

Arcor S.A.I.C

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	AAA(arg)
ON Clase 9 por hasta US\$ 300 MM*	AAA(arg)
*ON Clase 9 ampliable hasta US\$ 350 MM	
ON Adicionales Clase 9 por hasta US\$ 100 MM*	AAA(arg)
*ON Adicionales Clase 9 ampliable hasta US\$ 150 MM	
ON Clase 10 por hasta \$ 100 MM**	AAA(arg)
ON Clase 11 por hasta \$ 100 MM**	AAA(arg)
**ONs Clase 10 y 11 ampliables en forma conjunta hasta \$ 1.500 MM	

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Cifras consolidadas

	Sep-17	Dic-16
(\$ miles)	9 Meses	12 Meses
Total Activos	35.042.849	24.848.546
Total Deuda Financiera	14.979.540	9.504.256
Ingresos	35.432.145	37.812.176
EBITDA	3.795.795	3.835.531
EBITDA (%)	10,7	10,14
Deuda neta / EBITDA	2,44	1,90
EBITDA / intereses	3,41	3,70

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores](#)

Analista Principal

Ornella Remorino
 Analista
 +54 11 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Perfil de deuda presionado por crecimiento inorgánico: En el ejercicio en curso el nivel de endeudamiento exhibió un significativo incremento tras la adquisición de Zucamor y la compra de acciones de Mastellone Hermanos S.A. La deuda financiera a septiembre'17 ascendía a \$ 14.979 MM, detentado un ratio deuda/EBITDA de 3x. Hacia adelante, se prevé que Arcor mantenga una sólida rentabilidad y un fuerte perfil financiero.

Sólida posición competitiva: El portafolio de marcas y productos, la diversificación geográfica y la creciente escala de sus operaciones junto con una amplia red de distribución en el mercado local proveen una fuerte posición de mercado y un elevado grado de previsibilidad a su flujo de fondos a través del ciclo económico. La compañía ha demostrado una sólida flexibilidad operativa para manejar su posición de liquidez en función de los compromisos futuros y acceso al mercado internacional de crédito, manteniendo una estructura financiera conservadora.

Operaciones en el exterior: Las operaciones de Arcor en países de la región como Brasil y Chile representan aproximadamente el 30% de los ingresos consolidados totales. De todas formas, su contribución en términos de generación de fondos continúa siendo débil, principalmente explicado por la alta competencia y el bajo grado de integración vertical en el exterior. Sin embargo, la diversificación de ingresos y activos amplían la flexibilidad operativa y financiera en forma considerable que le otorgan ventajas competitivas importantes en relación a los comparables.

Riesgo de descalce de monedas limitado en el mediano plazo: A diciembre'16 el 76% de los préstamos de Arcor estaban denominados en moneda extranjera, mientras que el EBITDA se concentraba en Argentina, en Pesos. El riesgo de descalce de moneda se encuentra mitigado al no implicar un impacto inmediato en los flujos de fondos, dado que, luego de las emisiones de las ON Clase 9, el principal vencimiento de las obligaciones en moneda extranjera se concentra en 2023.

Sensibilidad de la calificación

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Arcor mantenga un nivel de apalancamiento, medido en términos de deuda neta/EBITDA, en torno a 2x, y coberturas de intereses con EBITDA de aproximadamente 3.0x. Una estrategia agresiva de financiamiento que resulte en un nivel de apalancamiento significativamente superior a nuestras expectativas, podría derivar en una revisión a la baja de las calificaciones. Asimismo, los bajos, y en ciertos casos, negativos, niveles de rentabilidad en el exterior podrían implicar un riesgo en el caso en que la situación se agrave y derivar en una acción de calificación negativa. No obstante, la fuerte generación interna de fondos en el mercado local, limita en parte el mencionado riesgo.

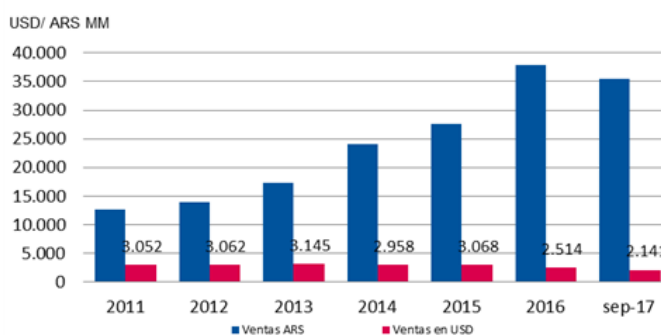
Liquidez y Estructura de capital

Liquidez y acceso a financiamiento: Arcor exhibe una buena posición de liquidez. En este sentido a septiembre'17 el monto de caja y equivalentes e inversiones financieras de corto plazo cubrían el 71% de la deuda corriente. Ante la emisión adicional de las ON Clase 9, la compañía logró un aumento de la liquidez de la empresa y una modificación en el perfil de vencimiento de la deuda financiera. Los fondos producto de dicha emisión fueron destinados principalmente a la integración de capital de trabajo y a la reestructuración de los pasivos financieros. Fix prevé que la compañía mantendrá una estructura de capital conservadora con ratios de apalancamiento retornando a valores en torno a 2x, y sólidas coberturas de intereses.

Perfil del negocio

Arcor es el principal productor de golosinas de Latinoamérica y uno de los mayores productores de galletitas de Sudamérica. La empresa también opera en el negocio de empaque donde exhibe un posicionamiento de liderazgo. A través de una estrategia de crecimiento orgánico y mediante alianzas estratégicas, la compañía ha logrado alcanzar un nivel de ventas de USD2.141 MM y EBITDA de USD 255 MM a septiembre'17 (9 meses). Fix considera que las últimas adquisiciones anunciadas podrían generar sinergias operativas importantes y contribuirían a mantener una sólida posición competitiva en el mercado local. En el mediano plazo, las transacciones permitirán a Arcor fortalecer su liderazgo en la industria de alimentos en el mercado local, y profundizar su diversificación de productos. Mastellone es la mayor empresa láctea en Argentina y posee una importante capacidad exportadora. Zucamor, por su parte, se presenta como una compañía líder en el mercado de envases.

Ventas Totales

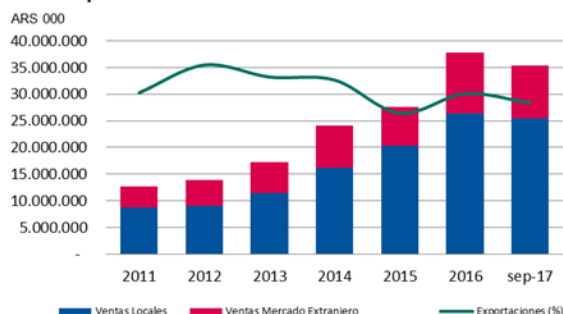


Elaboración: Información de la empresa

La suscripción de acciones de Mastellone Hermanos S.A. por parte de Arcor junto con su subsidiaria Bagley Argentina S.A. implicó inicialmente un desembolso de USD 60 MM por aproximadamente el 24,14% del capital social y votos. Posteriormente, estas compañías en forma conjunta efectuaron un aporte de capital adicional por USD 35 MM, obteniendo una participación total del 33,53%. En abril de 2017 Arcor y Bagley adquirieron en forma conjunta 31.818.189 acciones por un precio total de USD 13,7 MM. De esta manera, Arcor y Bagley detentan a la fecha un 38,39% del capital social de esta compañía, presentándose como accionista minoritario en conjunto con la Familia Mastellone y Dallpoint Investments LLC. Con fecha 14 de noviembre de 2017 Arcor informó que junto con Bagley adquirirán 12.110.844 acciones a un precio total de USD 5,2 MM alcanzando una participación de 40,24%, encontrándose aún a la espera de aprobaciones regulatorias.

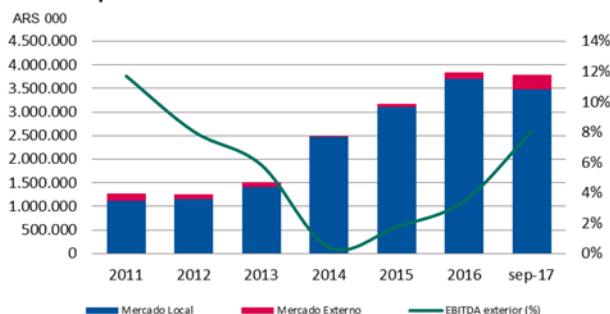
En cuanto a sus operaciones en el exterior, la proporción de los ingresos de Arcor fuera de Argentina (no incluye exportaciones desde Argentina hacia terceros) presentaba una tendencia negativa desde 2013 en adelante en parte explicada por un continuo y creciente atraso cambiario en el mercado local. En el último ejercicio, esta tendencia se revirtió y los ingresos provenientes de ventas de las sociedades del exterior incrementaron su participación. Las ventas en el exterior a septiembre'17 explicaron el 28% de las ventas consolidadas de la compañía, en línea con la participación histórica, aunque tan solo representaron el 8% del EBITDA. En este sentido cabe destacar, por un lado, la tendencia histórica de rentabilidad negativa en Brasil y, por otro lado, el incremento de márgenes en la región andina desde 2015. Asimismo, tanto Brasil como Chile presentan niveles de competencia superiores a los de Argentina.

Ventas por mercado



Elaboración: Información de la empresa

EBITDA por mercado



Elaboración: Información de la empresa

Arcor opera 47 plantas industriales ubicadas en Argentina (37), Brasil (5), Chile (3), México (1) y Perú (1) donde fabrica más de 1.500 productos. La empresa detenta en Argentina un elevado grado de integración vertical, destacándose la producción de envases, de fructosa, glucosa, azúcar, leche, sémola y alcohol de cereales. En este sentido la empresa posee 7 tambos, un ingenio azucarero, además de las empresas dedicadas a la fabricación de envases. Las actividades de la compañía en el mercado local se agrupan en las siguientes unidades de negocios: golosinas y chocolates (32% de las ventas locales en 2016), galletas (30%), alimentos (14%), envases (17%) y agronegocios (7%)

Unidades de Negocios

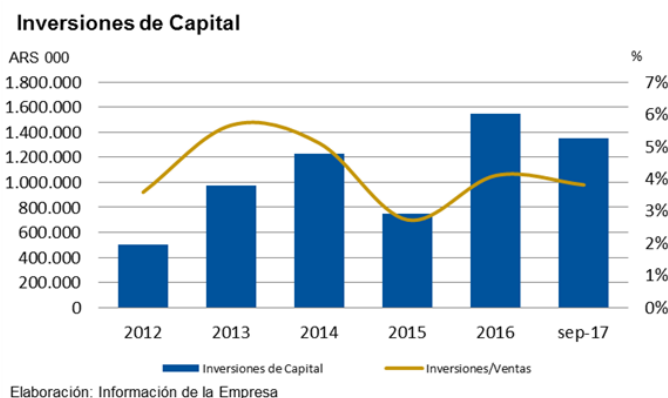
- **Golosinas y Chocolates:** Constituye la principal fuente de generación de fondos de la compañía, siendo Argentina y Brasil los principales mercados. Los productos comercializados incluyen una gran variedad de caramelos, chicles, chupetines, pastillas, bombones, productos estacionales y helados. Los principales competidores del segmento son Mondelez, Nestle, Felfort, Lheritier, Riclan (Brasil) y Costa (Chile).
- **Galletas:** Incluye la producción de galletitas saladas, pan dulce, obleas, barras de cereal, galletitas dulces y budines. Arcor aliado estratégicamente con el Grupo Danone, se posiciona como el principal productor regional de galletitas. Sus principales competidores son Mondelez, Nestle, Costa (Chile), MD Branco y Bauducco (Brasil). La generación de fondos de esta unidad continúa concentrada en Argentina y, en menor medida, en Chile.
- **Alimentos:** Esta unidad incluye enlatados y salsa, dulces, frutas y vegetales enlatados, pescados enlatados, mermeladas y jaleas, jugos y pre-mezclas. Los principales competidores en esta unidad de negocio son Unilever, y Molinos Rio de la Plata.
- **Empaques:** Arcor es el principal productor Argentino de cartón corrugado y produce además, PVC rígido, papel, tinta y cilindros e impresión de films. Las ventas se destinan principalmente a terceros, y se concentran en Argentina y en menor medida en Chile.

Estructura de Costos y CAPEX

La empresa cuenta con una estructura de costos donde se destaca el peso de las materias primas sobre el mismo. El precio de estas suelen fluctuar en base a los precios internacionales y el tipo de cambio, y presentan una volatilidad superior al del precio de ventas de los productos de la empresa. En consecuencia se observa que en periodos de retraso cambiario y precios internacionales deprimidos, los márgenes suelen aumentar, tal como ocurrió en 2014 y 2015. En tanto tras una fuerte devaluación se observa una caída del margen EBITDA, como ocurrió en 2016. A septiembre'17 se observa un leve aumento de la rentabilidad dada la reducción en la incidencia del costo. Los precios internacionales del cacao, principal materia prima, han exhibido una tendencia decreciente durante el ejercicio en curso y evidencian una menor volatilidad que la de años anteriores.

En el último ejercicio se observa una recuperación en el nivel de inversiones en términos relativos, y explica en parte la mayor presión en la generación de fondos de la empresa. En este sentido las inversiones de capital han aumentado del 2,7% de las ventas en 2015 a 4,1% para 2016. Para 2017 Fix prevé un nivel de inversiones de capital similar a 2016 (3,8% de las

ventas a septiembre'17). Asimismo, la empresa estima para 2018 inversiones por alrededor de USD 100 MM, enfocadas mayormente en la automatización de procesos y potenciar las sinergias de procesos con Zucamor



Riesgo del sector

Exposición a variaciones en los precios de commodities (cacao, el maíz y azúcar): Debido a que los precios de los productos de la empresa son más estables que el precio de sus principales materias primas, los márgenes de rentabilidad suelen variar, comprimiéndose en momentos donde los precios de los commodities son altos, y aumentando sensiblemente cuando estos se reducen. Asimismo, Arcor, en Argentina, se encuentra verticalmente integrado, lo que le asegura disponibilidad y calidad de ciertas materias primas, contribuyendo además a la optimización de su estructura de costos.

Riesgo de traslado de aumento de costos a precio: En el mercado local la empresa enfrenta el desafío de trasladar a precios los aumentos de costos, dado el actual entorno inflacionario y un contexto recesivo. Si bien como consecuencia de su liderazgo de mercado, y fuerte poder de negociación, Arcor ha logrado mantener sus márgenes de rentabilidad en los últimos años, en un entorno de demanda más débil, y mayor competencia desde el exterior, esta flexibilidad podría disminuir impactando negativamente los márgenes de la compañía.

El riesgo de ingreso de nuevos jugadores al mercado local es mitigado por las altas barreras de ingreso que implican la constitución de una elaborada cadena de distribución.

Posición competitiva

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

La estrategia de Arcor es consolidar y fortalecer su liderazgo regional, y aumentar la integración de sus operaciones a fin de alcanzar sinergias y flexibilidad operativa en sus subsidiarias. Debido a su actual fuerte posicionamiento en el mercado interno, estimamos que los planes de expansión internos de Arcor son limitados, y estimamos que, el destino de las inversiones en el mediano plazo se centrará en el exterior, particularmente países de la región. En opinión de FIX, la expansión regional sería positivo dado que contribuiría a la diversificación de los activos productivos y de los ingresos, y reduciría la exposición a los ciclos económicos de la Argentina.

Factores de riesgo

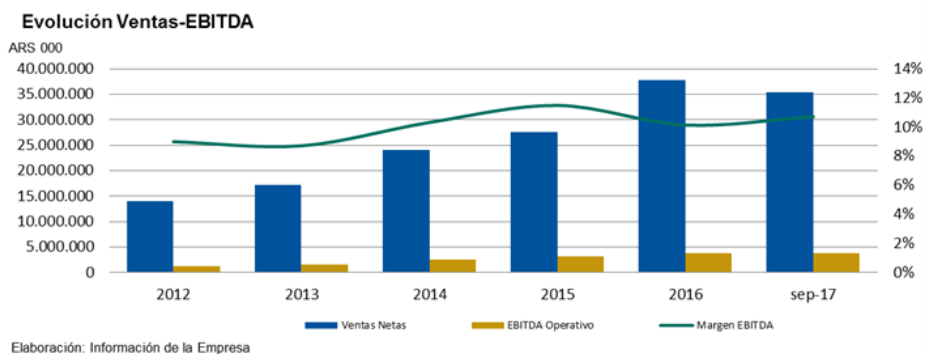
Riesgo de descalce de monedas limitado en el mediano plazo: A diciembre'16 el 76% de los préstamos de Arcor estaban denominados en moneda extranjera, mientras que el EBITDA se concentraba en Argentina, en Pesos. El riesgo de descalce de moneda se encuentra mitigado porque no implica un impacto inmediato en los flujos de fondos, ya que el principal vencimiento de las obligaciones en moneda extranjera se concentra en 2023.

Márgenes de rentabilidad negativos en el exterior: Los bajos, y en ciertos casos, negativos, niveles de rentabilidad en el exterior podrían implicar un riesgo en el caso en que la situación se agrave. No obstante, debido a la fuerte generación interna de fondos en el mercado local, el mencionado riesgo se encuentra limitado.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Al cierre del ejercicio 2016 Arcor reportó ventas por \$ 37.812 MM y EBITDA por \$ 3.835 M, alcanzando un margen EBITDA de 10,1% frente a 11,5% en 2015. Las fuertes variaciones en el margen se explican principalmente por el impacto de la devaluación de la moneda local en diciembre'15, lo cual derivó en inventarios valuados a costo histórico y mayores ventas en términos nominales producto de la transferencia de la variación en el tipo de cambio y del incremento de costos a precios. A septiembre'17 (9 meses) la compañía detentó ventas y EBITDA por \$ 35.432 MM y \$ 3.795 MM respectivamente. El margen EBITDA, por su parte, fue de 10,7% mostrando un leve incremento. Para 2017 y hacia adelante, esperamos márgenes de rentabilidad en línea a los históricos alrededor de 10%.



Flujo de fondos

Arcor presenta una sólida y creciente generación de fondos operativos. A septiembre'17, la compañía generó un flujo de caja operativo (FCO) de \$ 1.341 MM, lo cual compara positivamente contra el mismo período del ejercicio anterior que fue de \$ 635 MM. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$ 1.349 MM y distribuyó dividendos por \$ 160 MM. Como resultado, generó un flujo de fondos libre (FFL) negativo de \$ 167 MM, retomando la tendencia de FFL negativo. En general, y ante contextos inflacionarios, la empresa se enfrenta fuertes necesidades de capital de trabajo. Durante 2015 ciertos controles y restricciones al acceso al mercado cambiario redundaron en un aumento de cuentas a pagar al exterior, y en consecuencia, en una reducción del capital de trabajo. Sin embargo, tras la eliminación de dichas restricciones, las necesidades de capital de trabajo revirtieron esta tendencia y, tras el pago de dichas cuentas a pagar, se vieron fuertemente impactadas alcanzando a diciembre'16 los \$ 1.361 MM.

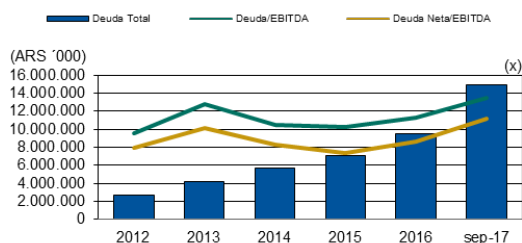
Adicionalmente, la empresa ha realizado pagos por compra de acciones y pagos por suscripción adicional de acciones de Mastellone por \$ 770 MM y pagos por compra de acciones del Grupo Zucamor por \$ 2.139 MM. En diciembre'15 Arcor celebró un contrato en donde los accionistas de Mastellone ofrecieron a Arcor S.A.I.C. y Bagley Argentina S.A. un acuerdo estableciendo: opciones de venta a favor de los accionistas hasta el año 2020, y en varias

operaciones, hasta alcanzar un 49% del capital y derechos de votos de la sociedad, y opciones de compra a favor de Arcor y Bagley y opciones de venta a favor de los accionistas a partir de 2020 y hasta 2025, por el saldo de acciones que no se hubieran transferido previamente. En el marco de este acuerdo, la calificadora anticipa la posibilidad de que la compañía realice pagos por compra de acciones adicionales. Asimismo, Fix espera durante 2018 un nivel de inversiones de capital normalizado y elevadas necesidades de capital de trabajo derivadas del propio crecimiento de la compañía que podrían presionar el FFL. Adicionalmente, ante el reingreso de Argentina al mercado financiero internacional, estimamos que la empresa continúe con un plan de crecimiento principalmente a través de adquisiciones.

Liquidez y estructura de capital

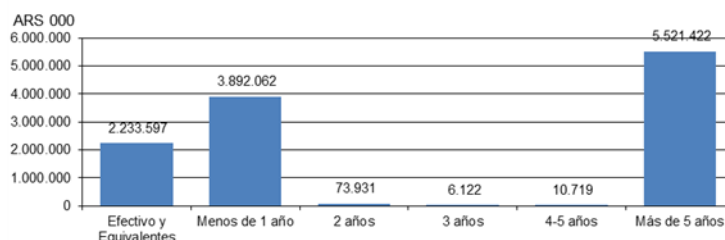
Arcor presenta una estructura de capital conservadora, y a diciembre'16, el ratio deuda total/EBITDA era de 2,5x (deuda neta/EBITDA de 1,9x). La deuda alcanzaba aproximadamente \$ 9.504 MM. Ante la reinserción de Argentina en el mercado financiero internacional y la emisión adicional de las ON Clase 9, la compañía exhibió un aumento de la liquidez, una modificación en el perfil de vencimiento de la deuda financiera y una mayor participación de deuda en moneda extranjera. Los fondos producto de dicha emisión fueron destinados principalmente a la integración de capital de trabajo y a la reestructuración de los pasivos financieros. En el ejercicio en curso el nivel de endeudamiento exhibió un significativo incremento deuda generado por la adquisición de Zucamor y la compra de acciones adicionales de Mastellone. La deuda financiera a septiembre'17 ascendía a \$ 14.979 MM, detentado un ratio deuda/EBITDA de 3,0x. Fix espera que Arcor mantenga un nivel de apalancamiento en torno a 2.0x deuda EBITDA, con una elevada participación de deuda en moneda extranjera, aunque, con un perfil de vencimiento fuertemente concentrado en el largo plazo.

Deuda Total y Endeudamiento



Elaboración: Información de la empresa

Vencimientos de Deuda



Elaboración: Información de la empresa al 31.12.2016

Fondeo y flexibilidad financiera

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

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio 2012, Arcor ha adoptado las normas internacionales de información financiera, en línea con la Resolución General N° 562/09. Los ratios de septiembre 17 fueron calculados anualizando los resultados de los 9 meses

Resumen Financiero- Arcor S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	sep-17	2016	2015	2014	2013	2012
Meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	3.795.795	3.835.531	3.165.737	2.482.454	1.504.075	1.254.378
EBITDAR Operativo	3.795.795	3.835.531	3.165.737	2.482.454	1.504.075	1.254.378
Margen de EBITDA	10,7	10,1	11,5	10,3	8,7	9,0
Margen de EBITDAR	10,7	10,1	11,5	10,3	8,7	9,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	16,7	16,3	19,3	21,0	17,0	18,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,5)	(4,4)	3,2	(2,1)	(3,2)	(3,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18,7	17,3	16,0	12,2	8,7	13,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,6	2,6	3,0	3,1	3,8	4,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,4	3,7	3,9	3,6	4,2	5,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,4	3,7	3,9	3,6	4,2	5,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8
FGO / Cargos Fijos	2,6	2,6	3,0	3,1	3,8	4,6
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,1)	0,4	0,1	(0,1)	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	0,3	1,0	0,5	0,4	0,1
FCO / Inversiones de Capital	1,0	0,2	2,6	0,8	0,7	0,2
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	6,1	5,8	4,4	3,9	4,2	3,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	2,5	2,2	2,3	2,8	2,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	1,9	1,6	1,8	2,2	1,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,9	2,5	2,2	2,3	2,8	2,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,3	1,9	1,6	1,8	2,2	1,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,4	12,3	13,8	13,4	11,0	10,4
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5
Balance	0,71					
Total Activos	35.042.849	24.848.546	19.100.287	14.948.992	11.895.315	8.861.415
Caja e Inversiones Corrientes	2.625.818	2.233.597	2.033.482	1.191.473	866.596	441.677
Deuda Corto Plazo	3.709.062	3.892.062	3.057.337	1.966.969	1.293.446	1.298.139
Deuda Largo Plazo	11.270.478	5.612.194	4.059.657	3.715.813	2.918.400	1.334.327
Deuda Total	14.979.540	9.504.256	7.116.994	5.682.782	4.211.846	2.632.466
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.979.540	9.504.256	7.116.994	5.682.782	4.211.846	2.632.466
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.979.540	9.504.256	7.116.994	5.682.782	4.211.846	2.632.466
Total Patrimonio	8.452.665	6.988.533	5.543.265	4.458.346	3.887.189	3.337.940
Total Capital	23.432.204	16.492.790	12.660.259	10.141.128	8.099.035	5.970.406
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.830.298	1.644.843	1.623.181	1.443.325	1.013.930	844.139
Variación del Capital de Trabajo	(488.741)	(1.361.561)	331.577	(419.045)	(377.250)	(720.926)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.341.557	283.282	1.954.758	1.024.280	636.680	123.213
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.349.269)	(1.549.910)	(750.272)	(1.227.358)	(977.121)	(499.089)
Dividendos	(160.118)	(387.664)	(314.271)	(307.680)	(220.421)	(123.489)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(167.830)	(1.654.291)	890.215	(510.758)	(560.862)	(499.365)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	58.428	23.111	13.906	91.924	34.012	48.223
Otras Inversiones, Neto	(2.910.714)	368.644	(347.373)	(27.383)	(2.893)	3.791
Variación Neta de Deuda	2.960.379	854.289	63.692	752.709	1.025.443	479.567
Variación Neta del Capital	0	0	0	1	179	(52.768)
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(75.959)	(77.891)	(56.060)	(3.389)
Variación de Caja	(59.737)	(408.247)	544.481	228.602	439.819	(23.941)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	35.432.145	37.812.176	27.553.488	24.059.757	17.260.914	13.941.364
Variación de Ventas (%)	27	37	15	39	24	11
EBIT Operativo	3.141.052	3.153.127	2.668.278	2.060.356	1.213.067	995.998
Intereses Financieros Brutos	1.112.691	1.035.847	822.036	686.836	360.016	234.246
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.084.527	1.086.524	801.173	508.925	314.503	384.429

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- *Commodities*: bienes genéricos.
- MM: Millones

Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables emitidas bajo el Programa Global Emisión de Obligaciones Negociables de corto y mediano plazo por hasta US\$ 800 MM.

Obligaciones Negociables Clase 9 por hasta US\$ 300 MM. Ampliable hasta US\$ 350 MM.

- Moneda: Dólares Estadounidenses.
- Monto: hasta US\$ 300 MM ampliable hasta un máximo de US\$ 350 MM. Emitido US\$ 350 MM
- Vencimiento: 06/07/2023
- Amortización: única amortización al vencimiento.
- Intereses: tasa de interés fija del 6% anual. Los intereses se pagarán en forma semi-anual.
- Incurrimiento en deuda adicional: La Compañía o cualquiera de sus Subsidiarias podrán Incurrir en Deuda adicional si el Coeficiente de Cobertura de Cargos Fijos para los últimos cuatro trimestres fiscales haya sido de al menos 2,00 a 1.

Obligaciones Negociables Adicionales Clase 9 por hasta US\$ 100 MM. Ampliable hasta US\$ 150 MM.

- Moneda: Dólares Estadounidenses.
- Monto: hasta US\$ 100 MM ampliable hasta un máximo de US\$ 150 MM. Emitido US\$ 150 MM
- Vencimiento: 06/07/2023
- Amortización: única amortización al vencimiento.
- Intereses: tasa de interés fija del 6% anual. Los intereses se pagarán en forma semi-anual.
- Las ON Adicionales Clase 9 cuentan con idénticos términos y condiciones, excepto por la fecha de emisión y el precio de emisión.

Obligaciones Negociables Clase 10 por hasta \$ 100 MM. Emitido \$ 285 MM

- Moneda: Pesos.
- Monto Máximo de la Emisión: El valor nominal de las ONs Clase10 y Clase 11 no podráa superar en conjunto los \$ 1.500 MM.

- Vencimiento: 03/05/2019
- Amortización: única amortización al vencimiento.
- Intereses: tasa de interés variable, Badlar + 2,43%. Los intereses se pagarán en forma trimestral.

Obligaciones Negociables Clase 11 por hasta \$ 100 MM. Emitido \$ 1.215 MM

- Moneda: Pesos.
- Monto Máximo de la Emisión: El valor nominal de las ONs Clase10 y Clase 11 no podrá superar en conjunto los \$ 1.500 MM.
- Vencimiento: 03/05/2021
- Amortización: única amortización al vencimiento. La compañía tendrá la opción de rescatar anticipadamente las notas, en su totalidad pero no en parte, a partir de la finalización del décimo segundo mes contado desde la fecha de emisión.
- Intereses: tasa de interés variable, Badlar + 2,99%. Los intereses se pagarán en forma trimestral.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), (en adelante FIX) reunido el **07 de diciembre de 2017** confirmó* en **Categoría AAA(arg)** la calificación al emisor de Arcor S.A.I.C. (Arcor) y de los siguientes títulos emitidos por la empresa:

- Obligaciones Negociables (ON) Clase 9 por hasta US\$ 300 MM ampliables hasta US\$ 350 MM.
- Obligaciones Negociables Adicionales Clase 9 por hasta US\$ 100 MM ampliables hasta US\$ 150 MM
- Obligaciones Negociables (ON) Clase 10 por hasta \$ 100 MM*
- Obligaciones Negociables (ON) Clase 11 por hasta \$ 100 MM*

*ONs Clase 10 y 11 ampliables en forma conjunta hasta \$ 1.500 MM

La Perspectiva es estable.

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

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

Fuentes

- Balances consolidados auditados al 30/09/17, disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. S.R.L.
- Programa de obligaciones negociables del 09/11/15 disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de precio de las ON Clase 9, del 21/6/16, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de precio de las ON Clase 9 Adicionales, del 9/6/17, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de precio de las ON Clases 10 y 11, del 21/4/17, disponible en www.cnv.gob.ar

DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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

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