podría explicarse porque las ventas y los costos aumentan en la misma proporción, sin perjudicar el crecimiento del EBITDA.

Tal como se indicó anteriormente, El EBITDA muestra una tendencia creciente, y una particular aceleración del crecimiento en los últimos tres años (2013 – 2015), con una tasa promedio anual de crecimiento compuesto del 44% entre 2013 y 2015.

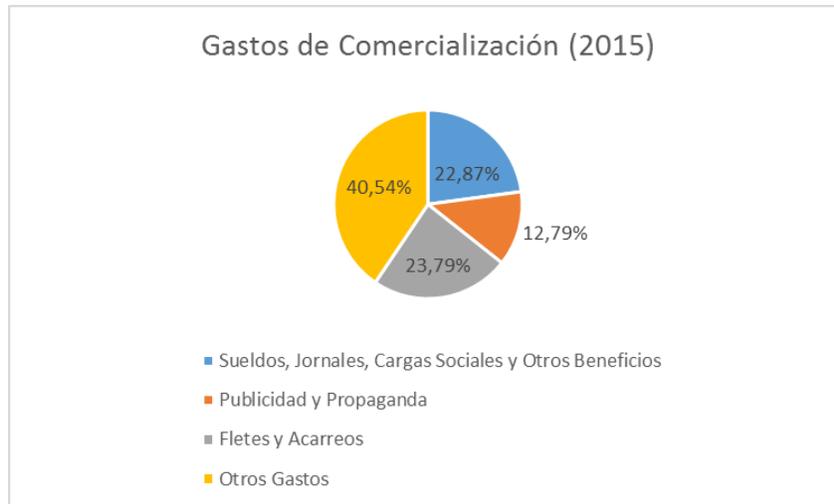
Del cuadro indicado arriba se observa, asimismo, que los márgenes de EBITDA se mantienen estables y durante los últimos tres años tienden al alza.

El margen operativo aumenta levemente año tras año, demostrando una mayor eficiencia de la Compañía en la generación de valor.

El grado de apalancamiento operativo influye en la estabilidad de los márgenes operativos. Como se indica en el cuadro a continuación, la proporción de costos fijos (en el 2015 representan 27% del total de costos de Arcor) es menor a la de los costos variables.

| (en Millones de AR\$) | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Costos Variables | | | |
| Costos de Ventas | 11444,90 | 15826,90 | 17870,58 |
| - Depreciaciones | 244,69 | 362,41 | 432,30 |
| Costos de Ventas | 11200,21 | 15464,49 | 17438,29 |
| <i>% de Ventas</i> | <i>65%</i> | <i>64%</i> | <i>63%</i> |
| <i>% de Total de Costos</i> | <i>45%</i> | <i>63%</i> | <i>71%</i> |
| Costos Fijos | | | |
| Gastos de Administración y Comercialización | 4416,80 | 6024,90 | 6748,68 |
| - Depreciaciones | 46,17 | 60,11 | 65,16 |
| Gastos de Administración y Comercialización (Cas) | 4370,63 | 5964,79 | 6683,51 |
| <i>% de Ventas</i> | <i>25%</i> | <i>25%</i> | <i>24%</i> |
| <i>% de Total de Costos</i> | <i>18%</i> | <i>24%</i> | <i>27%</i> |

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

Dentro de los gastos de comercialización de la Compañía, los gastos de “publicidad y propaganda” (\$703,4 millones) son el tercer rubro más significativo, detrás de “sueldos y jornales”, y “fletes y acarreos”, alcanzando aproximadamente el 13% del total de gastos. Esta fuerte inversión de la Compañía en publicidad y propaganda se debe a que la estrategia de negocio para fidelizar a los consumidores y obtener el liderazgo en los productos se sustenta en ellas. Año a año, Arcor lanza diferentes productos.

En Argentina, Arcor se centró en las campañas publicitarias de Topline Original Mints, Menthoplus Ácido y Happy, Mogul Camino a la frutalidad y Plutonita. El segmento de negocio de chocolates presentó varias campañas publicitarias: Cofler, bajo el concepto: “La felicidad no tiene recetas, Cofler sí”, con un comercial que ganó un premio Effie, conjuntamente con el lanzamiento de una edición especial de tabletas Águila y con la edición de un libro conmemorativo, el cual se comercializó en las principales librerías de Argentina. Dentro del segmento de chocolates, la unidad de bombones se focalizó en la comunicación de Bon o Bon Mix y en la semana de la dulzura con comerciales, y alcanzó un récord histórico de ventas. En el segmento de negocio de alimentos, las campañas publicitarias se enfocaron en el cambio de envase de jugos RTD (“ready to drink” o “listo para beber”, por su traducción al español) y se introdujo como innovación al mercado argentino el envase Tetra Edge. Adicionalmente, se realizó una campaña comunicacional de enlatados bajo el lema “Para mantener lo mejor adentro, también ponemos lo mejor afuera”, que buscó reforzar los beneficios del envase y resaltar sus propiedades. Además, se realizaron campañas de comunicación para la categoría de mermeladas, y en cuanto a la categoría jugos en polvo se realizó una campaña

comunicacional multimedios para la marca Arcor y se incorporó la licencia Minions para intervenir los envases y realizar promociones al consumidor. En el segmento de negocio de galletas, la inversión publicitaria se concentró en cuatro marcas: Formis, Chocolinas, Bagley y Saladix, y los principales lanzamientos fueron: Formis Truitos, la línea Saladix Picanto y Hogareñas 7 semillas agrupado.

Con relación a sus competidores directos, Arcor mantiene sus márgenes brutos estables alrededor del 34%, en línea, aunque un poco por debajo de Mondelez, pero un 15% menor a Nestlé. Su proporción de costos variables mayores a sus competidores se ve reflejada en márgenes brutos y operativos menores que la industria:

| | FY2013 | | | FY2014 | | | FY2015 | | |
|------------------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|
| | ARCOR | MONDELEZ | NESTLÉ | ARCOR | MONDELEZ | NESTLÉ | ARCOR | MONDELEZ | NESTLÉ |
| Margen Bruto | 34% | 37% | 48% | 34% | 37% | 48% | 35% | 39% | 50% |
| Margen Operativo | 7% | 11% | 14% | 9% | 9% | 12% | 10% | 30% | 14% |

Tiene ratios de deuda neta/EBITDA que tienden a la baja (de 2x en 2013 llegó al 1.5x en 2015), lo cual es importante porque demuestra, en principio, la intención de la Compañía de endeudarse para crecer en sus objetivos, pero de modo ordenado. Uno de los problemas que tiene Arcor, es una compañía que suele tomar deuda para alargar sus vencimientos. Asimismo, la cobertura de intereses se mantiene estable en 2.4x.

Universidad de
San Andrés

Evolución del capital de trabajo

| | FY2011 | FY2012 | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| # Días de Cobro | 55,2 | 61,7 | 55,6 | 47,6 | 51,7 |
| # Días de Mercaderías | 91,0 | 99,0 | 109,2 | 94,2 | 94,9 |
| # Días de Pago | 92,4 | 98,2 | 105,1 | 93,6 | 112,5 |
| CCC | 53,8 | 62,6 | 59,7 | 48,3 | 34,1 |

Los días de cobro se mantienen relativamente estables, entre los 50 y los 60 días en los últimos cinco años. Se observa que los días de cobro son la mitad de los días de pago, lo cual implica que están bastante holgado, con bastante margen de operación en el capital de trabajo.

Con relación a los días de pago, se observa que es un poco inestable, en 2015 registra su máximo histórico (112,5 días), de los últimos cinco años. El aumento en los días de pago junto con una reducción en los días de cobro implica que Arcor tiene mayor capital de trabajo disponible en comparación con los últimos dos años.

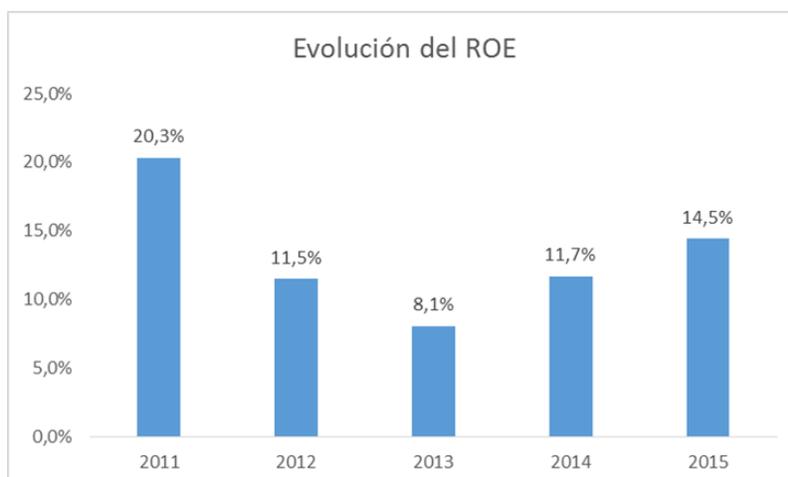
Asimismo, con relación a la liquidez se observa un coeficiente mayor a 1, lo cual indica una proporción sana entre los activos corrientes y los pasivos corrientes.

Análisis de Dupont

| <i>(en millones de AR\$)</i> | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|------------------------------|---------|---------|---------|
| Ventas | 17260,9 | 24059,8 | 27553,5 |
| Utilidad Neta | 314,5 | 524,1 | 801,2 |
| Activo | 11902,8 | 14971,6 | 19100,3 |
| Equity | 2882,90 | 3189,81 | 3696,69 |
| Margen Neto | 1,8% | 2,2% | 2,9% |
| Rotación de Activos | 1,5x | 1,6x | 1,4x |
| Apalancamiento | 2,8x | 3,3x | 3,7x |
| ROE | 8,1% | 11,7% | 14,5% |

El ROE de Arcor es creciente indicando un retorno para el accionista mejorando un 44,8% en el 2014 respecto al 2013, y un 23% en 2015. La caída en 2013 está relacionada con un aumento de los gastos financieros.

Es importante tener en cuenta que el aumento del ROE se debe principalmente a un incremento del resultado neto en una Compañía, cuyas operaciones son financiadas a través de endeudamiento financiero (ya sea mediante préstamos bancarios e instrumentos del mercado de capitales), y escasa capitalización de los accionistas en la Compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables consolidados informados en la AIF de la CNV.

Análisis de la Estructura de Capital

| | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Deuda/PN | 1,5x | 1,8x | 1,9x |
| Deuda/ Capital Total | 59% | 64% | 66% |
| PN/Capital Total | 41% | 36% | 34% |
| Deuda Neta/PN | 1,2x | 1,4x | 1,4x |

Con relación al análisis de la estructura de capital, se observa que Arcor ha incrementado durante los últimos tres años la proporción de deuda en su capital total hasta alcanzar al ejercicio finalizado en 2015 alrededor de un 70%.

Arcor busca refinanciar mediante nuevas deudas sus pasivos de corto plazo; de este modo, extiende los vencimientos de la deuda financiera de la Compañía, logrando así un perfil de liquidez aún más cómodo.

Ratios Crediticios

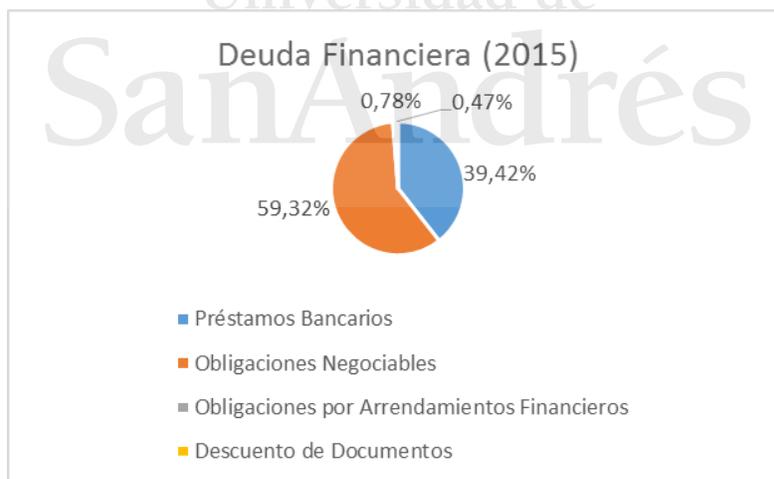
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| Deuda/EBITDA | 2,5x | 2,1x | 2,1x |
| Deuda Neta/EBITDA | 2,0x | 1,7x | 1,5x |
| EBITDA/Intereses | 3,3x | 2,8x | 3,1x |
| EBITDA/CAPEX | 4,9x | 2,2x | 4,6x |

Arcor posee ratios crediticios bajos y estables de Deuda/EBITDA, Deuda Neta/EBITDA y Cobertura de Intereses. Tanto los ratios de Deuda/EBITDA y Deuda Neta/EBITDA tienden a la baja durante los últimos tres ejercicios.

Con los flujos operativos que genera la Compañía puede afrontar también sus necesidades de capital alrededor de 4 veces y media. Es importante señalar en este caso que Arcor realiza constantes inversiones en nuevas plantas de producción que le permiten mejorar su capacidad instalada y aumentar su producción.

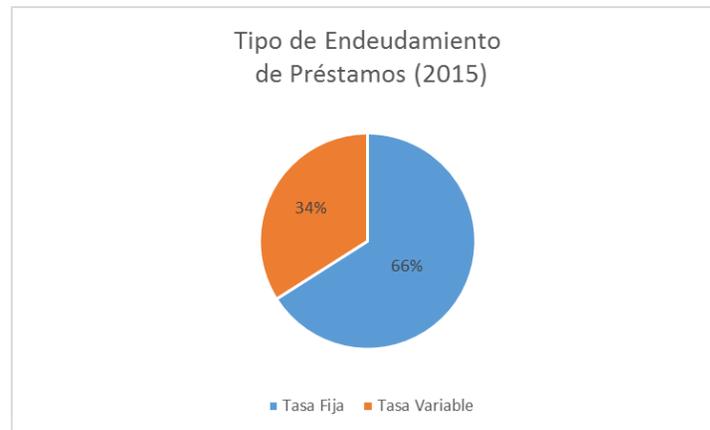
Asimismo, del análisis de los ratios de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses) y cobertura de deuda, se desprende que la Compañía puede afrontar con su EBITDA el pago de intereses de su deuda (ya que genera aproximadamente tres veces ese valor), pero éste no es suficiente para afrontar el pago del total de su deuda. Esto le genera constantes refinanciaciones de deuda.

La deuda financiera de Arcor se encuentra compuesta por: préstamos bancarios, obligaciones negociables, obligaciones por arrendamientos financieros¹⁴ y descuento de documentos (menor a un año). En 2015, la Compañía aumentó un 38% su financiación en el mercado de capitales argentino, a través de la emisión de obligaciones negociables, mientras que el crecimiento de su deuda bancaria registró un 28%.



¹⁴ Los arrendamiento financieros financian las compras de activos fijos que son registradas por el precio que se estima que se habría pagado en caso de compra al contado con la contrapartida en préstamos por la suma a pagar descontada a la tasa de retorno determinada al momento de la medición inicial (incluyendo el pago final por opción de compra).

Fuente: Elaboración propia en base a información contenida en los estados contables consolidados al 31 de diciembre de 2015 informados en la AIF de la CNV.



De su deuda financiera, el 66% está financiada a tasa fija y el 34% a tasa variable (Libor, Badlar). Esta proporción es estable a lo largo de los años.

En los últimos años, aumentó su deuda a través del mercado de capitales aunque sus vencimientos en pesos son, como máximo, a los 24 meses. Es la única compañía de su industria que tiene oferta pública de obligaciones negociables en el mercado argentino.

El destino de los fondos de cada una de las emisiones fue la refinanciación de deudas bancarias. Por lo tanto, mediante este instrumento, la Compañía busca extender los plazos de vencimiento de sus deudas bancarias y, al mismo tiempo, obtener tasas más favorables y mayor flexibilidad para manejar los pagos. No obstante ello, la Compañía no es un emisor recurrente en el mercado. Desde la aprobación de su programa global de emisión de obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones en 2010, emitió en seis oportunidades (las Obligaciones Negociables Clase 1 en 2010; las Obligaciones Negociables Clase 2, Clase 3, Clase 4, Clase 5 en 2013; las Obligaciones Negociables Clase 6 y Clase 7 en 2014; las Obligaciones Negociables Clase 8 en 2015, y la última emisión de las Obligaciones Negociables Clase 9 en 2016). La calificación crediticia de Arcor es de las más altas del mercado (AAA, de Moody's), con un menor riesgo de default, lo cual convierte su crédito en atractivo para los inversores, y le permite fondearse a tasas más bajas. Por ejemplo, el capital adeudado por préstamos bancarios al 31 de diciembre de 2015 y 2014 ascendía a \$266.680.000 y \$400.000.000, siendo la tasa de endeudamiento promedio ponderado de 30,2% y 32,0% nominal anual, respectivamente. En el mercado de capitales, por ejemplo, Arcor se endeuda a una tasa variable de Badlar (Bancos Privados) más un margen de 3,38% a 36 meses, la Badlar está

en promedio 20,00%, más el margen de 3,38% alcanza una tasa nominal anual de 23,38%, bastante menor al 30% que otorga el sistema bancario. Otro punto a considerar es que la tasa Badlar viene disminuyendo en los últimos años. Ante una expectativa de baja de tasas, el endeudamiento a tasa variable resultaría conveniente, además de poder controlar el cronograma de pagos y adecuándolo a las necesidades de la Compañía.

Desde 2010, emitió \$1.800 millones de pesos y US\$550 millones de dólares:

| | Obligaciones Negociables Clase 1 | Obligaciones Negociables Clase 2 (1) | Obligaciones Negociables Clase 3 | Obligaciones Negociables Clase 4 (1) |
|--|---|---|--|--|
| Monto | USD 200.000.000 | ARS 140.000.000 | ARS 160.000.000 | ARS 111.823.333 |
| Fecha de emisión | 9 de noviembre de 2010 | 22 de julio de 2013 | 22 de julio de 2013 | 17 de diciembre de 2013 |
| Precio de emisión | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal |
| Moneda | Dólares Estadounidenses | Pesos | | |
| Tasa de interés | Tasa fija del 7,25% nominal anual. | Tasa variable nominal anual equivalente al promedio de la tasa Badlar (Bancos Privados) del período más un margen aplicable | | |
| Margen aplicable | - | 2,50% nominal anual. | 3,69% nominal anual. | 3,10% nominal anual. |
| Fecha de amortización y vencimiento | 9 de noviembre de 2017 (84 meses de la fecha de emisión) | 22 de enero de 2015 (18 meses de la fecha de emisión) | 22 de julio de 2016 (36 meses de la fecha de emisión) | 17 de junio de 2015 (18 meses de la fecha de emisión) |
| Pago de Intereses | Semestral. | Trimestral. | Trimestral. | Trimestral. |

| | Obligaciones Negociables Clase 5 | Obligaciones Negociables Clase 6 (2) | Obligaciones Negociables Clase 7 | Obligaciones Negociables Clase 8 |
|--|---|--|--|--|
| Monto | ARS 388.176.667 | ARS 184.447.777 | ARS 315.552.223 | ARS 500.000.000 |
| Fecha de emisión | 17 de diciembre de 2013 | 15 de julio de 2014 | 15 de julio de 2014 | 15 de junio de 2015 |
| Precio de emisión | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal | 100% del valor nominal |
| Moneda | Pesos | | | |
| Tasa de interés | Tasa variable nominal anual equivalente al promedio de la tasa Badlar (Bancos Privados) del período más un margen aplicable | | | Tasa Mixta (3) |
| Margen aplicable | 4,19% nominal anual. | 2,24% nominal anual. | 3,38% nominal anual. | |
| Fecha de amortización y vencimiento | 17 de diciembre de 2016 (36 meses de la fecha de emisión) | 15 de enero de 2016 (18 meses de la fecha de emisión) | 15 de julio de 2017 (36 meses de la fecha de emisión) | 15 de junio de 2017 (24 meses de la fecha de emisión) |

| | Obligaciones Negociables Clase 5 | Obligaciones Negociables Clase 6 (2) | Obligaciones Negociables Clase 7 | Obligaciones Negociables Clase 8 |
|-------------------|-------------------------------------|---|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Pago de Intereses | Trimestral. | Trimestral. | Trimestral. | Trimestral. |

- (1) Canceladas en su totalidad al vencimiento, las Obligaciones Negociables Clase 2 con fecha 22 de enero de 2015 y las Obligaciones Negociables Clase 4 con fecha 17 de junio de 2015.
- (2) Canceladas en su totalidad al vencimiento con fecha 15 de enero de 2016.
- (3) Los primeros nueve meses a tasa fija nominal anual de 25,45%. Desde el mes 10 hasta el vencimiento a tasa variable equivalente a Badlar (Bancos Privados) más un margen de 3,75% nominal anual.

Fuente: Estados contables consolidados al 31 de diciembre de 2015 informados a la AIF de la CNV.

| | Obligaciones Negociables Clase 9 |
|-------------------------------------|--|
| Monto | US\$ 350.000.000 |
| Fecha de emisión | 29 de junio de 2016 |
| Precio de emisión | 100% del valor nominal |
| Moneda | Dólares Estadounidenses |
| Tasa de interés | Tasa fija del 6,00% nominal anual. |
| Margen aplicable | - |
| Fecha de amortización y vencimiento | 29 de junio de 2023 (84 meses de la fecha de emisión) |
| Pago de Intereses | Semestral. |

Fuente: Aviso de Resultados de las Obligaciones Negociables Clase 9 informados a la AIF de la CNV.

El 29 de junio de 2016, la Compañía realizó la emisión de sus obligaciones negociables Clase 9 denominada en dólares estadounidenses a 7 años con una tasa fija que, luego del proceso de formación de libro (*book building*) realizado en la Ciudad de Nueva York, Estados Unidos de América, fue del 6,00%. Como en las anteriores emisiones de Arcor, el destino de los fondos de esta emisión fue la cancelación de deudas bancarias.

La tasa fija del 6,00% obtenida por Arcor es de las más bajas del mercado, comparada con las obtenidas en cada una de las emisiones en dólares estadounidenses realizadas durante 2016 por distintas empresas argentinas, como Cablevisión, el consorcio conformado por tres compañías del grupo Albanesi; así como también logró una tasa menor que la obtenida en la emisión de los bonos internacionales de la República Argentina. Es decir, la Compañía se endeuda no sólo a una tasa

menor que compañías argentinas que podrían considerarse comparables, sino también a una tasa menor que el gobierno nacional.

Evolución del Estado de Resultados (2014 y 2015)

| ARCOR S.A.I.C. | | | | |
|---|-----------|-----------|----------------------|------------------------|
| Estado de Resultados | FY2014 | FY2015 | Variación A/A (en %) | Variación A/A(en AR\$) |
| <i>(AR\$ millones)</i> | | | | |
| Ventas de bienes y servicios | 24.059,8 | 27.553,5 | 14,52% | 3.493,7 |
| CMV | -15.851,3 | -17.870,6 | 12,74% | 2.019,3 |
| Ganancia por Ventas | 8.208,5 | 9.682,9 | 17,96% | 1.474,4 |
| Resultados generados por activos biológicos | 63,9 | 6,2 | -90,29% | -57,7 |
| GANANCIA BRUTA | 8.272,4 | 9.689,1 | 17,13% | 1.416,7 |
| <i>Margen bruto</i> | 34,4% | 35,2% | 2,27% | 0,0 |
| Gastos de comercialización | -4.891,3 | -5.497,8 | 12,40% | -606,4 |
| Gastos de administración | -1.109,2 | -1.250,9 | 12,77% | -141,7 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 422,5 | 497,5 | 17,74% | 74,9 |
| EBITDA | 2.694,3 | 3.444,1 | 27,83% | 749,8 |
| <i>Margen de EBITDA</i> | 11,2% | 12,5% | 11,62% | 0,0 |
| Otros ingresos / (egresos) – neto | -188,1 | -272,2 | 44,69% | -84,1 |
| EBIT | 2.083,7 | 2.668,3 | 28,05% | 584,5 |
| <i>Margen EBIT</i> | 8,7% | 9,7% | 11,82% | 0,0 |
| Resultados excepcionales | 120,2 | 6,8 | -94,36% | -113,4 |
| RESULTADOS FINANCIEROS, NETOS | -1.149,1 | -1.190,0 | 3,56% | -40,9 |
| Ingresos financieros | 372,5 | 579,2 | 55,51% | 206,8 |
| Gastos financieros | -973,3 | -1.123,0 | 15,38% | -149,7 |
| Diferencia de cambio, neta | -548,3 | -646,2 | 17,86% | -98,0 |
| Resultado de inversiones en asociadas | -0,0 | 2,5 | 12388,35% | 2,5 |
| EBT | 1.054,8 | 1.487,5 | 41,03% | 432,8 |
| Impuesto a las ganancias | -530,7 | -686,4 | 29,34% | -155,7 |
| GANANCIA NETA | 524,1 | 801,2 | 52,86% | 277,0 |

Evolución del Estado de Situación Patrimonial (2014 y 2015)

| ARCOR S.A.I.C. | | | | |
|--|-----------------|-----------------|----------------------|-------------------------|
| Balance | FY2014 | FY2015 | Variación A/A (en %) | Variación A/A (en AR\$) |
| (AR\$ millones) | | | | |
| Propiedad, planta y equipos | 4.259,9 | 4.946,2 | 16,11% | 686,3 |
| Propiedades de inversión | 39,7 | 36,3 | -8,61% | -3,4 |
| Activos intangibles | 411,0 | 427,6 | 4,04% | 16,6 |
| Inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | 267,65% | 0,0 |
| Activos biológicos | 68,1 | 60,7 | -10,87% | -7,4 |
| Activos por impuesto diferido | 275,8 | 375,5 | 36,11% | 99,6 |
| Otras inversiones | 4,6 | 96,5 | 1977,80% | 91,9 |
| Otros créditos | 402,5 | 964,4 | 139,60% | 561,9 |
| Créditos por ventas | 2,8 | 0,2 | -93,29% | -2,7 |
| TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE | 5.464,6 | 6.907,4 | 26,40% | 1.442,8 |
| Activos biológicos | 49,6 | 62,9 | 26,73% | 13,3 |
| Existencias | 4.092,8 | 4.646,7 | 13,54% | 554,0 |
| Otros créditos | 1.017,6 | 1.197,0 | 17,64% | 179,5 |
| Créditos por ventas | 3.139,4 | 3.903,4 | 24,34% | 764,1 |
| Otras inversiones | 4,9 | 0,0 | -99,72% | -4,9 |
| Instrumentos financieros derivados | 11,3 | 349,3 | 2987,97% | 338,0 |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 1.191,5 | 2.033,5 | 70,67% | 842,0 |
| TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE | 9.507,1 | 12.192,9 | 28,25% | 2.685,8 |
| TOTAL DEL ACTIVO | 14.971,6 | 19.100,3 | 27,58% | 4.128,6 |
| PATRIMONIO | | | | |
| Atribuibles a los accionistas | 3.189,8 | 3.696,7 | 15,89% | 506,9 |
| Interés Minoritario | 1.291,2 | 1.846,6 | 43,01% | 555,4 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO | 4.481,0 | 5.543,3 | 23,71% | 1.062,3 |
| Préstamos | 3.715,8 | 4.059,7 | 9,25% | 343,8 |
| Pasivos por impuesto diferido | 53,8 | 8,9 | -83,52% | -45,0 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 131,8 | 194,0 | 47,21% | 62,2 |
| Provisiones | 155,3 | 188,8 | 21,57% | 33,5 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 17,7 | 16,2 | -8,48% | -1,5 |
| TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE | 4.074,5 | 4.467,6 | 9,65% | 393,1 |
| Préstamos | 1.967,0 | 3.057,3 | 55,43% | 1.090,4 |
| Instrumentos financieros derivados | 23,1 | 0,3 | -98,65% | -22,8 |
| Impuesto a las ganancias por pagar | 168,8 | 312,0 | 84,83% | 143,2 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 32,2 | 41,0 | 27,22% | 8,8 |
| Provisiones | 68,7 | 86,2 | 25,41% | 17,5 |
| Anticipos de clientes | 92,4 | 82,7 | -10,47% | -9,7 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 4.063,9 | 5.509,9 | 35,58% | 1.446,0 |
| TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE | 6.416,2 | 9.089,5 | 41,66% | 2.673,3 |
| TOTAL DEL PASIVO | 10.490,6 | 13.557,0 | 29,23% | 3.066,4 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO Y PASIVO | 14.971,6 | 19.100,3 | 27,58% | 4.128,6 |

V. Valuación

V.1.1. Valuación por método de flujo de fondos descontados

La valuación de la Compañía fue realizada a través del método de flujo de fondos descontados (DCF¹⁵), el cual considera el valor presente de los flujos de fondos futuros que la compañía objeto de análisis podría generar en un determinado periodo de tiempo.

Los tres elementos principales de esta metodología de valuación son: la tasa de descuento, el flujo de fondos libres y el valor terminal.

A fin de llevar a cabo la valuación por el método indicado anteriormente, realicé diferentes pasos:

- Análisis de la Compañía, la industria en que desarrolla sus actividades y determinación de supuestos y drivers, de acuerdo a lo indicado en los puntos anteriores del presente.
- Estimación de las proyecciones del flujo de fondos libre de la Compañía.
- Cálculo de la tasa de descuento o costo de capital a ser utilizado en esta valuación.
- Determinación del valor terminal.
- Cálculo del valor presente y determinación del rango de valuación de la Compañía.

V.1.2. Flujos de fondos

Se entiende por flujo de fondos aquel que la Compañía genera en un periodo determinado de tiempo.

En este caso, el periodo de tiempo utilizado de las proyecciones fue de cinco años (hasta 2021) y asumiendo, luego, un crecimiento a perpetuidad. Realicé la valuación utilizando tres escenarios (base, optimista y pesimista). En primer lugar, en el presente desarrollaré el escenario base. En este caso, la tasa de crecimiento utilizada (g) en Pesos fue de 8%; considerando la tasa de crecimiento esperada del producto bruto interno ("PBI") para el 2021 para Argentina del 3% más el 5% de tasa de inflación esperada para el 2021 (proyectadas por una consultora económica).

Para la construcción del flujo de fondos utilicé determinados supuestos:

- La valuación fue realizada en Pesos por cinco períodos hasta el año 2021 para aplicar posteriormente el valor terminal. Para determinar el flujo de fondos libre de la firma, estimé

¹⁵ DCF por sus siglas en inglés de "discounted cash flow", flujo de fondos descontados.

la proyección de las ventas en Pesos considerando un crecimiento del 2% nominal anual, considerando una caída del consumo del -2% para el 2016, y sumándole asimismo el crecimiento esperado del consumo 3% constante del 2017 en adelante (según estimaciones de una consultora económica). Considero que Arcor se encuentra expuesta a las variables macroeconómicas del aumento del consumo.

- Se utilizaron flujos en Pesos para proyectar, los cuales fueron descontados a una tasa de descuento en Pesos.
- Crecimiento a perpetuidad al 8% debido a que Arcor es una compañía madura, con sesenta y cinco años en la industria. Tomé en consideración la tasa de crecimiento esperada del PBI para el 2021 para Argentina del 3% más el 5% de tasa de inflación esperada para el 2021 (proyectadas por una consultora económica). Asimismo, según estimaciones del Banco Mundial el crecimiento en dólares de la República Argentina será alrededor del 3%, y adicionándole la inflación esperada a 2021, también alcanza el valor de 8%; valor razonable en Pesos considerando que Arcor es una compañía consolidada en el mercado.
- Las ventas de la Compañía se componen de las ventas del segmento de negocio de consumo (incluye galletas, chocolates) y del segmento de negocio industrial. A fin de proyectar las ventas futuras de la Compañía hasta el 2021, tomé como supuesto que el volumen de toneladas correspondientes al segmento de consumo crecerá a la misma tasa de crecimiento esperado del consumo del 3% constante del 2017 en adelante y una baja del -2 en 2016 (según las estimaciones de una consultora económica). En los últimos años, la Compañía vio disminuido considerablemente el volumen en toneladas de las divisiones de consumo e industriales en línea con las caídas que sufrió el sector; por tal motivo, consideré que, en el año 2016, continuarán disminuyendo las toneladas del segmento de consumo y, a partir del 2017, aumentarán las toneladas en línea con el crecimiento esperado del consumo (3%). Considero que Arcor se encuentra expuesta a las variables macroeconómicas del aumento del consumo. Asimismo, consideré que el precio de tales toneladas crecería, cada año, por la tasa de inflación esperada.
- Asimismo, asumí que el crecimiento del volumen de toneladas correspondientes al segmento industrial crecerá en la misma proporción que el crecimiento esperado del PBI de Argentina (según las estimaciones de una consultora económica). Considero que el

segmento “industrial” de Arcor se comporta del mismo modo que el promedio del mercado. Se estima el crecimiento del precio en Pesos por las toneladas vendidas por inflación, manteniéndose estables en dólares. Con relación al precio de tales toneladas, se asumió un crecimiento anual por la tasa de inflación esperada en cada año.

- Asumí un crecimiento por segmento de negocio y crecimiento de ámbito geográfico. Estimé el aumento de ventas futuras de la Compañía por crecimiento constante del 2% a partir del 2018 debido a su apertura a nuevos mercados, lanzamiento de nuevos productos y consolidación de su línea “Arcor Natural Break”, de consumo saludable. Como se mencionó en el presente, Arcor es líder en la mayoría de los productos que desarrolla; por lo tanto, podría hacer base en ese liderazgo y en sus ventajas competitivas, aprovechando el *know how* del mercado y de la industria, y crecer en otros productos. Se encuentra en una excelente posición para ingresar en el mercado alimenticio en países como Perú y Brasil, donde en la actualidad sólo tiene presencia en segmento de golosinas y chocolates; o expandir sus operaciones en países como China, y diversos países de Europa, en los cuales hoy en día tiene una participación menor. Si Arcor ejerciera la opción de compra del acuerdo con Mastellone Hnos. podría convertirse en uno de los mayores productores de leche del país, y utilizar ese producto para la venta directa, no sólo para su uso como materia prima. Podría incorporar puntos de venta en otros países donde hoy no está presente. Esta apertura a nuevos mercados y/o nuevos productos le permitirá aumentar sus ventas y así mejorar sus márgenes.
- Consideré como punto importante el crecimiento del consumo por tratarse de una compañía de consumo masivo que, según información contenida en el balance al 31 de diciembre de 2015, el Directorio ratificó su estrategia de focalización en los negocios de consumo masivo¹⁶.
- Consideré que puede reforzar su estrategia de apalancarse en sus reconocidas marcas de golosinas o alimentos, pudiendo captar consumidores que ya conocen una marca, como BC,

¹⁶ “Acorde a las perspectivas de la economía internacional, nacional y regional, el Directorio ratifica la estrategia de focalización en los negocios de consumo masivo, control del gasto, desarrollo de proyectos de asociación estratégica, incremento de ventas en el exterior mediante la orientación y mantenimiento de los mercados internacionales y la globalización de los negocios, priorizando la liquidez y una sana estructura de financiamiento con el objetivo de asegurar el cumplimiento de sus obligaciones y compromisos, como también los fondos necesarios para el desarrollo de sus operaciones y proyectos de inversión.” (Memoria y Estados Financieros de Arcor al 31 de diciembre de 2015, Pág. 3).

en mermeladas, y acercarlos a un nuevo producto con mayor velocidad de aceptación y adopción. De este modo, logra aumentar sus ventas, logrando que los consumidores de golosinas compren helados marca Bon o Bon, por ejemplo.

- Como se mencionó anteriormente, se proyecta un crecimiento de las ventas por lanzamiento de nuevos productos y apertura de nuevos mercados a partir de 2018.
- Los costos crecerán por debajo de las ventas debido al acuerdo con Mastellone Hnos. que le genera a la Compañía un ahorro por incremento en productividad y eficiencia de sus plantas de producción. Esto genera una expansión en los márgenes operativos por la eficiencia obtenida (reduciéndose 1% por año hasta 2018, y cincuenta puntos básicos más, a partir de 2018). Fui conservadora al proyectar esta reducción porque considero que pese a las ventajas que obtendrá la Compañía debido al acuerdo con Mastellone Hnos. S.A., Arcor forma parte de una industria donde estos márgenes suelen ser estables y pensar, por ejemplo, en una caída de 10% en cinco años de márgenes sería poco realista. Si se observa la información histórica, se observa que año tras año disminuyen, pero progresivamente. Por lo tanto, estimé que se mantendría constante hasta 2018 la caída en los márgenes de 1% y, en 2018, donde asumo el crecimiento por apertura a nuevos mercados, también estimo la observación de buenos resultados debido al acuerdo con Mastellone Hnos. que impactarán en estos márgenes. Los gastos de administración y comercialización crecen en la misma proporción que las ventas. La Compañía mantiene estables estas proporciones año tras año. La inflación no genera impacto en los mismos.
- El capital de trabajo se asume como porcentaje de ventas; es decir, aumenta del mismo modo en que lo hacen las mismas.
- Estimo que se estabilizan los días de inventarios, días de pago y de cobro desde el 2017. Los años anteriores se observó un aumento de los mismos; por lo tanto, en 2016 se mantuvo constante e igual que el año 2015.
- La tasa impositiva utilizada es un promedio simple de las diferentes tasas impositivas vigentes en los diferentes países en que la Compañía opera durante a diciembre de 2015.
- Arcor logra mejorar sus márgenes producto de la eficiencia obtenida.

V.1.3. Tasa de descuento: WACC¹⁷

En el método de valuación mediante flujo de fondos descontados, se suele utilizar la tasa denominada WACC para descontar los flujos de fondos y el valor terminal al presente; es decir, al momento en el tiempo en que es realizada de la valuación. Es una tasa que considera la estructura de capital de la empresa a valorar.

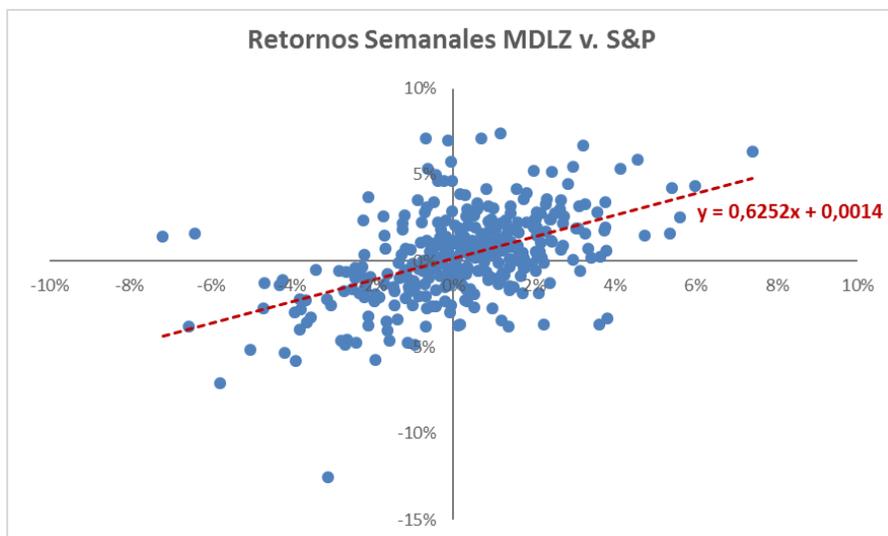
De acuerdo con el modelo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), la rentabilidad exigida a la inversión requerida por los accionistas de un determinado activo se puede estimar mediante la tasa de descuento utilizando la tasa denominada WACC, cuya fórmula se menciona a continuación:

$$WACC = K_E \times \frac{E}{(D + E)} + (1 - Tax) \times K_D \times \frac{D}{(D + E)}$$

La estimación del WACC requiere la utilización de los siguientes componentes:

- a) **Costo del equity (ke):** para su construcción, se utiliza la tasa libre de riesgo, el beta, la prima de riesgo y el riesgo país. En este caso, se utilizó como tasa libre de riesgo, la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años: 2,30% (a noviembre 2016).
- b) Beta de 0,66, tomando en consideración la regresión entre Mondelez Internacional, compañía comparable de Arcor que se encuentra listada en la bolsa de Nueva York, NYSE (New York Stock Exchange), y el índice S&P 500. Los datos utilizados fueron semanales, considerando un periodo de siete años. Se calculó la pendiente de dicha regresión, cuyo resultado se muestra en el siguiente gráfico:

¹⁷ WACC, por sus siglas en inglés, *Weight Average Cost of Capital*. Es el promedio ponderado del costo de capital.



Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Bloomberg.

El beta obtenido de Mondelez Internacional fue desapalancado (*unlevered*), y estimando luego el beta apalancado (o *levered*) de acuerdo a la estructura de capital de la Compañía.

- c) Prima de Riesgo: 7,20% (obtenido de la resta entre 9,50% y 2,30%, la tasa libre de riesgo indicada)
- d) Riesgo País de Argentina: 5,00% (de acuerdo al índice EMBI publicado por el banco internacional JP Morgan & Chase)
- (i) **Costo de la deuda (kd)**: utilicé el rendimiento de 6,00% de la última emisión de obligaciones negociables en dólares de Arcor de fecha 29 de junio de 2016. La tasa impositiva utilizada fue de 35%, ya que el costo de la deuda es calculado después de impuestos.

La tasa de descuento a utilizar en la valuación, el WACC, es 10,40%, de acuerdo a los resultados que se observan en el siguiente cuadro:

| | |
|---|-------|
| WACC | 10,4% |
| Costo del Capital | 12,1% |
| Tasa Libre de Riesgo | 2,3% |
| Prima de Mercado | 7,2% |
| Beta | 0,66 |
| Riesgo País | 5,0% |
| Costo de la Deuda Después de Impuestos | 3,9% |
| Costo de la Deuda | 6,0% |
| Tasa Impositiva | 35,0% |
| Estructura de Capital | |
| Capital | 80,0% |
| Deuda | 20,0% |

La tasa de descuento anterior se aplica para descontar flujos en dólares estadounidenses. Mediante la siguiente fórmula, a partir de la tasa de descuento en dólares obtenida, se puede llegar a una tasa de descuento que se puede utilizar para descontar los flujos en Pesos:

$$Tasa\ en\ Pesos = \left(1 + Tasa\ en\ US\$ \times \frac{(1 + Inflación\ \$)}{(1 + Inflación\ US\$)} \right) - 1$$

Considerando el promedio de las tasas de inflación esperada desde 2016 a 2021 por una consultora económica para Argentina (14,67%) y Estados Unidos (2,30%). De este modo, aplicando la fórmula indicada anteriormente, la tasa de descuento da como resultado un 23,75%. Esta tasa será utilizada para descontar los flujos en Pesos para realizar la valuación de esta Compañía.

V.1.4. Valor terminal

A efectos de la valuación y que los flujos a considerar no se prolonguen en el tiempo indefinidamente, se utiliza un valor, denominado “valor terminal”, que cuantifica el valor de los flujos una vez terminado el periodo de la proyección¹⁸ (en este caso bajo análisis, de cinco años). Es decir, considera el valor del flujo del último año proyectado como una perpetuidad que crecerá a una tasa constante asumida.

El valor terminal fue calculado tomando el flujo de fondos libre (FCFF¹⁹) de la Compañía al año 2021, del siguiente modo:

$$Valor\ Terminal = FCFF \times \frac{FCFF\ 2021 \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Finalmente, el valor de la Compañía se obtiene descontando los FCFF de cada año (incluyendo el valor terminal) al WACC al valor presente (2016), teniendo en consideración la deuda financiera (corriente y no corriente), neto de caja y caja equivalente, y el interés minoritario.

V.1.4. Resultado de Valuación. Enterprise Value. Equity Value

La valuación realizada en el escenario base presentado, mediante la suma de cada uno de los flujos de fondos, incluyendo el valor terminal, descontados al presente, obtiene como resultado el denominado “enterprise value”.

¹⁸ Rosenbaum, Joshua and Pearl, Joshua, 2013, “Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts and Mergers & Acquisitions”, John Wiley & Sons, Inc., Pág. 137.

¹⁹ Flujo de fondos libre, *Free Cash Flow*, por sus siglas en inglés.

El enterprise value de la Compañía al 2016 resultado de la valuación realizada es de **\$ 24.183,5 millones** (o US\$ 1725,82 millones, considerando el tipo de cambio \$/US\$ esperado para el final del periodo), y el valor del equity obtenido es **\$ 17.554,3 millones** (o US\$ 1252,74 millones).

Asimismo, realicé un análisis de sensibilidad, considerando el valor de la firma obtenido, del crecimiento (*g*) de Arcor con distintos niveles de tasa de crecimiento esperado y de tasa WACC para descontar los flujos de fondos que la Compañía podría generar, en cada caso, y de este modo se obtiene como resultado un rango de valuación de la Compañía. En el cuadro debajo se encuentran resaltados los valores que podría alcanzar la Compañía en el rango de WACC entre 22,50% y 25,50%, y de tasas de crecimiento esperado entre 6,50% y 9,50% que contiene el valor al que llegué producto de la valuación.

| Tasa de Crecimiento | WACC | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| | 22,5% | 23,0% | 23,5% | 24,0% | 24,5% | 25,0% | 25,5% | |
| 6,5% | 24858,6 | 24057,7 | 23305,3 | 22597,0 | 21929,3 | 21298,7 | 20702,4 | |
| 7,0% | 25329,1 | 24491,7 | 23706,3 | 22968,3 | 22273,7 | 21618,7 | 21000,1 | |
| 7,5% | 25830,9 | 24953,7 | 24132,4 | 23362,2 | 22638,3 | 21956,9 | 21314,3 | |
| 8,0% | 26367,4 | 25446,4 | 24586,0 | 23780,6 | 23025,1 | 22315,0 | 21646,5 | |
| 8,5% | 26942,2 | 25973,1 | 25069,9 | 24226,0 | 23436,0 | 22694,9 | 21998,3 | |
| 9,0% | 27559,6 | 26537,5 | 25587,1 | 24701,1 | 23873,4 | 23098,4 | 22371,4 | |
| 9,5% | 28224,5 | 27143,7 | 26141,2 | 25209,0 | 24340,0 | 23528,0 | 22767,8 | |

V.1.5. Escenario Pesimista

En el escenario pesimista se tomaron en consideración los siguientes supuestos:

- La Compañía no logra la apertura a nuevos mercados ni el lanzamiento de nuevos productos que Arcor pudiera vender, lo cual le limita el crecimiento del modo en que fue pensado el escenario base de acuerdo a las posibilidades actuales de esta Compañía.
- Continúa la caída en toneladas vendidas acentuando la caída de años anteriores. En este caso, no se considera crecimiento de volumen de acuerdo al crecimiento esperado del consumo, sino que se reducen las toneladas hasta el 2018. A partir de ese año se mantienen constantes.
- El margen bruto se comprime debido al aumento de costo de mercaderías vendidas en cincuenta puntos básicos por año hasta el valor terminal. En este escenario, Arcor no logra ninguna eficiencia con relación a sus ventajas competitivas ni a sus acuerdos comerciales.

- Con relación al punto anterior, Arcor también pierde eficiencia y sus gastos de administración (estables a nivel histórico) comienzan su crecimiento en la misma proporción que la inflación esperada a partir del 2016. Esto genera una compresión de los márgenes (sobre todo del margen de EBITDA).
- A su vez, los gastos de comercialización se mantienen como porcentaje de ventas.
- Se asume un mínimo incremento del Capex en línea con el estancamiento de ventas.
- Días de cobro aumentan un 5% por año (en promedio, aumentan 5 días por año aproximadamente); a diferencia del escenario base que consideraba una estabilización de los mismos a partir de 2017; y disminuyen en un 5% también los días de pago.
- Este nuevo escenario genera también una alteración en los ratios.
- Se mantiene el crecimiento a perpetuidad a una tasa del 8%.

En este escenario, el valor de la firma de la Compañía obtenido es **\$ 11.317,8 millones** (o US\$ 807,68 millones) y el valor del equity es **\$ 4.183,1 millones** (o US\$ 298,53 millones).

El análisis de sensibilidad se puede observar en el siguiente cuadro:

| | | WACC | | | | | | |
|---------------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 22,5% | 23,0% | 23,5% | 24,0% | 24,5% | 25,0% | 25,5% |
| Tasa de Crecimiento | 6,5% | 11615,4 | 11275,1 | 10955,0 | 10653,5 | 10368,8 | 10099,8 | 9845,1 |
| | 7,0% | 11811,4 | 11455,9 | 11122,1 | 10808,2 | 10512,3 | 10233,1 | 9969,1 |
| | 7,5% | 12020,5 | 11648,4 | 11299,7 | 10972,3 | 10664,3 | 10374,0 | 10100,1 |
| | 8,0% | 12244,1 | 11853,7 | 11488,7 | 11146,6 | 10825,4 | 10523,3 | 10238,5 |
| | 8,5% | 12483,6 | 12073,2 | 11690,3 | 11332,2 | 10996,7 | 10681,5 | 10385,1 |
| | 9,0% | 12740,8 | 12308,3 | 11905,8 | 11530,2 | 11178,9 | 10849,7 | 10540,5 |
| | 9,5% | 13017,9 | 12560,9 | 12136,7 | 11741,8 | 11373,3 | 11028,7 | 10705,7 |

V.1.6. Escenario Optimista

En este caso, fueron alterados los supuestos considerados en el escenario base presentado anteriormente para alcanzar un escenario optimista para la valuación de Arcor.

- Crecimiento en toneladas de la división de consumo: las mismas aumentan un 2,00% en 2017 y 2,50% por año a partir de ese año debido al supuesto de la apertura de nuevos mercados y lanzamiento de nuevos productos. En este escenario, se estimó un crecimiento de cincuenta puntos básicos superior al del escenario base (que es incluso optimista en este

supuesto) teniendo en cuenta los acuerdos ya firmados por Arcor con compañías como The Coca Cola Company, Mastellone Hnos., etc. que le permitirían lanzar nuevos productos y aumentar sus ventas (por ejemplo, desarrollar combinar sus productos con los sabores de la marca Coca Cola o empezar a producir y vender dulce de leche a nivel mundial).

- Asimismo, este escenario contempla la posibilidad de abrir nuevos mercados en países como Japón, China, Rusia, etc., mercados a los que en la actualidad no accede. También implicaría tomar mayor participación en el mercado donde compite con grandes empresas internacionales como Mondelez, Nestlé, etc.
- Pese a asumirse un crecimiento en toneladas en la división consumo, durante 2016, Arcor no ve tan afectada la caída de toneladas pese a que el 2016 es un año de poca estabilidad económica. Este escenario asume que las toneladas se mantuvieron constantes con relación al año anterior, y a partir de 2017 éstas crecen a niveles de tasa de crecimiento esperado del consumo.
- A su vez, el crecimiento de toneladas de la división industriales se asume en línea con el crecimiento esperado del PBI, pero se le adiciona el crecimiento de cincuenta puntos básicos por el aprovechamiento de sus acuerdos a los que llegó Arcor y el desarrollo del segmento de industriales, ya sea por mayor venta de cartón corrugado, papel film a nuevos mercados y/o por el lanzamiento de productos nuevos.
- Días de cobro disminuyen un 5% y los días de pago aumentan un 5% a partir de 2018.
- Los supuestos indicados anteriormente generan:
 - Mejora de márgenes en mayor proporción.
 - Mejora de ratios.
 - La actividad de la Compañía se torna más eficiente.
- Se mantiene el crecimiento a perpetuidad: 8%.

El valor de la firma en este escenario alcanza los **\$ 26.909,7 millones** (o US\$ 1920,38 millones), y el valor del equity obtenido es **\$ 20.280,6 millones** (o US\$ 1447,30 millones).

El análisis de sensibilidad se puede observar en el siguiente cuadro:

| Tasa de Crecimiento | WACC | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 22,5% | 23,0% | 23,5% | 24,0% | 24,5% | 25,0% | 25,5% |
| 6,5% | 27668,3 | 26759,4 | 25905,6 | 25102,2 | 24344,9 | 23630,0 | 22954,0 |
| 7,0% | 28205,1 | 27254,5 | 26363,2 | 25525,8 | 24737,8 | 23995,0 | 23293,7 |
| 7,5% | 28777,6 | 27781,5 | 26849,3 | 25975,1 | 25153,8 | 24380,8 | 23652,2 |
| 8,0% | 29389,6 | 28343,6 | 27366,7 | 26452,4 | 25595,0 | 24789,4 | 24031,1 |
| 8,5% | 30045,3 | 28944,5 | 27918,7 | 26960,6 | 26063,8 | 25222,7 | 24432,4 |
| 9,0% | 30749,6 | 29588,3 | 28508,7 | 27502,6 | 26562,8 | 25683,1 | 24858,0 |
| 9,5% | 31508,1 | 30279,8 | 29140,9 | 28082,0 | 27095,1 | 26173,2 | 25310,2 |

V.2. Valuación por múltiplos de compañías comparables

En este caso, se utilizó la información correspondiente a determinadas compañías que se encuentran listadas en diferentes mercados alrededor del mundo como la Bolsa de Comercio de Estados Unidos o New York Stock Exchange (NYSE) en el caso de Mondelez o Danone; y por sus características particulares e industria en la que desarrollan sus actividades pueden considerarse comparables de Arcor. La información fue obtenida de Bloomberg y se muestran en el cuadro debajo.

A efectos de este método de valuación, se consideraron los datos históricos correspondientes a los años 2014 y 2015 tanto de la Compañía como de las compañías comparables, y los múltiplos de EV (Enterprise value)/EBITDA, EV/Sales y P/E.

| Ticker | Company | Market Cap (US\$ mn) | EV/Sales | | | EV/EBITDA | | | P/E | | |
|-------------------------|------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | FY2014 | FY2015 | FY2016E | FY2014 | FY2015 | FY2016E | FY2014 | FY2015 | FY2016E |
| MDLZ US Equity | MONDELEZ INTER-A | 63,120 | 2.2x | 2.9x | 3.0x | 17.6x | 8.6x | 16.2x | 18.6x | 26.5x | 21.0x |
| NESN VX Equity | NESTLE SA-REG | 206,760 | 2.7x | 2.8x | 2.6x | 17.5x | 15.7x | 13.1x | 16.1x | 25.7x | 19.7x |
| DANOY US Equity | DANONE-ADR | 40,595 | 1.9x | 2.1x | 2.1x | 13.1x | 13.5x | 12.0x | #N/A | #N/A | 19.1x |
| NUTRESA CB Equity | GRUPO NUTRESA SA | 3,471 | 2.3x | 1.7x | 1.5x | 18.0x | 13.5x | 12.8x | 22.0x | 24.0x | 25.4x |
| Weighted Average | | 78,487 | 2.5x | 2.7x | 2.6x | 17.0x | 14.0x | 13.6x | 14.6x | 22.5x | 19.9x |

Debido a que las compañías comparables de Arcor son del exterior, los resultados obtenidos producto de esta valuación arrojan resultados superiores a los resultantes de la valuación por flujo de fondos descontados. Una de las razones es que puede ocurrir que los múltiplos de mercados como el norteamericano o el europeo sean superiores a los múltiplos de esta región.

A fin de normalizar los múltiplos obtenidos de los comparables de Arcor, tomé como ejemplo determinadas compañías argentinas de distintas industrias (YPF S.A., Cresud S.A.C.I.F.Y.A. y Molinos Río de la Plata S.A.) y sus comparables de Estados Unidos para analizar los múltiplos de cada una, tal como se muestra en los siguientes cuadros:

| Ticker | Nombre | EV/EBITDA | EV/Ventas | P/E | Industria | País |
|----------------|--------------------------|-----------|-----------|--------|----------------|----------------|
| YPFD AR Equity | YPF S.A.-D | 10,93 | 1,26 | | Gas y Petróleo | Argentina |
| XOM US Equity | EXXON MOBIL CORP | 14,82 | 1,87 | 28,63 | Gas y Petróleo | Estados Unidos |
| CVX US Equity | CHEVRON CORP | 14,70 | 2,17 | 39,15 | Gas y Petróleo | Estados Unidos |
| | Promedio Comparables YPF | 14,759357 | 2,022198 | 33,888 | | |

| Ticker | Nombre | EV/EBITDA | EV/Ventas | P/E | Industria | País |
|----------------|--------------------------------|------------|-----------|--------|-----------|----------------|
| CRES AR Equity | CRESUD S.A.C.I.F.Y.A. | 11,7698193 | 1,6798518 | | Agro | Argentina |
| ALCO US Equity | ALICO INC | 14,0913925 | 3,7047408 | 52,427 | Agro | Estados Unidos |
| ANDE US Equity | ANDERSONS INC/THE | 15,0326042 | 0,4215973 | 37,313 | Agro | Estados Unidos |
| | Promedio Comparables Adecoagro | 14,5619984 | 2,063169 | 44,87 | | |

| Ticker | Nombre | EV/EBITDA | EV/Ventas | P/E | Industria | País |
|----------------|------------------------------|------------|-----------|--------|-------------|----------------|
| MOLI AR Equity | MOLINOS RIO DE LA PLATA SA | 10,8955288 | 0,6347236 | 26,056 | Alimenticia | Argentina |
| KHC US Equity | KRAFT HEINZ CO/THE | 19,368187 | 5,2567739 | 26,447 | Alimenticia | Estados Unidos |
| K US Equity | KELLOGG CO | 17,5739326 | 2,5119269 | 16,913 | Alimenticia | Estados Unidos |
| JJSF US Equity | J & J SNACK FOODS CORP | 14,458601 | 2,2248704 | 32,855 | Alimenticia | Estados Unidos |
| | Promedio Comparables Molinos | 17,1335735 | 3,3311904 | 25,405 | | |

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Bloomberg.

En cada caso, comparé el múltiplo de las compañías argentinas con el promedio de los múltiplos de otras de la misma industria, pero en los Estados Unidos. En los tres casos, pude observar que los múltiplos de las compañías de Argentina se encuentran entre un rango de 20% y 25% por debajo de los múltiplos de las compañías de su misma industria en Estados Unidos.

Por tal motivo, tomando en consideración lo explicado anteriormente, a los rangos de valores obtenidos de los comparables de Arcor se debe aplicar un descuento del 25% para obtener valores razonables.

Valuación por EV/EBITDA

Se utilizó el valor de EBITDA de \$4058,17 millones estimado para 2016 a través de la valuación por flujo de fondos descontados, y un rango de EBITDA utilizado fue entre \$3000 millones y \$5500 millones. Tomando como base la información de las compañías comparables, el valor promedio de EV/ EBITDA es de 13,6x (estimado 2016). Se utiliza una matriz para la valuación tomando un rango del múltiplo entre 10x y 15x.

La matriz sirve para estimar el valor del Equity de Arcor teniendo en cuenta los rangos establecidos restando la deuda neta de la Compañía para 2016 (EBITDA * múltiplo EV/EBITDA – Deuda + Caja).

| EBITDA (en AR\$ millones) | 10x | 11x | 12x | 13x | 14x | 15x |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 3000 | 25593 | 28593 | 31593 | 34593 | 37593 | 40593 |
| 3500 | 30593 | 34093 | 37593 | 41093 | 44593 | 48093 |
| 4000 | 35593 | 39593 | 43593 | 47593 | 51593 | 55593 |
| 4500 | 40593 | 45093 | 49593 | 54093 | 58593 | 63093 |
| 5000 | 45593 | 50593 | 55593 | 60593 | 65593 | 70593 |
| 5500 | 50593 | 56093 | 61593 | 67093 | 72593 | 78093 |

De este modo, la valuación por el múltiplo EV/EBITDA obtiene como resultado un valor en el rango entre \$41.000 millones y \$51.000 millones. Los valores obtenidos son altos debido a que están impactados por los múltiplos de mercados del exterior que son mayores que los de la misma industria en Latinoamérica.

Aplicando un descuento del 25% a los valores obtenidos, el resultado de la valuación por este múltiplo obtiene como resultado un valor en el rango entre \$ 30.750 millones y \$38.250 millones.

Valuación por EV/Ventas

Se utilizó el valor de Ventas de \$31.060,2 millones estimado para 2016 a través de la valuación por flujo de fondos descontados, y el rango utilizado fue entre \$25.000 millones y \$40.000 millones. Tomando como base la información de las compañías comparables, el valor promedio de EV/Ventas es de 2,6x (estimado 2016). Se utiliza una matriz para la valuación tomando un rango del múltiplo entre 1,5x y 3,5x. Sin embargo, del mismo modo que lo hecho anteriormente, a los valores obtenidos debe aplicarse un descuento del 25%.

En este caso, los resultados obtenidos se desprenden del siguiente cuadro:

| Ventas (en AR\$ millones) | 1,5x | 2x | 2,5x | 3x | 3,5x |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 20000 | 25593 | 35593 | 45593 | 55593 | 65593 |
| 25000 | 33093 | 45593 | 58093 | 70593 | 83093 |
| 30000 | 40593 | 55593 | 70593 | 85593 | 100593 |
| 35000 | 48093 | 65593 | 83093 | 100593 | 118093 |
| 40000 | 55593 | 75593 | 95593 | 115593 | 135593 |

VI. Riesgos

La Compañía se encuentra expuesta a los siguientes riesgos: (i) riesgo de mercado; (ii) riesgo de tasa de interés; (iii) riesgo de crédito; y (iv) riesgo de liquidez.

Arcor se encuentra expuesta al riesgo de mercado argentino debido a que concentra la mayoría de sus operaciones en el país (75,3%) y, en consecuencia, la mayor parte de sus ingresos están denominados en pesos. Se encuentra expuesta al riesgo de la fluctuación del tipo de cambio. Es decir, cuenta con una significativa exposición a los bancos y las contrapartes locales, lo cual se contrapone con sus fortalezas crediticias (lo que le genera contar con una calificación de “grado de inversión”, triple AAA, por el agente de calificación de riesgo, Moody’s Latin America Agente de Calificación de Riesgo). La inestabilidad económica de Argentina en las últimas décadas (aumento de la inflación, creciente volatilidad en tipo de cambio de la moneda oficial con respecto a las monedas de otros países, fluctuaciones en las tasas de interés, los controles de cambio impuestos por el gobierno nacional) afecta al negocio, operaciones, resultados y situación de Arcor; así como también lo hacen las condiciones regulatorias y políticas que atraviesa el país e impactan directamente en la economía argentina y de la Compañía. Una parte significativa del endeudamiento financiero está expresado en dólares estadounidenses. Para reducir su exposición cambiaria originada en estas operaciones, Arcor suele utilizar contratos derivados de tipo de cambio (forwards o futuros de moneda).

Arcor puede reducir la exposición al riesgo local por su concentración en un único mercado mediante la diversificación geográfica a través del crecimiento en otros mercados, como Chile o en distintos países de Europa.

A fin de mitigar los riesgos financieros a los que se haya expuesta, dentro de las políticas globales de la Compañía, se encuentra la gestión del riesgo financiero (tales como los riesgos de tipo de cambio, de tasa de interés, de liquidez y de capital), la cual está controlada por el Área de Finanzas y Tesorería, las cuales identifican, evalúan y cubren los mismos.

Con relación al riesgo de tasa de interés, éste surge de su endeudamiento financiero. La principal exposición se encuentra relacionada con préstamos a tasa variable en base a Libor y Badlar. Como se mencionó en el presente, Arcor está integrada verticalmente en sus insumos estratégicos para satisfacer sus propias necesidades. Por lo tanto, está expuesta a la volatilidad en los precios de ciertas materias primas básicas necesarias para la producción de alcohol y de azúcar que están destinados al consumo propio, encontrándose en una posición de dependencia con los precios de productos que adquiere de terceros y que no puede controlar como el maíz, el trigo, el azúcar, el cacao y el papel.

En menor medida, la Compañía se encuentra expuesta a los riesgos económicos y políticos en los países en los que opera y tiene activos. En países como Brasil, que atraviesa una situación de inestabilidad política, la devaluación del real puede influir en el desarrollo de los negocios de Arcor en ese país.

La economía chilena se encontraba en crecimiento, lo cual generaba un efecto positivo en los negocios de la Compañía. El Banco Central de Chile informó que la economía chilena creció a una tasa de 6,00% en 2011, 5,40% en 2012, 4,2% en 2013. Sin embargo, se ha desacelerado en 2014 y 2015 a 1,90% y 2,10%, respectivamente.

También se encuentra afectada por la fluctuación del precio de los *commodities*. Al igual que otros *commodities* agrícolas, las materias primas utilizadas en la producción por la Compañía están sujetas a fluctuaciones de precios, los cuales se encuentran afectados por varios factores como el clima, las políticas locales e internacionales del comercio, etc. Un aumento significativo de los precios de dichas materias primas podría provocar un efecto adverso en los negocios, los resultados y la situación financiera de Arcor. En tal sentido, la Compañía puede encontrar afectada la capacidad de trasladar los aumentos de los costos de producción en los precios de cada uno de sus productos, en el caso que el gobierno continúe con la búsqueda de limitar los aumentos de precios de productos minoristas, mediante acuerdos con productores.

Asimismo, en la actualidad, alrededor del mundo comenzó el cambio de paradigma con relación al consumo saludable y a la reducción considerable del azúcar en la dieta, sobre todo en niños. Por lo tanto, Arcor se encuentra expuesta a la reducción del consumo de sus productos, dado que los segmentos de negocio de golosinas y chocolates, y galletas, representan la mayor parte de sus ventas. En un intento de mitigar este riesgo, la Compañía se encuentra volcando su producción al segmento de negocio de alimentos, especialmente con el lanzamiento de “Arcor Natural Break”. En 2015, el Directorio constituyó un “Comité de Compras”, cuya principal función es gestionar y mitigar los riesgos vinculados a la cadena de abastecimiento.

Los ingresos de la Compañía dependen de las preferencias de los consumidores, los cuales, más allá de las actividades de marketing y publicidad que puede realizar, no puede controlar la preferencia de los consumidores en la elección de sus productos. Aunque la Compañía busca mitigar este riesgo mediante la realización de estudios de mercado e investigación en los países en los que opera buscando captar nuevos consumidores y fidelizar los clientes.

VII. Anexos - Escenario Base

| ARCOR S.A.I.C. | Projections | | | | | | | | |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Estado de Resultados | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| (ARS millones) | | | | | | | | | |
| Ventas de bienes y servicios | 17.260,9 | 24.059,8 | 27.553,5 | 31.060,2 | 36.944,0 | 41.857,5 | 48.129,5 | 55.467,3 | 60.885,6 |
| Ventas de Consumo | - | 19.455,1 | 22.193,5 | 23.969,0 | 28.283,4 | 32.045,1 | 37.012,1 | 42.748,9 | 47.130,7 |
| Ventas Industriales | - | 4.604,6 | 5.360,0 | 7.091,3 | 8.660,6 | 9.812,4 | 11.117,5 | 12.718,4 | 13.754,9 |
| CMV | -11.445,0 | -15.851,3 | -17.870,6 | -19.878,6 | -23.274,7 | -25.951,7 | -29.359,0 | -33.280,4 | -36.531,4 |
| Ganancia por Ventas | 5.815,9 | 8.208,5 | 9.682,9 | 11.181,7 | 13.669,3 | 15.905,9 | 18.770,5 | 22.186,9 | 24.354,3 |
| | 23% | 39% | 13% | | | | | | |
| Resultados generados por activos biológicos | -22,2 | 63,9 | 6,2 | - | - | - | - | - | - |
| GANANCIA BRUTA | 5.793,8 | 8.272,4 | 9.689,1 | 11.181,7 | 13.669,3 | 15.905,9 | 18.770,5 | 22.186,9 | 24.354,3 |
| <i>Margen bruto</i> | 33,6% | 34,4% | 35,2% | 36,0% | 37,0% | 38,0% | 39,0% | 40,0% | 40,0% |
| Gastos de comercialización | -3.615,6 | -4.891,3 | -5.497,8 | -6.256,0 | -7.406,3 | -8.411,0 | -9.660,0 | -11.139,3 | -12.223,8 |
| Gastos de administración | -801,3 | -1.109,2 | -1.250,9 | -1.421,0 | -1.683,7 | -1.911,4 | -2.195,6 | -2.531,6 | -2.778,2 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 291,0 | 422,5 | 497,5 | 553,5 | 672,1 | 808,9 | 965,9 | 1.145,6 | 1.353,1 |
| EBITDA | 1.667,9 | 2.694,3 | 3.444,1 | 4.058,2 | 5.251,4 | 6.392,4 | 7.880,8 | 9.661,7 | 10.705,3 |
| <i>Margen de EBITDA</i> | 9,7% | 11,2% | 12,5% | 13,1% | 14,2% | 15,3% | 16,4% | 17,4% | 17,6% |
| Otros ingresos / (egresos) – neto | -163,8 | -188,1 | -272,2 | -230,1 | -251,1 | -240,6 | -245,9 | -243,3 | -244,6 |
| EBIT | 1.213,1 | 2.083,7 | 2.668,3 | 3.274,5 | 4.328,1 | 5.342,9 | 6.669,0 | 8.272,8 | 9.107,6 |
| <i>Margen EBIT</i> | 7,0% | 8,7% | 9,7% | 10,5% | 11,7% | 12,8% | 13,9% | 14,9% | 15,0% |
| Resultados excepcionales | 136,6 | 120,2 | 6,8 | | - | - | - | - | - |
| RESULTADOS FINANCIEROS, NETOS | -744,3 | -1.149,1 | -1.190,0 | -758,8 | 213,4 | 647,9 | 1.490,0 | 2.580,7 | 4.267,7 |
| Ingresos financieros | 213,8 | 372,5 | 579,2 | 581,5 | 1.677,2 | 2.334,9 | 3.316,2 | 4.553,1 | 6.336,2 |
| Gastos financieros | -499,4 | -973,3 | -1.123,0 | -1.462,5 | -1.631,4 | -1.790,5 | -1.895,2 | -2.028,4 | -2.133,8 |
| Diferencia de cambio, neta | -458,7 | -548,3 | -646,2 | 122,2 | 167,6 | 103,5 | 69,0 | 56,0 | 65,3 |
| Resultado de inversiones en asociadas | -0,0 | -0,0 | 2,5 | - | - | - | - | - | - |
| EBT | 605,5 | 1.054,8 | 1.487,5 | 2.515,7 | 4.541,5 | 5.990,7 | 8.159,0 | 10.853,5 | 13.375,3 |
| Impuesto a las ganancias | -290,9 | -530,7 | -686,4 | -658,2 | -1.188,2 | -1.567,3 | -2.134,6 | -2.839,5 | -3.499,3 |
| GANANCIA NETA | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.857,5 | 3.353,3 | 4.423,4 | 6.024,4 | 8.013,9 | 9.876,0 |
| <i>Margen neto</i> | 1,8% | 2,2% | 2,9% | 6,0% | 9,1% | 10,6% | 12,5% | 14,4% | 16,2% |

| ARCOR S.A.I.C. | Projections | | | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------|
| | Balance | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| <i>(ARS millones)</i> | | | | | | | | | | |
| Propiedad, planta y equipos | 2.938,1 | 4.259,9 | 4.946,2 | 6.169,7 | 7.400,2 | 8.921,7 | 10.598,1 | 12.572,1 | 14.715,8 | |
| Propiedades de inversión | 34,7 | 39,7 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | |
| Activos intangibles | 384,1 | 411,0 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | |
| Inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Activos biológicos | 44,3 | 68,1 | 60,7 | 64,4 | 62,6 | 63,5 | 63,0 | 63,3 | 63,1 | |
| Activos por impuesto diferido | 228,1 | 275,8 | 375,5 | 300,7 | 483,4 | 536,4 | 623,3 | 714,6 | 786,5 | |
| Otras inversiones | 5,3 | 4,6 | 96,5 | - | - | - | - | - | - | |
| Otros créditos | 500,3 | 402,5 | 964,4 | 803,4 | 1.124,3 | 1.178,2 | 1.409,7 | 1.593,0 | 1.766,0 | |
| Créditos por ventas | 0,0 | 2,8 | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | |
| TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE | 4.135,0 | 5.464,6 | 6.907,4 | 7.802,7 | 9.535,0 | 11.164,2 | 13.158,4 | 15.407,2 | 17.795,7 | |
| Activos biológicos | 29,7 | 49,6 | 62,9 | 67,5 | 82,3 | 92,1 | 106,5 | 122,4 | 134,6 | |
| Existencias | 3.424,7 | 4.092,8 | 4.646,7 | 5.150,7 | 6.041,3 | 6.730,3 | 7.617,3 | 8.632,8 | 9.477,1 | |
| Otros créditos | 816,6 | 1.017,6 | 1.197,0 | 1.331,5 | 1.594,4 | 1.800,4 | 2.073,6 | 2.387,8 | 2.622,1 | |
| Créditos por ventas | 2.628,1 | 3.139,4 | 3.903,4 | 4.388,2 | 5.162,0 | 5.733,9 | 6.593,1 | 7.577,5 | 8.340,5 | |
| Otras inversiones | 1,7 | 4,9 | 0,0 | - | - | - | - | - | - | |
| Instrumentos financieros derivados | 0,5 | 11,3 | 349,3 | 471,6 | 639,4 | 742,9 | 812,0 | 868,0 | 933,3 | |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.193,3 | 9.017,4 | 12.485,6 | 17.412,6 | 23.848,9 | |
| TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE | 7.767,8 | 9.507,1 | 12.192,9 | 15.603,0 | 19.712,7 | 24.117,0 | 29.688,2 | 37.001,0 | 45.356,6 | |
| TOTAL DEL ACTIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 23.405,7 | 29.247,7 | 35.281,2 | 42.846,6 | 52.408,2 | 63.152,2 | |
| PATRIMONIO | | | | | | | | | | |
| Atribuibles a los accionistas | 2.882,9 | 3.189,8 | 3.696,7 | 4.449,5 | 5.808,6 | 7.601,3 | 10.042,9 | 13.290,9 | 17.293,5 | |
| Interés Minoritario | 1.011,7 | 1.291,2 | 1.846,6 | 2.222,6 | 2.901,5 | 3.797,0 | 5.016,7 | 6.639,1 | 8.638,4 | |
| TOTAL DEL PATRIMONIO | 3.894,6 | 4.481,0 | 5.543,3 | 6.672,1 | 8.710,1 | 11.398,3 | 15.059,6 | 19.929,9 | 25.931,9 | |
| Préstamos | 2.918,4 | 3.715,8 | 4.059,7 | 5.000,0 | 5.200,0 | 5.400,0 | 5.600,0 | 5.800,0 | 6.000,0 | |
| Pasivos por impuesto diferido | 39,3 | 53,8 | 8,9 | 39,8 | 29,6 | 43,6 | 44,3 | 54,4 | 57,9 | |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 79,2 | 131,8 | 194,0 | 194,5 | 245,7 | 270,2 | 315,4 | 360,8 | 397,6 | |
| Provisiones | 88,1 | 155,3 | 188,8 | 206,6 | 249,4 | 280,5 | 323,7 | 372,4 | 409,2 | |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 65,5 | 17,7 | 16,2 | 25,4 | 18,6 | 27,0 | 27,0 | 32,6 | 34,7 | |
| TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE | 3.190,5 | 4.074,5 | 4.467,6 | 5.466,3 | 5.743,4 | 6.021,3 | 6.310,5 | 6.620,3 | 6.899,3 | |
| Préstamos | 1.293,4 | 1.967,0 | 3.057,3 | 3.600,0 | 4.248,0 | 4.672,8 | 5.140,1 | 5.654,1 | 5.936,8 | |
| Instrumentos financieros derivados | 1,2 | 23,1 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | |
| Impuesto a las ganancias por pagar | 80,5 | 168,8 | 312,0 | 284,8 | 378,5 | 406,3 | 480,2 | 545,9 | 603,4 | |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 20,6 | 32,2 | 41,0 | 43,9 | 53,6 | 60,0 | 69,4 | 79,7 | 87,7 | |
| Provisiones | 60,1 | 68,7 | 86,2 | 92,9 | 113,1 | 126,7 | 146,5 | 168,3 | 185,0 | |
| Anticipos de clientes | 65,0 | 92,4 | 82,7 | 106,3 | 118,7 | 138,9 | 157,2 | 182,6 | 199,6 | |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 3.296,9 | 4.063,9 | 5.509,9 | 6.112,2 | 7.078,1 | 7.749,9 | 8.445,7 | 9.547,7 | 10.509,0 | |
| TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE | 4.817,6 | 6.416,2 | 9.089,5 | 10.240,6 | 11.990,5 | 13.155,3 | 14.439,8 | 16.179,1 | 17.522,3 | |
| TOTAL DEL PASIVO | 8.008,1 | 10.490,6 | 13.557,0 | 15.706,9 | 17.733,9 | 19.176,6 | 20.750,3 | 22.799,3 | 24.421,6 | |
| TOTAL DEL PATRIMONIO Y PASIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 23.405,7 | 29.247,7 | 35.281,2 | 42.846,6 | 52.408,2 | 63.152,2 | |

| ARCOR S.A.I.C. Cash Flow Statement | Projections | | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| <i>(ARS millones)</i> | | | | | | | | | |
| Ganancia neta del ejercicio | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.857,5 | 3.353,3 | 4.423,4 | 6.024,4 | 8.013,9 | 9.876,0 |
| Impuesto a las ganancias | 290,9 | 530,7 | 686,4 | 658,2 | 1.188,2 | 1.567,3 | 2.134,6 | 2.839,5 | 3.499,3 |
| Depreciaciones | 276,6 | 399,3 | 475,2 | 529,7 | 648,8 | 785,3 | 942,5 | 1.122,1 | 1.329,6 |
| Amortizaciones | 14,4 | 23,2 | 22,3 | 23,8 | 23,3 | 23,6 | 23,4 | 23,5 | 23,5 |
| Constitución neta de provisiones | 116,8 | 210,2 | 109,4 | 24,6 | 62,9 | 44,7 | 63,0 | 70,5 | 53,5 |
| Resultados financieros, netos | 744,3 | 1.149,1 | 1.190,0 | 881,0 | -45,8 | -544,4 | -1.421,0 | -2.524,7 | -4.202,4 |
| Resultado de inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | -2,5 | - | - | - | - | - | - |
| Resultados por cambios en el valor razonable de activos biológicos | 31,1 | -64,0 | -8,3 | - | - | - | - | - | - |
| Resultados por venta de PP&E y propiedades de inversión | -18,7 | -63,7 | -17,1 | - | - | - | - | - | - |
| Bajas de existencias y propiedad, planta y equipos por siniestros | 66,8 | - | 198,3 | - | - | - | - | - | - |
| Bajas de plantas productoras | - | 0,6 | 0,5 | - | - | - | - | - | - |
| FX Instrumentos financieros derivados | 12,5 | -22,7 | 222,5 | -122,2 | -167,6 | -103,5 | -69,0 | -56,0 | -65,3 |
| Pagos por adquisiciones de activos biológicos | -13,8 | -50,6 | -64,9 | - | - | - | - | - | - |
| Pagos de Imp a las gcias y a la gcia mínima presunta | -508,8 | -485,9 | -884,5 | -658,2 | -1.188,2 | -1.567,3 | -2.134,6 | -2.839,5 | -3.499,3 |
| Variación neta de activos y pasivos operativos | -311,4 | -307,1 | 331,6 | -157,5 | -1.327,8 | -811,4 | -1.508,4 | -1.340,2 | -1.012,5 |
| CFO | 1.015,2 | 1.843,2 | 3.060,0 | 3.037,0 | 2.547,2 | 3.817,8 | 4.054,9 | 5.309,2 | 6.002,4 |
| CapEx | -340,1 | -1.240,2 | -750,3 | -750,3 | -125,7 | -427,7 | -311,9 | -477,4 | -377,2 |
| Ventas de PP&E y propiedades de inversión | -0,2 | 91,9 | 13,9 | - | - | - | - | - | - |
| Aportes en sociedades | -4,8 | - | -0,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago a cuenta de futura suscripción de acciones | 2,1 | - | -486,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago por compra de acciones | -946,0 | - | -96,0 | - | - | - | - | - | - |
| Variación neta de créditos financieros | - | -4,4 | 0,4 | - | - | - | - | - | - |
| Cobros netos de inversiones a costo amortizado | 23,3 | -0,3 | 11,8 | - | - | - | - | - | - |
| CFI | -1.265,7 | -1.153,0 | -1.306,2 | -750,3 | -125,7 | -427,7 | -311,9 | -477,4 | -377,2 |
| Aumento de Deuda | - | 758,3 | 72,2 | 1.483,0 | 848,0 | 624,8 | 667,3 | 714,0 | 482,7 |
| Pagos de intereses | -378,5 | -828,7 | -882,7 | -881,0 | 45,8 | 544,4 | 1.421,0 | 2.524,7 | 4.202,4 |
| Aportes de capital del interés no controlante | 0,2 | 0,0 | - | - | - | - | - | - | - |
| Pago de deuda con ex accionistas de la controlante | -56,1 | -77,9 | -76,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago de dividendos | -220,4 | -307,7 | -314,3 | -728,6 | -1.315,4 | -1.735,1 | -2.363,2 | -3.143,6 | -3.874,0 |
| CFF | -976 | -461,603 | -1.209,235 | -126,7 | -421,6 | -566,0 | -274,9 | 95,2 | 811,1 |
| Caja a Inicio de Periodo | - | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.193,3 | 9.017,4 | 12.485,6 | 17.412,6 |
| Diferencia de cotización de efectivo | - | 96,3 | 297,5 | - | - | - | - | - | - |
| Caja a Fin de Periodo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.193,3 | 9.017,4 | 12.485,6 | 17.412,6 | 23.848,9 |
| Cambio Neto de Caja | -1.226,3 | 228,6 | 544,5 | 2.160,0 | 1.999,8 | 2.824,1 | 3.468,2 | 4.926,9 | 6.436,4 |

Escenario Optimista

| ARCOR S.A.I.C. | Projections | | | | | | | | |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| <i>(ARS millones)</i> | | | | | | | | | |
| Ventas de bienes y servicios | 17.260,9 | 24.059,8 | 27.553,5 | 31.060,2 | 34.685,5 | 40.019,0 | 46.177,3 | 53.411,2 | 58.838,4 |
| Ventas de Consumo | - | 19.455,1 | 22.193,5 | 23.969,0 | 26.020,7 | 30.197,0 | 35.043,7 | 40.668,2 | 45.050,2 |
| Ventas Industriales | - | 4.604,6 | 5.360,0 | 7.091,3 | 8.664,7 | 9.821,9 | 11.133,6 | 12.743,0 | 13.788,3 |
| CMV | -11.445,0 | -15.851,3 | -17.870,6 | -19.878,6 | -21.851,8 | -24.811,8 | -28.168,2 | -32.046,7 | -35.303,1 |
| Ganancia por Ventas | 5.815,9 | 8.208,5 | 9.682,9 | 11.181,7 | 12.833,6 | 15.207,2 | 18.009,2 | 21.364,5 | 23.535,4 |
| | 23% | 39% | 13% | | | | | | |
| Resultados generados por activos biológicos | -22,2 | 63,9 | 6,2 | - | - | - | - | - | - |
| GANANCIA BRUTA | 5.793,8 | 8.272,4 | 9.689,1 | 11.181,7 | 12.833,6 | 15.207,2 | 18.009,2 | 21.364,5 | 23.535,4 |
| <i>Margen bruto</i> | 33,6% | 34,4% | 35,2% | 36,0% | 37,0% | 38,0% | 39,0% | 40,0% | 40,0% |
| Gastos de comercialización | -3.615,6 | -4.891,3 | -5.497,8 | -6.256,0 | -6.953,5 | -8.041,6 | -9.268,2 | -10.726,4 | -11.812,8 |
| Gastos de administración | -801,3 | -1.109,2 | -1.250,9 | -1.421,0 | -1.580,8 | -1.827,4 | -2.106,6 | -2.437,8 | -2.684,8 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 291,0 | 422,5 | 497,5 | 553,5 | 672,1 | 800,9 | 950,9 | 1.123,4 | 1.323,2 |
| EBITDA | 1.667,9 | 2.694,3 | 3.444,1 | 4.058,2 | 4.971,4 | 6.139,2 | 7.585,3 | 9.323,8 | 10.360,9 |
| <i>Margen de EBITDA</i> | 9,7% | 11,2% | 12,5% | 13,1% | 14,3% | 15,3% | 16,4% | 17,5% | 17,6% |
| Otros ingresos / (egresos) – neto | -163,8 | -188,1 | -272,2 | -230,1 | -251,1 | -240,6 | -245,9 | -243,3 | -244,6 |
| EBIT | 1.213,1 | 2.083,7 | 2.668,3 | 3.274,5 | 4.048,2 | 5.097,6 | 6.388,5 | 7.957,1 | 8.793,2 |
| <i>Margen EBIT</i> | 7,0% | 8,7% | 9,7% | 10,5% | 11,7% | 12,7% | 13,8% | 14,9% | 14,9% |
| Resultados excepcionales | 136,6 | 120,2 | 6,8 | | - | - | - | - | - |
| RESULTADOS FINANCIEROS, NETOS | -744,3 | -1.149,1 | -1.190,0 | -758,8 | 213,4 | 766,3 | 1.558,6 | 2.625,2 | 4.271,2 |
| Ingresos financieros | 213,8 | 372,5 | 579,2 | 581,5 | 1.677,2 | 2.453,3 | 3.384,8 | 4.597,6 | 6.339,8 |
| Gastos financieros | -499,4 | -973,3 | -1.123,0 | -1.462,5 | -1.631,4 | -1.790,5 | -1.895,2 | -2.028,4 | -2.133,8 |
| Diferencia de cambio, neta | -458,7 | -548,3 | -646,2 | 122,2 | 167,6 | 103,5 | 69,0 | 56,0 | 65,3 |
| Resultado de inversiones en asociadas | -0,0 | -0,0 | 2,5 | - | - | - | - | - | - |
| EBT | 605,5 | 1.054,8 | 1.487,5 | 2.515,7 | 4.261,6 | 5.863,9 | 7.947,1 | 10.582,3 | 13.064,4 |
| Impuesto a las ganancias | -290,9 | -530,7 | -686,4 | -658,2 | -1.114,9 | -1.534,1 | -2.079,2 | -2.768,6 | -3.418,0 |
| GANANCIA NETA | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.857,5 | 3.146,6 | 4.329,8 | 5.867,9 | 7.813,7 | 9.646,4 |
| <i>Margen neto</i> | 1,8% | 2,2% | 2,9% | 6,0% | 9,1% | 10,8% | 12,7% | 14,6% | 16,4% |

| ARCOR S.A.I.C. Balance | Projections | | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| <i>(ARS millones)</i> | | | | | | | | | |
| Propiedad, planta y equipos | 2.938,1 | 4.259,9 | 4.946,2 | 6.169,7 | 7.325,0 | 8.779,7 | 10.388,0 | 12.288,9 | 14.360,5 |
| Propiedades de inversión | 34,7 | 39,7 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 |
| Activos intangibles | 384,1 | 411,0 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 |
| Inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Activos biológicos | 44,3 | 68,1 | 60,7 | 64,4 | 62,6 | 63,5 | 63,0 | 63,3 | 63,1 |
| Activos por impuesto diferido | 228,1 | 275,8 | 375,5 | 300,7 | 453,9 | 512,9 | 598,0 | 688,1 | 760,0 |
| Otras inversiones | 5,3 | 4,6 | 96,5 | - | - | - | - | - | - |
| Otros créditos | 500,3 | 402,5 | 964,4 | 803,4 | 1.055,6 | 1.126,5 | 1.352,6 | 1.534,0 | 1.706,6 |
| Créditos por ventas | 0,0 | 2,8 | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE | 4.135,0 | 5.464,6 | 6.907,4 | 7.802,7 | 9.361,5 | 10.946,9 | 12.865,9 | 15.038,5 | 17.354,5 |
| Activos biológicos | 29,7 | 49,6 | 62,9 | 67,5 | 77,3 | 88,0 | 102,2 | 117,9 | 130,0 |
| Existencias | 3.424,7 | 4.092,8 | 4.646,7 | 5.150,7 | 5.672,0 | 6.434,6 | 7.308,3 | 8.312,8 | 9.158,5 |
| Otros créditos | 816,6 | 1.017,6 | 1.197,0 | 1.331,5 | 1.496,9 | 1.721,3 | 1.989,5 | 2.299,3 | 2.533,9 |
| Créditos por ventas | 2.628,1 | 3.139,4 | 3.903,4 | 4.388,2 | 4.846,5 | 5.482,1 | 6.325,7 | 7.296,6 | 8.060,1 |
| Otras inversiones | 1,7 | 4,9 | 0,0 | - | - | - | - | - | - |
| Instrumentos financieros derivados | 0,5 | 11,3 | 349,3 | 471,6 | 639,4 | 742,9 | 812,0 | 868,0 | 933,3 |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.522,1 | 9.207,8 | 12.609,3 | 17.422,4 | 23.694,8 |
| TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE | 7.767,8 | 9.507,1 | 12.192,9 | 15.603,0 | 19.254,1 | 23.676,8 | 29.147,0 | 36.316,9 | 44.510,6 |
| TOTAL DEL ACTIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 23.405,7 | 28.615,5 | 34.623,6 | 42.012,9 | 51.355,4 | 61.865,2 |
| PATRIMONIO | | | | | | | | | |
| Atribuibles a los accionistas | 2.882,9 | 3.189,8 | 3.696,7 | 4.449,5 | 5.724,8 | 7.479,6 | 9.857,8 | 13.024,6 | 16.934,2 |
| Interés Minoritario | 1.011,7 | 1.291,2 | 1.846,6 | 2.222,6 | 2.859,7 | 3.736,2 | 4.924,2 | 6.506,0 | 8.458,9 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO | 3.894,6 | 4.481,0 | 5.543,3 | 6.672,1 | 8.584,5 | 11.215,8 | 14.782,0 | 19.530,6 | 25.393,1 |
| Préstamos | 2.918,4 | 3.715,8 | 4.059,7 | 5.000,0 | 5.200,0 | 5.400,0 | 5.600,0 | 5.800,0 | 6.000,0 |
| Pasivos por impuesto diferido | 39,3 | 53,8 | 8,9 | 39,8 | 27,8 | 41,6 | 42,5 | 52,4 | 55,9 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 79,2 | 131,8 | 194,0 | 194,5 | 230,7 | 258,4 | 302,6 | 347,4 | 384,2 |
| Provisiones | 88,1 | 155,3 | 188,8 | 206,6 | 234,2 | 268,2 | 310,6 | 358,6 | 395,4 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 65,5 | 17,7 | 16,2 | 25,4 | 17,5 | 25,8 | 25,9 | 31,4 | 33,6 |
| TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE | 3.190,5 | 4.074,5 | 4.467,6 | 5.466,3 | 5.710,2 | 5.994,0 | 6.281,7 | 6.589,8 | 6.869,1 |
| Préstamos | 1.293,4 | 1.967,0 | 3.057,3 | 3.600,0 | 4.248,0 | 4.672,8 | 5.140,1 | 5.654,1 | 5.936,8 |
| Instrumentos financieros derivados | 1,2 | 23,1 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| Impuesto a las ganancias por pagar | 80,5 | 168,8 | 312,0 | 284,8 | 355,4 | 388,5 | 460,7 | 525,7 | 583,1 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 20,6 | 32,2 | 41,0 | 43,9 | 50,3 | 57,3 | 66,6 | 76,8 | 84,7 |
| Provisiones | 60,1 | 68,7 | 86,2 | 92,9 | 106,1 | 121,1 | 140,5 | 162,1 | 178,8 |
| Anticipos de clientes | 65,0 | 92,4 | 82,7 | 106,3 | 111,4 | 132,8 | 150,8 | 175,8 | 192,9 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 3.296,9 | 4.063,9 | 5.509,9 | 6.112,2 | 6.645,4 | 7.409,5 | 8.103,2 | 9.193,7 | 10.155,7 |
| TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE | 4.817,6 | 6.416,2 | 9.089,5 | 10.240,6 | 11.517,2 | 12.782,7 | 14.062,6 | 15.788,9 | 17.132,8 |
| TOTAL DEL PASIVO | 8.008,1 | 10.490,6 | 13.557,0 | 15.706,9 | 17.227,4 | 18.776,7 | 20.344,3 | 22.378,8 | 24.001,9 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO Y PASIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 23.405,7 | 28.615,5 | 34.623,6 | 42.012,9 | 51.355,4 | 61.865,2 |

| ARCOR S.A.I.C. | | | | Projections | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash Flow Statement | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| (ARS millones) | | | | | | | | | |
| Ganancia neta del ejercicio | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.857,5 | 3.146,6 | 4.329,8 | 5.867,9 | 7.813,7 | 9.646,4 |
| Impuesto a las ganancias | 290,9 | 530,7 | 686,4 | 658,2 | 1.114,9 | 1.534,1 | 2.079,2 | 2.768,6 | 3.418,0 |
| Depreciaciones | 276,6 | 399,3 | 475,2 | 529,7 | 648,8 | 777,4 | 927,5 | 1.099,9 | 1.299,7 |
| Amortizaciones | 14,4 | 23,2 | 22,3 | 23,8 | 23,3 | 23,6 | 23,4 | 23,5 | 23,5 |
| Constitución neta de provisiones | 116,8 | 210,2 | 109,4 | 24,6 | 40,8 | 49,0 | 61,8 | 69,6 | 53,5 |
| Resultados financieros, netos | 744,3 | 1.149,1 | 1.190,0 | 881,0 | -45,8 | -662,8 | -1.489,6 | -2.569,3 | -4.205,9 |
| Resultado de inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | -2,5 | - | - | - | - | - | - |
| Resultados por cambios en el valor razonable de activos biológicos | 31,1 | -64,0 | -8,3 | - | - | - | - | - | - |
| Resultados por venta de PP&E y propiedades de inversión | -18,7 | -63,7 | -17,1 | - | - | - | - | - | - |
| Bajas de existencias y propiedad, planta y equipos por siniestros | 66,8 | - | 198,3 | - | - | - | - | - | - |
| Bajas de plantas productoras | - | 0,6 | 0,5 | - | - | - | - | - | - |
| FX Instrumentos financieros derivados | 12,5 | -22,7 | 222,5 | -122,2 | -167,6 | -103,5 | -69,0 | -56,0 | -65,3 |
| Pagos por adquisiciones de activos biológicos | -13,8 | -50,6 | -64,9 | - | - | - | - | - | - |
| Pagos de Imp a las gcias y a la gcia mínima presunta | -508,8 | -485,9 | -884,5 | -658,2 | -1.114,9 | -1.534,1 | -2.079,2 | -2.768,6 | -3.418,0 |
| Variación neta de activos y pasivos operativos | -311,4 | -307,1 | 331,6 | -157,5 | -926,5 | -888,7 | -1.472,0 | -1.321,6 | -1.013,6 |
| CFO | 1.015,2 | 1.843,2 | 3.060,0 | 3.037,0 | 2.719,6 | 3.524,6 | 3.850,1 | 5.059,9 | 5.738,2 |
| CapEx | -340,1 | -1.240,2 | -750,3 | -750,3 | -50,5 | -428,2 | -303,7 | -465,0 | -370,5 |
| Ventas de PP&E y propiedades de inversión | -0,2 | 91,9 | 13,9 | - | - | - | - | - | - |
| Aportes en sociedades | -4,8 | - | -0,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago a cuenta de futura suscripción de acciones | 2,1 | - | -486,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago por compra de acciones | -946,0 | - | -96,0 | - | - | - | - | - | - |
| Variación neta de créditos financieros | - | -4,4 | 0,4 | - | - | - | - | - | - |
| Cobros netos de inversiones a costo amortizado | 23,3 | -0,3 | 11,8 | - | - | - | - | - | - |
| CFI | -1.265,7 | -1.153,0 | -1.306,2 | -750,3 | -50,5 | -428,2 | -303,7 | -465,0 | -370,5 |
| Aumento de Deuda | - | 758,3 | 72,2 | 1.483,0 | 848,0 | 624,8 | 667,3 | 714,0 | 482,7 |
| Pagos de intereses | -378,5 | -828,7 | -882,7 | -881,0 | 45,8 | 662,8 | 1.489,6 | 2.569,3 | 4.205,9 |
| Aportes de capital del interés no controlante | 0,2 | 0,0 | - | - | - | - | - | - | - |
| Pago de deuda con ex accionistas de la controlante | -56,1 | -77,9 | -76,0 | - | - | - | - | - | - |
| Pago de dividendos | -220,4 | -307,7 | -314,3 | -728,6 | -1.234,3 | -1.698,4 | -2.301,8 | -3.065,0 | -3.783,9 |
| CFF | -975,8 | -461,603 | -1.209,235 | -126,7 | -340,5 | -410,8 | -144,9 | 218,2 | 904,7 |
| Caja a Inicio de Periodo | - | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.522,1 | 9.207,8 | 12.609,3 | 17.422,4 |
| Diferencia de cotización de efectivo | - | 96,3 | 297,5 | - | - | - | - | - | - |
| Caja a Fin de Periodo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 4.193,5 | 6.522,1 | 9.207,8 | 12.609,3 | 17.422,4 | 23.694,8 |
| Cambio Neto de Caja | -1.226,3 | 228,6 | 544,5 | 2.160,0 | 2.328,6 | 2.685,7 | 3.401,5 | 4.813,1 | 6.272,4 |

Escenario Pesimista

| ARCOR S.A.I.C. | | | | Projections | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Estado de Resultados | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| (ARS millones) | 23,8% | 39,4% | | | | | | | |
| Ventas de bienes y servicios | 17.260,9 | 24.059,8 | 27.553,5 | 31.060,2 | 36.944,0 | 40.924,2 | 45.340,4 | 50.363,6 | 53.282,4 |
| Ventas de Consumo | - | 19.455,1 | 22.193,5 | 23.969,0 | 28.283,4 | 31.111,7 | 34.222,9 | 37.645,2 | 39.527,5 |
| Ventas Industriales | - | 4.604,6 | 5.360,0 | 7.091,3 | 8.660,6 | 9.812,4 | 11.117,5 | 12.718,4 | 13.754,9 |
| CMV | -11.445,0 | -15.851,3 | -17.870,6 | -20.145,0 | -23.961,0 | -26.747,1 | -29.860,2 | -33.420,2 | -35.623,4 |
| Ganancia por Ventas | 5.815,9 | 8.208,5 | 9.682,9 | 10.915,3 | 12.982,9 | 14.177,0 | 15.480,2 | 16.943,4 | 17.659,0 |
| Resultados generados por activos biológicos | -22,2 | 63,9 | 6,2 | - | - | - | - | - | - |
| GANANCIA BRUTA | 5.793,8 | 8.272,4 | 9.689,1 | 10.915,3 | 12.982,9 | 14.177,0 | 15.480,2 | 16.943,4 | 17.659,0 |
| <i>Margen bruto</i> | 33,6% | 34,4% | 35,2% | 35,1% | 35,1% | 34,6% | 34,1% | 33,6% | 33,1% |
| Gastos de comercialización | -3.615,6 | -4.891,3 | -5.497,8 | -6.256,0 | -7.406,3 | -8.223,5 | -9.100,2 | -10.114,3 | -10.697,4 |
| Gastos de administración | -801,3 | -1.109,2 | -1.250,9 | -1.469,8 | -1.602,1 | -1.682,2 | -1.766,3 | -1.854,6 | -1.901,0 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 291,0 | 422,5 | 497,5 | 553,5 | 632,4 | 745,0 | 859,3 | 992,0 | 1.135,9 |
| EBITDA | 1.667,9 | 2.694,3 | 3.444,1 | 3.743,0 | 4.606,9 | 5.016,4 | 5.473,0 | 5.966,5 | 6.196,5 |
| <i>Margen de EBITDA</i> | 9,7% | 11,2% | 12,5% | 12,1% | 12,5% | 12,3% | 12,1% | 11,8% | 11,6% |
| Otros ingresos / (egresos) – neto | -163,8 | -188,1 | -272,2 | -230,1 | -251,1 | -240,6 | -245,9 | -243,3 | -244,6 |
| EBIT | 1.213,1 | 2.083,7 | 2.668,3 | 2.959,3 | 3.723,4 | 4.030,7 | 4.367,8 | 4.731,2 | 4.816,0 |
| <i>Margen EBIT</i> | 7,0% | 8,7% | 9,7% | 9,5% | 10,1% | 9,8% | 9,6% | 9,4% | 9,0% |
| Resultados excepcionales | 136,6 | 120,2 | 6,8 | - | - | - | - | - | - |
| RESULTADOS FINANCIEROS, NETOS | -744,3 | -1.149,1 | -1.190,0 | -758,8 | 14,5 | -49,4 | 211,6 | 489,8 | 898,9 |
| Ingresos financieros | 213,8 | 372,5 | 579,2 | 581,5 | 1.478,3 | 1.637,7 | 2.037,8 | 2.462,2 | 2.967,5 |
| Gastos financieros | -499,4 | -973,3 | -1.123,0 | -1.462,5 | -1.631,4 | -1.790,5 | -1.895,2 | -2.028,4 | -2.133,8 |
| Diferencia de cambio, neta | -458,7 | -548,3 | -646,2 | 122,2 | 167,6 | 103,5 | 69,0 | 56,0 | 65,3 |
| Resultado de inversiones en asociadas | -0,0 | -0,0 | 2,5 | - | - | - | - | - | - |
| EBT | 605,5 | 1.054,8 | 1.487,5 | 2.200,5 | 3.737,9 | 3.981,4 | 4.579,4 | 5.221,0 | 5.714,9 |
| Impuesto a las ganancias | -290,9 | -530,7 | -686,4 | -575,7 | -977,9 | -1.041,6 | -1.198,1 | -1.365,9 | -1.495,2 |
| GANANCIA NETA | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.624,8 | 2.760,0 | 2.939,7 | 3.381,3 | 3.855,0 | 4.219,8 |
| <i>Margen neto</i> | 1,8% | 2,2% | 2,9% | 5,2% | 7,5% | 7,2% | 7,5% | 7,7% | 7,9% |

| ARCOR S.A.I.C. Balance | Projections | | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
| (ARS millones) | | | | | | | | | |
| Propiedad, planta y equipos | 2.938,1 | 4.259,9 | 4.946,2 | 5.792,0 | 6.798,0 | 7.912,3 | 9.146,9 | 10.518,3 | 11.969,1 |
| Propiedades de inversión | 34,7 | 39,7 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 | 36,3 |
| Activos intangibles | 384,1 | 411,0 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 | 427,6 |
| Inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Activos biológicos | 44,3 | 68,1 | 60,7 | 64,4 | 62,6 | 63,5 | 63,0 | 63,3 | 63,1 |
| Activos por impuesto diferido | 228,1 | 275,8 | 375,5 | 300,7 | 483,4 | 524,5 | 587,2 | 648,9 | 688,3 |
| Otras inversiones | 5,3 | 4,6 | 96,5 | - | - | - | - | - | - |
| Otros créditos | 500,3 | 402,5 | 964,4 | 803,4 | 1.124,3 | 1.152,0 | 1.328,1 | 1.446,4 | 1.545,5 |
| Créditos por ventas | 0,0 | 2,8 | 0,2 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE | 4.135,0 | 5.464,6 | 6.907,4 | 7.425,1 | 8.932,8 | 10.116,7 | 11.589,7 | 13.141,3 | 14.730,5 |
| Activos biológicos | 29,7 | 49,6 | 62,9 | 67,5 | 82,3 | 90,0 | 100,4 | 111,1 | 117,8 |
| Existencias | 3.424,7 | 4.092,8 | 4.646,7 | 5.219,8 | 6.219,5 | 6.936,6 | 7.747,3 | 8.669,0 | 9.241,6 |
| Otros créditos | 816,6 | 1.017,6 | 1.197,0 | 1.331,5 | 1.594,4 | 1.760,2 | 1.953,5 | 2.168,1 | 2.294,7 |
| Créditos por ventas | 2.628,1 | 3.139,4 | 3.903,4 | 4.812,5 | 6.245,9 | 7.479,5 | 8.907,7 | 10.555,5 | 11.927,8 |
| Otras inversiones | 1,7 | 4,9 | 0,0 | - | - | - | - | - | - |
| Instrumentos financieros derivados | 0,5 | 11,3 | 349,3 | 471,6 | 639,4 | 742,9 | 812,0 | 868,0 | 933,3 |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 3.640,9 | 4.258,0 | 5.467,1 | 6.680,4 | 8.058,4 | 9.927,5 |
| TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE | 7.767,8 | 9.507,1 | 12.192,9 | 15.543,8 | 19.039,4 | 22.476,3 | 26.201,2 | 30.430,2 | 34.442,6 |
| TOTAL DEL ACTIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 22.968,9 | 27.972,2 | 32.593,0 | 37.790,9 | 43.571,5 | 49.173,1 |
| PATRIMONIO | | | | | | | | | |
| Atribuibles a los accionistas | 2.882,9 | 3.189,8 | 3.696,7 | 4.355,2 | 5.473,8 | 6.665,2 | 8.035,6 | 9.598,0 | 11.308,2 |
| Interés Minoritario | 1.011,7 | 1.291,2 | 1.846,6 | 2.175,5 | 2.734,3 | 3.329,4 | 4.013,9 | 4.794,4 | 5.648,7 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO | 3.894,6 | 4.481,0 | 5.543,3 | 6.530,7 | 8.208,0 | 9.994,6 | 12.049,6 | 14.392,4 | 16.956,9 |
| Préstamos | 2.918,4 | 3.715,8 | 4.059,7 | 5.000,0 | 5.200,0 | 5.400,0 | 5.600,0 | 5.800,0 | 6.000,0 |
| Pasivos por impuesto diferido | 39,3 | 53,8 | 8,9 | 39,8 | 29,6 | 42,6 | 41,8 | 49,4 | 50,7 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 79,2 | 131,8 | 194,0 | 194,5 | 245,7 | 264,2 | 297,2 | 327,6 | 347,9 |
| Provisiones | 88,1 | 155,3 | 188,8 | 206,6 | 249,4 | 274,2 | 305,0 | 338,1 | 358,1 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 65,5 | 17,7 | 16,2 | 25,8 | 19,2 | 27,8 | 27,5 | 32,8 | 33,9 |
| TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE | 3.190,5 | 4.074,5 | 4.467,6 | 5.466,6 | 5.743,9 | 6.008,9 | 6.271,4 | 6.547,9 | 6.790,5 |
| Préstamos | 1.293,4 | 1.967,0 | 3.057,3 | 3.600,0 | 4.248,0 | 4.672,8 | 5.140,1 | 5.654,1 | 5.936,8 |
| Instrumentos financieros derivados | 1,2 | 23,1 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| Impuesto a las ganancias por pagar | 80,5 | 168,8 | 312,0 | 284,8 | 378,5 | 397,3 | 452,4 | 495,7 | 528,0 |
| Obligaciones por beneficios de retiro del personal | 20,6 | 32,2 | 41,0 | 43,9 | 53,6 | 58,6 | 65,4 | 72,4 | 76,7 |
| Provisiones | 60,1 | 68,7 | 86,2 | 92,9 | 113,1 | 123,8 | 138,0 | 152,8 | 161,9 |
| Anticipos de clientes | 65,0 | 92,4 | 82,7 | 106,3 | 118,7 | 135,8 | 148,0 | 165,8 | 174,7 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras deudas | 3.296,9 | 4.063,9 | 5.509,9 | 6.194,1 | 7.059,4 | 7.513,9 | 7.979,4 | 8.449,7 | 8.543,5 |
| TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE | 4.817,6 | 6.416,2 | 9.089,5 | 10.322,5 | 11.971,9 | 12.902,9 | 13.923,9 | 14.991,3 | 15.422,4 |
| TOTAL DEL PASIVO | 8.008,1 | 10.490,6 | 13.557,0 | 15.789,1 | 17.715,9 | 18.911,8 | 20.195,3 | 21.539,2 | 22.212,9 |
| TOTAL DEL PATRIMONIO Y PASIVO | 11.902,8 | 14.971,6 | 19.100,3 | 22.968,9 | 27.972,2 | 32.593,0 | 37.790,9 | 43.571,5 | 49.173,1 |

| ARCOR S.A.I.C. Cash Flow Statement | Projections | | | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 | |
| <i>(ARS millones)</i> | | | | | | | | | | |
| Ganancia neta del ejercicio | 314,5 | 524,1 | 801,2 | 1.624,8 | 2.760,0 | 2.939,7 | 3.381,3 | 3.855,0 | 4.219,8 | |
| Impuesto a las ganancias | 290,9 | 530,7 | 686,4 | 575,7 | 977,9 | 1.041,6 | 1.198,1 | 1.365,9 | 1.495,2 | |
| Depreciaciones | 276,6 | 399,3 | 475,2 | 529,7 | 609,1 | 721,4 | 835,9 | 968,5 | 1.112,4 | |
| Amortizaciones | 14,4 | 23,2 | 22,3 | 23,8 | 23,3 | 23,6 | 23,4 | 23,5 | 23,5 | |
| Constitución neta de provisiones | 116,8 | 210,2 | 109,4 | 24,6 | 62,9 | 35,6 | 44,9 | 48,0 | 29,0 | |
| Resultados financieros, netos | 744,3 | 1.149,1 | 1.190,0 | 881,0 | 153,1 | 152,9 | -142,6 | -433,8 | -833,6 | |
| Resultado de inversiones en asociadas | 0,0 | 0,0 | -2,5 | - | - | - | - | - | - | |
| Resultados por cambios en el valor razonable de activos biológicos | 31,1 | -64,0 | -8,3 | - | - | - | - | - | - | |
| Resultados por venta de PP&E y propiedades de inversión | -18,7 | -63,7 | -17,1 | - | - | - | - | - | - | |
| Bajas de existencias y propiedad, planta y equipos por siniestros | 66,8 | - | 198,3 | - | - | - | - | - | - | |
| Bajas de plantas productoras | - | 0,6 | 0,5 | - | - | - | - | - | - | |
| FX Instrumentos financieros derivados | 12,5 | -22,7 | 222,5 | -122,2 | -167,6 | -103,5 | -69,0 | -56,0 | -65,3 | |
| Pagos por adquisiciones de activos biológicos | -13,8 | -50,6 | -64,9 | - | - | - | - | - | - | |
| Pagos de Imp a las gcias y a la gcia mínima presunta | -508,8 | -485,9 | -884,5 | -575,7 | -977,9 | -1.041,6 | -1.198,1 | -1.365,9 | -1.495,2 | |
| Variación neta de activos y pasivos operativos | -311,4 | -307,1 | 331,6 | -568,7 | -2.196,9 | -1.658,4 | -2.109,5 | -2.393,4 | -2.054,4 | |
| CFO | 1.015,2 | 1.843,2 | 3.060,0 | 2.393,1 | 1.243,9 | 2.111,3 | 1.964,4 | 2.011,9 | 2.431,4 | |
| CapEx | -340,1 | -1.240,2 | -750,3 | -750,3 | -239,0 | -221,0 | -234,6 | -269,5 | -223,4 | |
| Ventas de PP&E y propiedades de inversión | -0,2 | 91,9 | 13,9 | - | - | - | - | - | - | |
| Aportes en sociedades | -4,8 | - | -0,0 | - | - | - | - | - | - | |
| Pago a cuenta de futura suscripción de acciones | 2,1 | - | -486,0 | - | - | - | - | - | - | |
| Pago por compra de acciones | -946,0 | - | -96,0 | - | - | - | - | - | - | |
| Variación neta de créditos financieros | - | -4,4 | 0,4 | - | - | - | - | - | - | |
| Cobros netos de inversiones a costo amortizado | 23,3 | -0,3 | 11,8 | - | - | - | - | - | - | |
| CFI | -1.265,7 | -1.153,0 | -1.306,2 | -750,3 | -239,0 | -221,0 | -234,6 | -269,5 | -223,4 | |
| Aumento de Deuda | - | 758,3 | 72,2 | 1.483,0 | 848,0 | 624,8 | 667,3 | 714,0 | 482,7 | |
| Pagos de intereses | -378,5 | -828,7 | -882,7 | -881,0 | -153,1 | -152,9 | 142,6 | 433,8 | 833,6 | |
| Aportes de capital del interés no controlante | 0,2 | 0,0 | - | - | - | - | - | - | - | |
| Pago de deuda con ex accionistas de la controlante | -56,1 | -77,9 | -76,0 | - | - | - | - | - | - | |
| Pago de dividendos | -220,4 | -307,7 | -314,3 | -637,3 | -1.082,6 | -1.153,2 | -1.326,4 | -1.512,2 | -1.655,3 | |
| CFF | -975,8 | -461,603 | -1.209,235 | -35,4 | -387,8 | -681,2 | -516,5 | -364,4 | -338,9 | |
| Caja a Inicio de Periodo | - | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 3.640,9 | 4.258,0 | 5.467,1 | 6.680,4 | 8.058,4 | |
| Diferencia de cotización de efectivo | - | 96,3 | 297,5 | - | - | - | - | - | - | |
| Caja a Fin de Periodo | 866,6 | 1.191,5 | 2.033,5 | 3.640,9 | 4.258,0 | 5.467,1 | 6.680,4 | 8.058,4 | 9.927,5 | |
| Cambio Neto de Caja | -1.226,3 | 228,6 | 544,5 | 1.607,4 | 617,1 | 1.209,1 | 1.213,3 | 1.378,0 | 1.869,1 | |

VIII. Bibliografía

1. Página web de Arcor, www.arcor.com.ar.
2. Estados contables de Arcor S.A.I.C. presentado en la “Autopista de Información Financiera” de la Comisión Nacional de Valores.
3. Kosacoff, Bernardo, Forteza, Jorge, Barbero, María Inés, Porta, Fernando Porta, Stengel, Alejandro E, “Globalizar desde Latinoamérica. El Caso Arcor”, Tercera Edición, Ed. Mc Graw Hill Education.
4. Coller, Tim, Goedhart, Marc and Wessels, David, 2010, “Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies”, Fifth edition, John Wiley & Sons, Inc.
5. Damodaran, Aswath, 2007, “Damodaran On Valuation”, Wiley Finance.
6. Stowe, John D. CFA, Robinson, Thomas R., CFA, Pinto, Jerald E., CFA, McLeavey, Dennis W., CFA, 2007, “Equity Asset Valuation”, John Wiley & Sons, Inc.
7. Brealey, Richard A., Myers, Steward C., Allen, Franklin, 2011, “Principles of Corporate Finance”, Tenth edition, McGraw-Hill/Irwin.
8. Ross, Westerfield, Jaffe, 2003, “Corporate Finance”, McGraw-Hill/Irwin.
9. O'Brien, Thomas J., 2003, “A Simple and Flexible DCF Valuation Formula”, Journal of Applied Finance, Vol. 13, No. 2.
10. Koeplin, John, Sarin, Atulya and Shapiro, Alan C., 2000, “The private company discount”, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 12, Issue 4, pages 94–101, Winter 2000.
11. Pereiro, Luis E., 2006, “The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina”, Journal of Multinational Financial Management, Volume 16, Issue 2, April 2006, Pages 160–183.
12. Evans, Frank C. and Bishop, David M., 2001, “Valuation for M&A: Building Value in Private Companies”, John Wiley & Sons, Inc.
13. Rosenbaum, Joshua and Pearl, Joshua, 2013, “Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts and Mergers & Acquisitions”, John Wiley & Sons, Inc.
14. Informe de Producto N°4 agosto 2015 Área de Estudios Sectoriales – Dirección de Agroalimentos: Galletitas y Bizcochos, 4 de agosto de 2015.

IX. Apéndice de links de internet relevantes

<http://www.apertura.com/negocios/Pagani-presidente-de-Arcor-Los-anos-que-vienen-seran-de-ajuste-20150615-0002.html>

<http://www.mercado.com.ar/notas/negocios/8018451/arcor-exportador-n-1-de-golosinas-de-la-regin>

<http://www.euromonitor.com/confectionery-in-argentina/report>

<http://copal.org.ar/cadenas-de-valor/golosinas/>

<http://www.kantarworldpanel.com/ar/Noticias/Los-argentinos-grandes-consumidores-de-galletitas>

<http://fundaceic.org/2013/11/05/la-empresa-y-el-desarrollo-economico-el-caso-arcor/>

<http://www.mercado.com.ar/notas/informes/8019156/fotografa-del-mercado-de-golosinas-y-snacks>

http://www.clarin.com/economia/pais-consumen-millones-alfajores-ano_0_HkgqduPXg.html

http://www.arcor.com.ar/RepercusionesDetalle_ES.aspx?Nid=68&pgid=501&secid=1

<http://www.arcor.com.ar/uploads/repercusiones/Revista%20Actualidad%20en%20Supermercados%20%20Septiembre%202014%20%20Una%20historia%20juntos%2020P%C3%A1g.%2028%20a%2034.pdf>

http://www.arcor.com.ar/RepercusionesDetalle_ES.aspx?Nid=171&pgid=501&secid=1

<http://www.lanacion.com.ar/1764674-el-alfajor-es-un-lider-imbatible-en-el-mundo-de-las-golosinas-y-cada-vez-se-vende-mas>

<http://www.lanacion.com.ar/1885327-manuel-cabrales-el-heredero-del-cafe-que-apuesta-a-las-mermeladas>