



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de Lindt & Sprüngli Group

Autora: Fátima Kesqui Zamora

DNI: 36.020.830

Director de Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Ciudad de Buenos Aires, 11 de noviembre de 2021



Universidad de
San Andrés

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

Valuación de Lindt & Sprüngli Group

Autora: Fátima Kesqui Zamora

DNI: 36.020.830

Director de Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Ciudad de Buenos Aires, 11 de noviembre de 2021

Resumen ejecutivo

Lindt & Sprüngli Group es una compañía de origen suizo dedicada a la fabricación y comercialización de chocolates y productos de confitería. Su sede central se encuentra en Zúrich, Suiza, pero sus operaciones se extienden a todo el mundo.

Sus plantas de producción se ubican en Europa y en Estados Unidos, y también cuenta con distribuidoras en América Latina, África, Asia y Oceanía. Sus mercados principales son Europa y América del Norte, donde se concentra, en conjunto, más del 85% de sus operaciones.

En el presente trabajo se exponen los resultados de la valuación del precio de Lindt & Sprüngli Group al 31 de diciembre de 2020, a través del uso de dos metodologías complementarias. En la primera parte se presenta una descripción del negocio, su historia y aspectos más relevantes, como la composición de su capital, sus segmentos de mercado y sus actividades en torno a la sustentabilidad de la compañía. Luego se presenta un análisis de la industria, que incluye al mercado de alimentos, el mercado de confitería y snacks y el mercado de confiterías de chocolate, así como un análisis competitivo. Con posterioridad, se desarrolla un análisis financiero de la firma y una comparación con sus pares de mercado.

En la segunda parte, se describen los cálculos y estimaciones realizados para la valuación, hasta arribar al precio del capital accionario de la firma.

En primer lugar, se realiza una valuación a través del método de Flujo de Fondos Descontados. Para esto se utilizan los Flujos de Fondos disponibles para la firma, que se descuentan a una tasa de descuento WACC calculada en base al modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este cálculo arroja un valor del capital accionario de la firma de 90.984,6 CHF por acción (o 103.204 USD a un tipo de cambio de 1,13 CHF/USD). Al 31 de diciembre el precio de las acciones ordinarias de Lindt & Sprüngli en el mercado ascendía a 87.331,4 CHF. Esta cotización podría reflejar expectativas de menor crecimiento futuro o de mayor riesgo que las consideradas en el modelo de valuación.

Del análisis de sensibilidad practicado surge que este valor puede oscilar entre 84.765,2 y 97.761,8 CHF (lo que equivale a 96.149,3 y 110.891,3 USD respectivamente).

Posteriormente, se aproxima el valor de la compañía mediante el uso del método de Valuación por Múltiplos de Mercado, haciendo una comparación con empresas

comparables que cotizan en bolsa, dedicadas a la fabricación y comercialización de productos de chocolate. Para este ejercicio, se ha seleccionado la métrica EV/EBITDA, por tratarse de un múltiplo de uso muy generalizado en la práctica financiera.

El resultado obtenido mediante este método de valuación sitúa el precio de la acción entre 54.737,7 y 64.791,1 CHF (lo que equivale a 62.089,1 y 73.492,6 USD respectivamente, al tipo de cambio indicado en párrafos anteriores).



Índice

Resumen ejecutivo.....	ii
1. Glosario	1
2. Descripción del Negocio	3
2.1. Historia de la compañía	7
2.2. Capital accionario	10
2.3. Segmentos operativos	13
2.4. Estrategias y perspectivas de crecimiento.....	19
2.5. Sustentabilidad.....	20
2.6. Rating ESG	22
3. Análisis de la Industria	24
3.1. El mercado global de alimentos.....	24
3.2. El mercado de la Confeitería y Snacks	27
3.3. Confeitería de Chocolate	32
3.4. Tendencias del mercado.....	34
4. Análisis Financiero	36
4.1. Indicadores de rentabilidad	36
4.2. Gestión operativa	42
4.3. Estructura de capital y endeudamiento	44
4.4. Comparación con pares del mercado	47
5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados	51
5.1. Consideraciones preliminares	51
5.2. Flujo de fondos disponible para la firma	53
5.3. Tasa de descuento	59
5.4. Valor terminal	71
5.5. Resultado de la valuación por DCF	73
5.6. Análisis de sensibilidad.....	74

6. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables	76
7. Conclusiones.....	80
8. Bibliografía.....	81
8.1. Bibliografía Académica	81
8.2. Informes y Reportes.....	81
8.3. Sitios web.....	82
Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Base.....	84
Anexo B: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista.....	85
Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Optimista.....	86



Universidad de
San Andrés

1. Glosario

AMEA: África, Oriente Medio y Asia.

Arrendamientos: se trata de los contratos alcanzados por la NIIF 16 (o IFRS 16 *Leases*).

CAGR: del inglés, *compound average growth rate*, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

Capitalización de mercado: medida o dimensión económica del capital de una empresa. Se calcula como el precio por acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones emitidas de una empresa.

CAPEX: del inglés, *capital expenditures*. Son inversiones de capital.

CAPM: del inglés, *Capital Asset Pricing Model*. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

CHF: código ISO 4217 para el franco suizo. Es la moneda de curso legal de Suiza. Los Estados consolidados del grupo se expresan en esta divisa.

COVID-19: enfermedad por coronavirus 2019. Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2.

DCF: del inglés, *Discounted Cash Flow*. Significa Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.

EBIT: del inglés, *earnings before interests and taxes*. Significa ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITDA: del inglés, *earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EEMEA: Europa del Este, Oriente Medio y África

ETF: del inglés, *exchange-traded fund*. Es un fondo de inversión que se negocia en mercados de valores secundarios.

EV: del inglés, *Enterprise Value*. Es el valor total de una empresa.

FCFF: del inglés, *Free Cash Flow to the Firm*. Es el flujo de fondos disponible para la firma.

IAS: del inglés, *International Accounting Standards*. Se trata de estándares contables internacionales más antiguos, que fueron reemplazados en 2001 por las IFRS.

Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.

Ke: costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

NIIF: se trata de las Normas Internacionales de Información Financiera, estándares contables internacionales.

ROA: del inglés, *return on assets*. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

ROE: del inglés, *return on equity*. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).

SMI: Swiss Market Index. Es un índice bursátil que agrupa las 20 acciones más líquidas que se negocian en las bolsas de valores de Ginebra, Zúrich y Basilea. Es el índice accionario más relevante de Suiza.

USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

WACC: del inglés, *Weighted Average Cost of Capital*. Es el costo promedio ponderado del capital.

Yield to maturity: es la tasa interna de retorno teórica que paga un activo que se adquiere hoy, suponiendo que se mantenga dicho activo hasta el vencimiento.

2. Descripción del Negocio

Lindt & Sprüngli Group, conformado por Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG y sus empresas subsidiarias, es un grupo de origen suizo dedicado a la fabricación y comercialización de chocolates y productos de confitería.

La sede de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG se encuentra en Kilchberg, una comuna ubicada en el distrito de Horgen en el cantón de Zúrich, pero en la actualidad la presencia de sus productos se extiende a todo el mundo.

El Grupo tiene 11 plantas de producción, 6 de ellas ubicadas en Europa y 5 en los Estados Unidos. También cuenta con otras subsidiarias distribuidas entre Europa, América del Norte y el Resto de mundo (como se verá en apartados posteriores, la compañía agrupa sus mercados de esta manera), dedicadas exclusivamente a la distribución, y otras en las que se realizan tareas de administración.

Tabla 1: Distribución geográfica de subsidiarias de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG
al 31 de diciembre de 2020

Mercado	Cantidad de subsidiarias por actividad		
	P&D	D	A
Europa	6	8	3
América del Norte	3	2	1
Resto del mundo	-	7	-
Total	9	17	4

P – Producción, D – Distribución, A – Administración

Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual de la Compañía 2020

Además de contar con su propia red de tiendas minoristas, Lindt & Sprüngli comercializa sus productos a través de una amplia red de distribuidores independientes alrededor del mundo, entre los que se incluye el segmento de ventas minoristas en negocios Duty Free. En respuesta a los repentinos cambios en el comportamiento de los consumidores provocados por la pandemia por COVID-19, el Grupo adoptó numerosas iniciativas para adaptarse, como las entregas a domicilio y la expansión del negocio de venta online.

En la actualidad, la firma comercializa productos bajo las marcas Lindt, Ghirardelli, Russell Stover, Caffarel, Hofbauer y Küfferle.

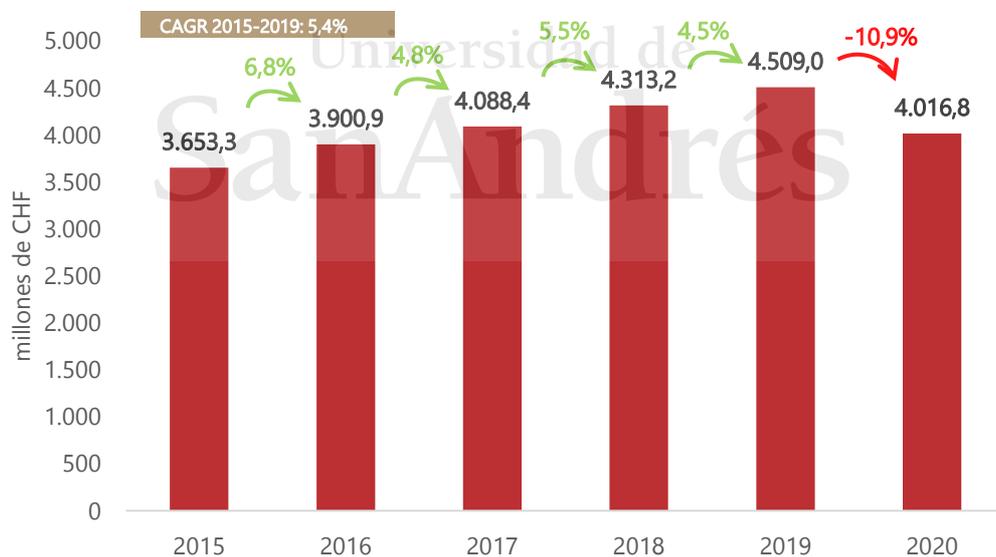
Imagen 1: Marcas de Lindt & Sprüngli Group



Fuente: Elaboración propia en base a sitio web de cada marca

En 2020, a pesar de las condiciones desfavorables provocadas por la pandemia, el grupo reportó ventas por un total de CHF 4.016,8 millones.

Gráfico 1: Evolución de ventas totales de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Como puede observarse en el Gráfico 1, las ventas totales anuales reportadas durante el período 2015-2019 han mostrado un crecimiento sostenido, a pesar de determinadas condiciones desafiantes del contexto, como la saturación de los principales

mercados, el impacto de la inestabilidad política y económica a nivel mundial y los crecientes cambios en los mercados de venta minorista. Ello da como resultado una CAGR de 5,4% para 2015-2019.

En 2017, y por primera vez en la historia de la compañía, se reportan ventas superiores a los CHF 4.000 millones (un aumento del 4,8% con respecto a las ventas del año anterior). En 2018 y 2019 las ventas aumentan en 5,5% y 4,5% respectivamente. Durante 2017 y 2018, la volatilidad de las divisas tuvo un impacto positivo sobre los resultados consolidados de la compañía, que se reportan en francos suizos. Sin embargo, en 2019, esta divisa se apreció frente al dólar y al euro, y ello tuvo un efecto cambiario negativo en los resultados consolidados.

Las ventas continuaron su tendencia alcista durante el primer trimestre del año 2020. Sin embargo, el comienzo de la pandemia y las medidas que fueron adoptadas en respuesta a ella a nivel mundial, pusieron un freno a estos aumentos y afectaron segmentos clave de la compañía.

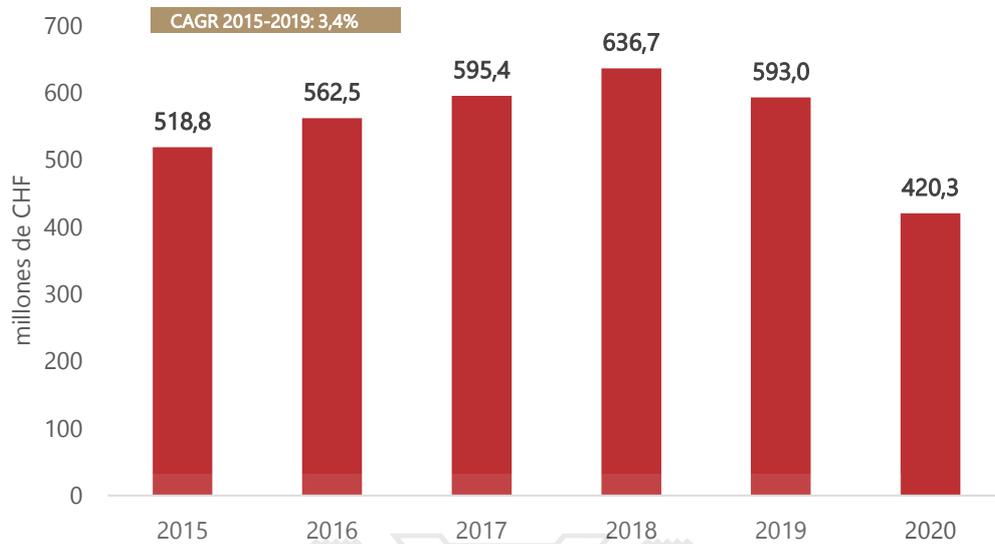
La red de tiendas propia se vio afectada por los cierres temporales y una menor frecuencia de visita de los consumidores. Las ventas durante importantes fechas festivas, como la Pascua y la Navidad, se vieron afectadas en todos los canales de comercialización. También se destaca el impacto de las restricciones a los viajes por vía aérea en las ventas del segmento Duty Free.

Todos estos factores, y otros, tuvieron un impacto negativo en los resultados anuales de la compañía. Las ventas del año 2020 ascendieron a CHF 4.016,8 millones, lo que equivale a una disminución del 10,9% respecto de las ventas del año anterior. Esta variación también refleja el impacto de una importante apreciación del tipo de cambio que experimentó el franco suizo durante el año.

En lo que respecta a los resultados operativos, el último reporte (al 31 de diciembre de 2020) arroja un EBIT de CHF 420,3 millones. La CAGR para el período 2015-2019 es de 3,4%.

El Gráfico 2, que se expone a continuación, permite apreciar la evolución de este indicador durante los últimos 6 años.

Gráfico 2: Evolución de EBIT de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Los resultados obtenidos durante el período 2015 a 2018 mantienen una tendencia positiva, en concordancia con la evolución de las ventas para el mismo período.

Sin embargo, en 2019 puede notarse que el EBIT disminuye respecto del año anterior, a pesar de que las ventas totales de ese año aumentaron en un 4,5%. Ello se debe principalmente al impacto de dos factores que provocan que los gastos aumenten en mayor proporción que las ventas del período.

En primer lugar, en ese período los denominados Cambios de inventario muestran un saldo negativo de 11,8 millones de CHF, a diferencia de lo evidenciado en años anteriores, cuando la misma cuenta reflejaba saldos positivos que generaban una merma de los gastos totales. En 2018 (año inmediato anterior), por ejemplo, los Cambios de inventario ascendían a 29,2 millones de CHF.

En segundo lugar, ese año puede verse un fuerte aumento de las depreciaciones, que pasan de 179,5 a 322,8 millones de CHF (una variación del 79,8%). Esto se debe a que, a partir del 1 de enero de 2019, el grupo comienza a aplicar la NIIF 16 Arrendamientos¹. Por la aplicación de esta normativa, la firma debe reconocer un activo por derecho de uso (y su consecuente depreciación) y un pasivo de arrendamiento para

¹ También IFRS 16 Leases. Véase Deloitte. Arrendamientos. Una guía para el IFRS 16. Junio 2016. <[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/co/Documents/audit/BibliotecaTecnica/RecursosIFRS/Otros/IFRS%2016%20Arrendamientos%20\(Guia%202016\)a.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/co/Documents/audit/BibliotecaTecnica/RecursosIFRS/Otros/IFRS%2016%20Arrendamientos%20(Guia%202016)a.pdf)>

cada contrato de arrendamiento que se encuentre alcanzado por la norma y en el que esta actúe como arrendatario.

El magro resultado del último período, que supone un descenso del 29,1% en relación con el resultado del año anterior, es consecuencia de la abrupta caída de las ventas provocada por la crisis sanitaria.

2.1. Historia de la compañía

Lindt & Sprüngli tiene sus orígenes en el año 1845, cuando el pastelero David Sprüngli-Schwarz y su hijo Rudolf Sprüngli-Ammann se convierten en los primeros en producir barras de chocolate sólidas en la parte de habla alemana de Suiza. Al principio, comercializaron este producto en la pequeña pastelería que tenían en Marktgasse, y rápidamente se convirtió en un éxito. Tan solo dos años después, en 1847, abrieron una fábrica de chocolate en Horgen, en la que emplearon a 10 personas para asegurar que la producción fuera suficiente.

Tiempo después, en la Berna de 1879, Rudolphe Lindt abrió su propia pastelería, con la idea de fabricar y vender barras de chocolate. Sin embargo, el producto que podía ofrecer por entonces era duro y amargo, al igual que los restantes chocolates de la época. Esto despertó en Lindt el deseo de experimentar y mejorar su producto, y tras meses de pruebas, logró desarrollar un nuevo sistema de conchaje que daba como resultado un chocolate delicado y de textura suave. Esto marcaría un hito en la historia de la industria del chocolate.

No fue hasta 1899 que Johann Rudolf Sprüngli, que había heredado la fábrica de chocolate de su padre Rudolf Sprüngli-Ammann, propone a Lindt comprar su marca y su receta secreta por la suma de 1,5 millones de francos de oro. Esto marcó el nacimiento de Lindt & Sprüngli.

Los años que siguen son de gran crecimiento para la firma. Las primeras dos décadas del siglo XX son testigos de una etapa de importante expansión para la industria del chocolate en Suiza, y Lindt & Sprüngli juega un rol central en ello. Para 1915, la empresa exportaba alrededor de tres cuartas partes de su producción al resto del mundo.

Las décadas del '20, '30 y la mitad de la década del '40 marcan para la compañía una etapa de grandes desafíos. A pesar de las dificultades, se crean agencias y filiales en Alemania (Berlín, 1928), Estados Unidos (Nueva York, 1925) y en el Reino Unido (1932), pero la empresa no logra mantenerse ajena a los efectos de las grandes crisis

económicas, el creciente proteccionismo y la guerra. Esto la obliga a reorganizarse y concentrar sus esfuerzos en el mercado local.

El fin de la Segunda Guerra Mundial marca el inicio de una nueva etapa de crecimiento, por un aumento en la demanda tanto en mercados locales como internacionales. Se cumplen ya 100 años de historia para la compañía. También se celebran acuerdos de licencia en Italia y en Francia, y entre 1949 y 1967 la firma desarrolla algunos de sus productos más emblemáticos: las barras de chocolate y bombones Lindor y el conejito de oro de Lindt.

Durante los años que siguen, la compañía continúa con su proceso de expansión, mediante la creación de nuevas subsidiarias en España, Alemania (donde antes tenían operaciones de propiedad minoritaria), Francia y Hong Kong.

En 1986 las acciones de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG comienzan a cotizar en la bolsa de valores de Suiza.

La estrategia de expansión internacional continúa con la adquisición de Bulgheroni SpA (Italia) y la apertura de subsidiarias en Polonia, Canadá, Australia y Austria. Debido a su fuerte crecimiento, la empresa se reestructura y adopta la figura de un holding en 1994. Como consecuencia, todas las empresas pasan a ser propiedad de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG. En 1998 el grupo adquiere la firma estadounidense Ghirardelli Chocolate Company en San Francisco, y ello marca para la compañía un gran paso para ganar participación en el mercado de Estados Unidos, el mercado más importante de la industria chocolatera.

Años más tarde, la compañía da otros dos grandes pasos para continuar en el sendero del éxito. En 2009 se concreta el lanzamiento de su propia red de tiendas minoristas a nivel mundial, lo que permite que un mayor público tenga acceso a sus productos. En 2014 adquiere Russell Stover, una empresa norteamericana dedicada a la fabricación de chocolate.

Imagen 2: Hitos en la historia de Lindt & Sprüngli Group

- 
- A vertical timeline with a central line and circular markers on the left side. The years are listed on the left, and the corresponding events are listed on the right. The background features a faint watermark of the University of San Andrés logo and name.
- 1845** ● David Sprüngli-Schwarz y su hijo Rudolf Sprüngli-Ammann comienzan a producir barras de chocolate sólidas en Suiza.
 - 1879** ● Rudolphe Lindt abre su pastelería, en la que fabrica y vende barras de chocolate. Ese año desarrolla un nuevo sistema de conchaje.
 - 1899** ● Johann Rudolf Sprüngli compra la marca y receta secreta de Lindt. Así nace Lindt & Sprüngli.
 - 1920-1932** ● Creación de agencias y filiales en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.
 - 1949-1967** ● Nacimiento de la barra de chocolate y los bombones Lindor, y del Lindt Gold Bunny, algunos de los productos más icónicos de la compañía.
 - 1977-1986** ● Creación de nuevas subsidiarias en España, Alemania, Francia y Hong Kong.
 - 1986** ● Las acciones de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG comienzan a cotizar en la bolsa de valores de Suiza.
 - 1990-1999** ● Apertura de subsidiarias en Polonia, Canadá, Australia y Austria. Adquisición de la firma estadounidense Ghirardelli Chocolate Company.
 - 2008** ● Lanzamiento del Programa de Agricultura de Lindt & Sprüngli.
 - 2009** ● Lanzamiento de la red de tiendas minoristas a nivel mundial.
 - 2014** ● Adquisición de Russell Stover, una empresa norteamericana dedicada a la fabricación de chocolate.
 - 2020** ● Inauguración del centro Lindt Home of Chocolate.

Fuente: Elaboración propia en base al sitio web de la compañía

En septiembre de 2020 se inaugura el centro *Lindt Home of Chocolate*, una iniciativa financiada por la Fundación para la Competencia del Chocolate de Lindt. Esta asociación benéfica tiene como objetivo fortalecer aún más la posición de Suiza como una ubicación comercial para el chocolate a largo plazo. El *Lindt Home of Chocolate* cuenta con un museo del chocolate, una planta piloto y de investigación, la tienda de chocolate más grande del mundo y un café y chocolatería especialmente diseñado para impartir cursos sobre chocolate.

2.2. Capital accionario

Como ya se ha mencionado en el apartado anterior, las acciones de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG cotizan en la bolsa de valores de Suiza desde 1986. A precios del 30 de diciembre de 2020, la capitalización de mercado asciende a CHF 20.993 millones.

El capital ordinario de la compañía se compone de dos tipos de valores: acciones registradas (LISN) y acciones al portador (LISP). Las acciones registradas tienen derecho a voto, mientras que las acciones al portador no, y ambos tipos de acciones tienen los mismos derechos a los dividendos y al producto de la liquidación en proporción a su valor nominal.

Tabla 2: Composición del capital ordinario de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG al 31 de diciembre de 2020

	Cantidad	Valor nominal en CHF
Acciones registradas*	135.552,00	13.555.200,00
Acciones al portador**	1.044.146,00	10.441.460,00
Total capital ordinario a valor nominal		23.996.660,00

* Valor nominal CHF 100 por acción

** Valor nominal CHF 10 por acción

Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual de la Compañía 2020

Al 31 de diciembre de 2020, la empresa informó que BlackRock Inc. poseía el 4,46% de las acciones con derecho a voto. “Fonds für Pensionsergänzungen of Chocoladefabriken Lindt&Sprüngli AG”, “Finanzierungsstiftung für die Vorsorgeeinrichtungen der Chocoladefabriken Lindt&Sprüngli AG”, “Lindt Cocoa

Foundation” and “Lindt Chocolate Competence Foundation”, como grupo, poseían el 20,5% de los derechos a voto de la compañía.

Durante el período 2016 a 2020, el capital ordinario ha sufrido las siguientes modificaciones:

Tabla 3: Evolución del capital ordinario de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG

cantidad de acciones registradas y de acciones al portador

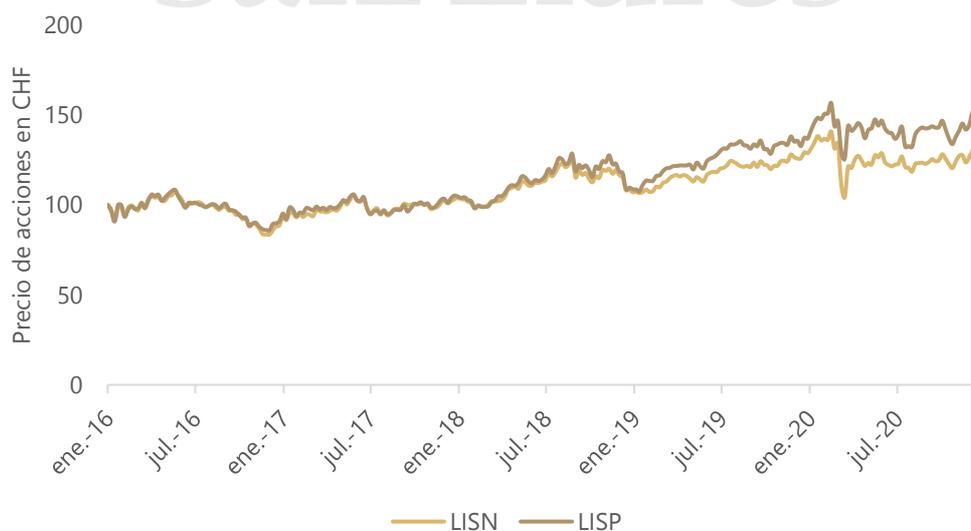
Año	Acciones registradas	Acciones al portador
2016	136.088,00	1.013.136,00
2017	136.088,00	1.048.153,00
2018	136.088,00	1.072.535,00
2019	135.988,00	1.072.641,00
2020	135.552,00	1.044.146,00

Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual de la Compañía 2020

Como puede verse en el Gráfico 3, que se expone a continuación, el precio de los dos tipos de acciones ha mantenido una tendencia similar a lo largo de los últimos cinco años.

Gráfico 3: Evolución del precio de las acciones de Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG (Base ene-16 = 100)

precios con frecuencia semanal



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

A partir de enero de 2019, si bien se mantiene la similitud en la tendencia, comienza a verse una brecha entre el precio de LISP y LISN, provocado por los aumentos en mayor proporción de la primera respecto de la segunda.

Para poder realizar un análisis más completo sobre el desempeño de las acciones de la firma se debe tener en cuenta la evolución de la cotización y el retorno total de las mismas, y compararlo con información similar sobre índices de mercado relevantes y acciones de compañías comparables. El Gráfico 4 permite ver la evolución semanal de la cotización de las acciones de Lindt & Sprüngli desde enero de 2016 hasta diciembre de 2020, así como la evolución de la cotización del Índice SMI y de las acciones de Nestlé, una de las principales compañías competidoras. A los fines de este análisis, se han tomado las acciones registradas de Lindt & Sprüngli (LISN), por tratarse de las acciones ordinarias típicas.

Gráfico 4: Evolución de acciones de Lindt & Sprüngli vs. SMI y Nestlé (Base ene-16 = 100)
precios con frecuencia semanal

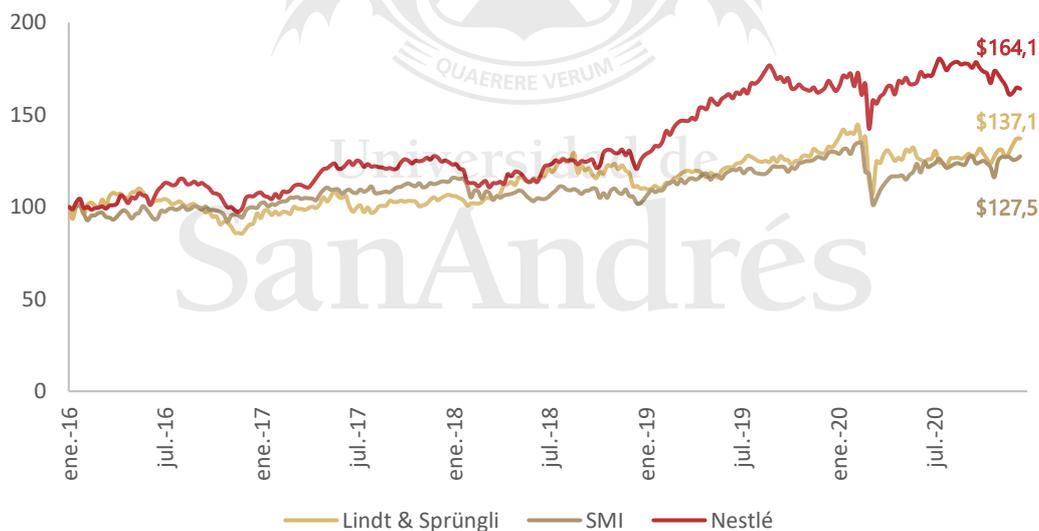


Gráfico 5: Retorno acumulado de las acciones de Lindt & Sprüngli vs. SMI y Nestlé
precios con frecuencia semanal



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance e Investing.com

El retorno total acumulado de Lindt & Sprüngli para el período analizado fue aproximadamente del 37%. Como se señaló anteriormente, ello supone un rendimiento superior al del Índice SMI, que fue de aproximadamente 27%, pero bastante por debajo del retorno total acumulado obtenido por los accionistas de Nestlé, que rondó el 64%.

Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG tiene opciones sobre acciones al portador vigentes exclusivamente dentro del alcance del plan de opciones para empleados de la compañía. Estas opciones se otorgaron guardando una relación de una opción por una acción al portador.

2.3. Segmentos operativos

El grupo define sus segmentos operativos agrupando las compañías de cada país en función de criterios como las semejanzas en estructura económica (riesgo cambiario, perspectivas de crecimiento), productos y contextos comerciales similares, y atributos económicos (márgenes de rentabilidad bruta).

En la actualidad, se reportan tres segmentos de mercado:

- Europa: abarca compañías y unidades de negocio europeas, incluyendo Rusia;

- América del Norte: abarca compañías en Estados Unidos, Canadá y México; y
- Resto del mundo: abarca compañías en Australia, Japón, Sudáfrica, Hong Kong, China y Brasil, y unidades de negocios de Distribuidores y Duty Free.

Tabla 4: Ventas y resultado operativo por segmento operativo 2019-2020
en millones de CHF

	Europa		América del Norte		Resto del mundo	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019
Ventas	2.266,9	2.451,7	1.541,9	1.769,1	469,4	600,4
Ventas entre segmentos	255,5	305,4	5,9	6,8	0,0	0,0
Ventas a terceros	2.011,4	2.146,3	1.536,0	1.762,3	469,4	600,4
Resultado operativo	289,9	411,1	88,9	76,4	41,5	105,5

Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual de la Compañía 2020

Los datos expuestos en la Tabla 4 permiten apreciar lo que se ha mencionado en otros apartados: las restricciones implementadas a nivel mundial en respuesta a la pandemia de COVID-19 tuvieron un fuerte impacto negativo en las ventas de todos los segmentos, y consecuentemente en sus resultados.

Gráfico 6: Evolución de ventas de Lindt & Sprüngli Group por segmento operativo
en millones de CHF

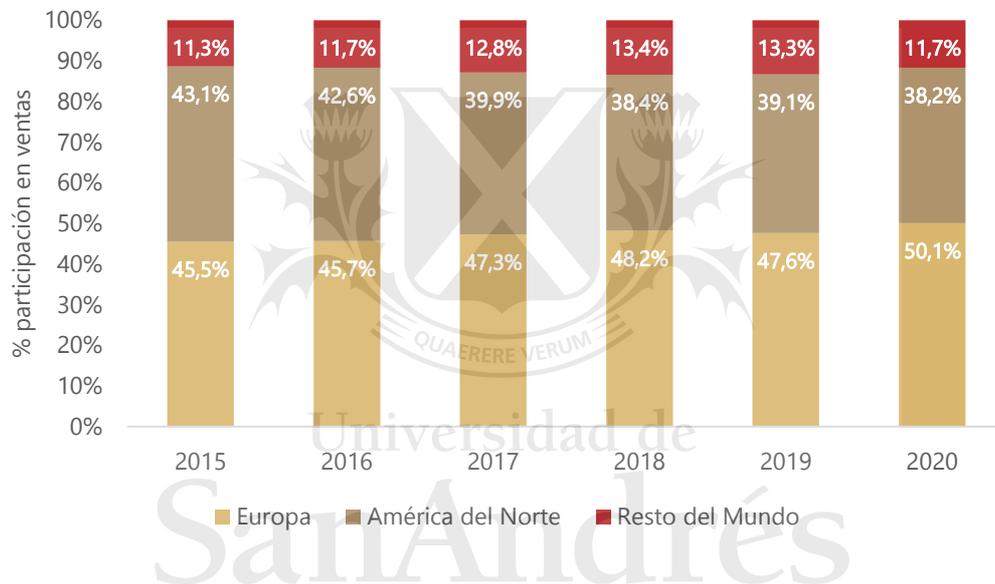


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

El Gráfico 6 permite apreciar la evolución de las ventas totales discriminadas por segmento operativo a lo largo de los últimos 6 años. Como puede notarse, Europa es el segmento que concentra el mayor volumen de ventas, seguido de América del Norte. En conjunto, estos dos segmentos representan más del 85% de las ventas del grupo. El segmento Resto del Mundo representa, en promedio, un poco más del 12%.

En el Gráfico 7 puede observarse cómo ha evolucionado esta participación durante los últimos 6 años.

Gráfico 7: Participación de los segmentos operativos en las ventas totales 2015-2020 en %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

El segmento América del Norte, que en 2015 concentraba el 43,1% de las ventas, ha sufrido una pequeña contracción. En 2020, las ventas de esta región representaban el 38,2% del total. Por el contrario, las ventas de Europa pasaron de representar el 45,5% en 2015 al 50,1% en 2020. Finalmente, las ventas del Resto del Mundo presentaron un aumento de su participación hasta 2019, pero para 2020 este porcentaje volvió a contraerse a valores similares a los de 2015.

Europa

Europa es el segmento de mayor participación en el total de ventas del grupo. Aquí se concentra casi el 50% de las ventas.

Gráfico 8: Evolución de ventas en Europa de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Este segmento ha mantenido una tendencia alcista desde 2015 a 2019, lo que explica en parte la evolución de las ventas totales del grupo (como se verá más adelante, el segmento Resto del Mundo también presentó un comportamiento similar). Durante ese período, el crecimiento reportado ha sido superior al crecimiento promedio del mercado.

El crecimiento en las ventas ha sido importante en países como Alemania, Reino Unido y Austria, y desde 2018 a 2020 las subsidiarias de Europa del Este han alcanzado un crecimiento en sus ventas de dos dígitos. En 2019 se abrió una nueva subsidiaria en los Países Bajos.

América del Norte

El segmento América del Norte representa el segundo de mayor participación en las ventas del grupo (casi el 40% de las ventas totales reportadas). Este abarca las operaciones de Lindt & Sprüngli en Canadá, México y Estados Unidos, y las de las marcas Ghirardelli y Russell Stover, que se comercializan principalmente en EE.UU. Con las marcas Lindt, Ghirardelli y Russell Stover, el grupo lidera el segmento premium del mercado de chocolates en Estados Unidos, y se ubica en el puesto número 3 en el mercado de chocolate en este país.

Gráfico 9: Evolución de ventas en América del Norte de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Durante los últimos 6 años, la evolución de las ventas ha tenido un comportamiento errático. Desde 2016 el grupo ha reportado dificultades en el mercado del chocolate norteamericano. Como puede observarse en el Gráfico 9, las ventas reportadas en 2017 sufrieron una ligera disminución. Ello se explica principalmente por la caída en las ventas experimentada por Russell Stover.

Desde su adquisición en 2014, el grupo ha encarado un proceso de reestructuración e integración de Russell Stover a Lindt & Sprüngli Group, que apunta a mejorar el rendimiento de la compañía a largo plazo. Se han revisado aspectos como el desarrollo de productos, marketing y finanzas de la compañía. En 2016 se adaptó la red de distribución y se ajustaron las condiciones de precios, y en 2017 se avanzó con ajustes a su cartera de productos. Como parte de la estrategia de alineamiento del portfolio de productos, durante el segundo semestre de ese año se re-lanzó la línea de productos libre de azúcar de la marca, endulzados con stevia.

La modesta recuperación de las ventas en el año 2018 se debe al buen resultado de la subsidiaria de Canadá (que tuvo un crecimiento de dos dígitos) y al aumento de las ventas de Lindt y Ghirardelli en EE.UU. Russell Stover vuelve a presentar una baja en sus ventas. Durante el ejercicio se han realizado fuertes inversiones en la región, con el objetivo de generar un importante crecimiento de las ventas en el futuro.

Como ya se mencionó en apartados anteriores, la importante disminución en las ventas del 2020 es atribuible al impacto de la pandemia.

Resto del Mundo

El ultimo segmento, que la compañía denomina Resto del mundo, explica un poco más del 10% de las ventas totales del grupo. Si bien su participación es significativamente inferior a la de los otros dos segmentos operativos, durante los últimos años ha ido adquiriendo mayor relevancia y su contribución se considera vital para el desempeño general del grupo.

La tendencia alcista observada para el período 2015 a 2019 en el Gráfico 10 explica, en parte, el comportamiento de las ventas totales del grupo.

Gráfico 10: Evolución de ventas en Resto del mundo de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF



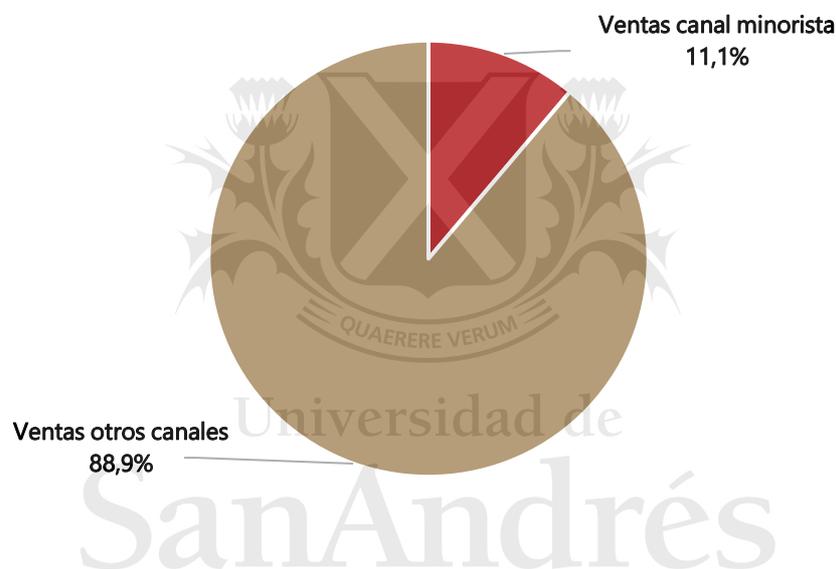
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Los mercados de Japón, China, Sudáfrica y Brasil tienen mucho potencial, y son en parte responsables del incremento en las ventas de los años 2017 a 2019. En 2018 se instala un nuevo centro de distribución en Japón, con modernas plantas de refrigeración y almacenaje.

La compañía proyecta que, durante los próximos años, estos mercados serán escenario de gran expansión, ya que el consumo de chocolate del segmento premium en estos países está en aumento sostenido.

Adicionalmente, los ingresos por ventas del grupo se desagregan por canales de venta. Entre ellos se pueden señalar el canal de venta minorista (que abarca la red de locales propios, las tiendas web propias y otras formas de venta directa), los distribuidores (locales e internacionales) y otras cuentas clave. En 2020, los ingresos por venta del canal de ventas minoristas ascendieron a CHF 446,9 millones, lo que representa alrededor de un 11% de las ventas totales de ese año.

Gráfico 11: Distribución de ventas de Lindt & Sprüngli por canal de ventas 2020
en millones de CHF



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2020

Sin embargo, esta desagregación no es utilizada por la administración para el control y toma de decisiones sobre el negocio, y por lo tanto no representan segmentos operativos para el grupo.

2.4. Estrategias y perspectivas de crecimiento

Anualmente, el grupo expone en sus Reportes sus perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazo. En 2019, se confirmó el objetivo de crecimiento orgánico de las ventas de entre el 5% y 7% anual, acompañado de una mejora sostenida en sus márgenes operativos de entre 20 y 40 puntos básicos anuales.

Estas metas han sido definidas con el objetivo final de que la firma alcance un crecimiento mayor al promedio en todos los mercados y continúe con su proceso de expansión global.

Uno de los ejes principales de la estrategia de expansión ha sido el establecimiento de una red de tiendas minoristas a nivel mundial para consolidar los valores de la marca y mantener su posición en el segmento premium de chocolates.

Desde su lanzamiento en 2009, este canal ha estado en continuo desarrollo. En la actualidad, las tiendas reciben alrededor de 80 millones de visitas al año. Durante 2019, se abrieron locales en determinados destinos con atractivo turístico, como Amsterdam, Estrasburgo, Budapest, Moscú, Frankfurt y Boston, entre otros. En 2020, se inauguró la tienda Lindt más grande del mundo (500m²) en Suiza. Las tiendas pretenden ofrecer un ambiente exclusivo para la marca y afianzar un diseño distintivo.

Dadas las excepcionales circunstancias atravesadas durante el 2020, el 31 de marzo de ese año la firma retiró sus perspectivas financieras y de crecimiento. Sin embargo, se sostienen los objetivos principales de crecimiento orgánico de las ventas de manera sostenible en el largo plazo.

2.5. Sustentabilidad

Lindt & Sprüngli lleva adelante un Plan de Sustentabilidad, con el objetivo estratégico de hacer sustentable su cadena de valor y reducir los efectos negativos que se produzcan a lo largo de ella, desde la compra de materia prima y producción hasta el consumo, y de lograr un crecimiento sostenible para la compañía.

En el marco de este plan, el grupo se enfoca en las cuestiones de índole social y ambiental que pueden verse más afectadas por el desarrollo del negocio. Las acciones que se llevan adelante buscan asegurar la provisión de materia prima de alta calidad en el largo plazo y consolidar el desarrollo económico sustentable de la compañía. Adicionalmente, tienen un efecto positivo interno, ya que reducen los riesgos operacionales y aumenta el compromiso del personal.

El marco general del plan está conformado por cuatro objetivos centrales:

- Mejorar el sustento (medios de vida) de los agricultores en los países de origen;
- Contribuir con un medio ambiente intacto;
- Promover la cooperación exitosa dentro de la empresa; y

- Deleitar a los consumidores.

Imagen 3: Objetivos centrales del Plan de Sustentabilidad de Lindt & Sprüngli



Fuente: Elaboración propia en a los Reportes Anuales de la Compañía 2020

La selección de los granos de cacao, materia prima fundamental para la compañía, es crítica para el desarrollo de productos que cumplan los altos estándares de calidad de la empresa. Una de las bases para la provisión sustentable de la cadena de valor del grano de cacao es el modelo “*bean to bar*” (del grano a la barra). Con este, la compañía busca conocer con exactitud de dónde provienen los granos de cacao que utiliza como materia prima para sus productos y bajo qué condiciones se cultivaron. La trazabilidad de los granos es fundamental para promover el cultivo responsable en los países de origen.

En el año 2008, el grupo lanzó el Programa de Agricultura de Lindt & Sprüngli, con el objetivo de alcanzar un suministro de granos de cacao 100% rastreables al origen y verificados externamente para el 2020, y para dar apoyo a los agricultores y las comunidades locales de los países productores.

El programa tuvo sus inicios en Ghana y se extendió a otras regiones proveedoras de granos de cacao en años subsiguientes: Ecuador (2014), Madagascar (2015), Papúa Nueva Guinea (2017) y República Dominicana (2018). Esto significa que actualmente todos los países que proveen de cacao a la empresa forman parte del programa.

Para los agricultores de cacao de estos países, este cultivo es una importante fuente de ingresos. La iniciativa permite que estos, sus familias y su comunidad perciban los beneficios directos de las inversiones que se hacen, y en consecuencia experimenten una mejora en sus medios de vida. Por eso, el programa también implementa capacitaciones y entrenamiento a los agricultores no solo en materia de cultivo del cacao si no también en cómo administrar su negocio, y les provee herramientas y equipamiento para desarrollar mejor sus tareas.

El Programa de Agricultura se financia mediante una prima en el precio por tonelada de grano de cacao y a través de contribuciones de la organización benéfica Lindt Cocoa Foundation. Tiene un presupuesto anual aproximado de 12 millones de USD.

En 2020 el grupo reporta haber alcanzado uno de sus más importantes objetivos en el marco del programa: la totalidad de los granos de cacao que utilizan son rastreables al origen y están verificados externamente. Adicionalmente, ese año se reporta una disminución del 10% en emisiones de gases por tonelada de producción en el proceso productivo, en comparación con 2015, y una disminución del 10% en el consumo de agua por tonelada de producción en el proceso de fabricación, en comparación con 2015.

2.6. Rating ESG

Los criterios de Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) abarcan aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo que se tienen en cuenta al momento de invertir en una empresa. Es una forma de evaluar determinados factores relacionados con el impacto ambiental y social de una firma.

Existen diversos sistemas de calificación de ESG, que manejan las agencias de calificación. Algunos de ellos están basados en desempeño y otros en riesgo. Estas agencias de calificación recopilan información relevante para la evaluación del ESG y en base a ello asignan puntajes y elaboran ratings. Una de las agencias de calificación de ESG más reconocidas en la actualidad es MSCI.

El modelo de calificación de ESG empleado por MSCI busca medir la resistencia que tiene una empresa a riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo a largo plazo. Las calificaciones se agrupan en tres categorías: líder (AAA, AA), promedio (A, BBB, BB) y rezagado (B, CCC).

La calificación ESG de MSCI asignada a Lindt & Sprüngli es A, y la misma se ha mantenido sin variaciones desde diciembre de 2018. Esto significa que, dentro de las 88

compañías de la industria de alimentos analizadas, esta se ubica en el rango intermedio o promedio.

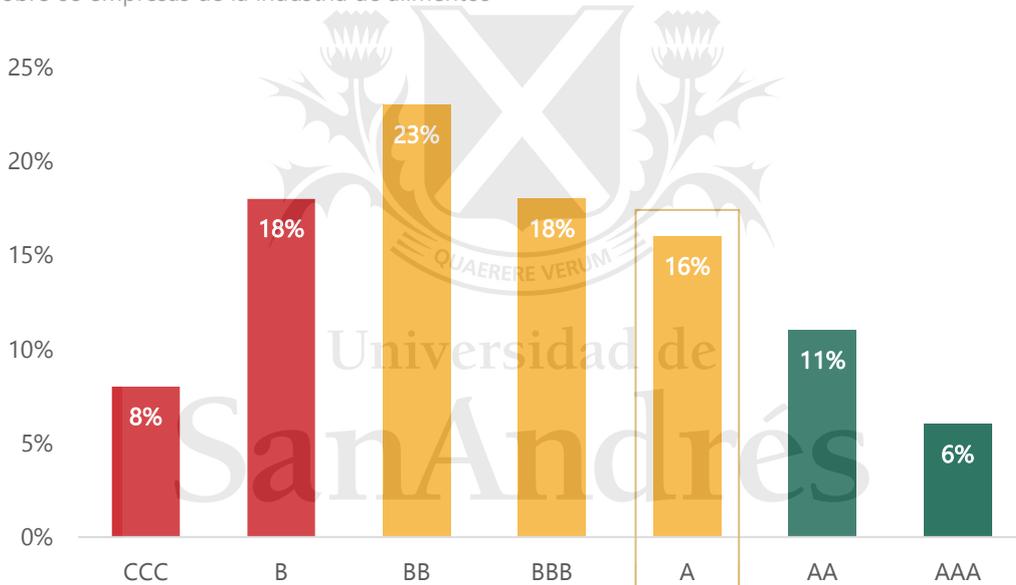
Imagen 4: MSCI ESG Rating de Lindt & Sprüngli

Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG
(LISN)



Fuente: MSCI.com

Gráfico 12: Distribución del rating ESG de empresas de la industria de alimentos sobre 88 empresas de la industria de alimentos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MSCI.com

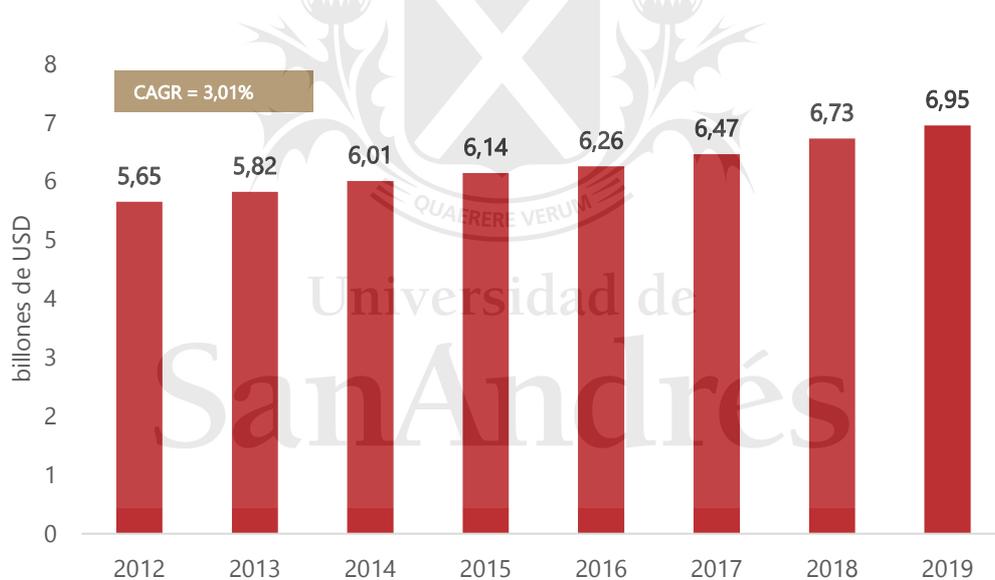
3. Análisis de la Industria

3.1. El mercado global de alimentos

La industria de los alimentos comprende a los mercados de alimentos procesados y no procesados. Los alimentos no procesados, o frescos, son aquellos que tienen una vida relativamente corta, como los productos agrícolas frescos, la carne o los mariscos. Los alimentos procesados son aquellos que se obtienen mediante algún proceso de transformación.

En 2019, el mercado global de alimentos reportó ventas por un total de 6,95 billones de USD. El segmento de mayor participación ha sido el de Confitería y Snacks, seguido de los segmentos de Carne y Panificados y Cereales.

Gráfico 13: Evolución de ventas totales del mercado global de alimentos 2012-2019
en billones de USD



Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Como puede observarse en el Gráfico 13, las ventas totales han tenido un crecimiento sostenido y estable a lo largo de los años. La CAGR para el período 2012 a 2019 asciende a 3,01%.

En 2019, las ventas originadas en el mercado de alimentos de China ascendieron a 1,1 billones de USD. Esto lo convierte en el mercado de alimentos más grande del mundo. El segundo más grande es el mercado de Estados Unidos, cuyas ventas ascendieron a 860

mil millones de USD. El tercer lugar lo ocupa India, con ventas de 463 mil millones de USD.

El mercado está compuesto por 13 segmentos de alimentos procesados y no procesados. En la Tabla 5, expuesta a continuación, puede apreciarse el detalle de segmentos, las categorías que comprende cada uno, el total de ventas reportadas para el año 2019 y su participación sobre las ventas totales del mercado de alimentos.

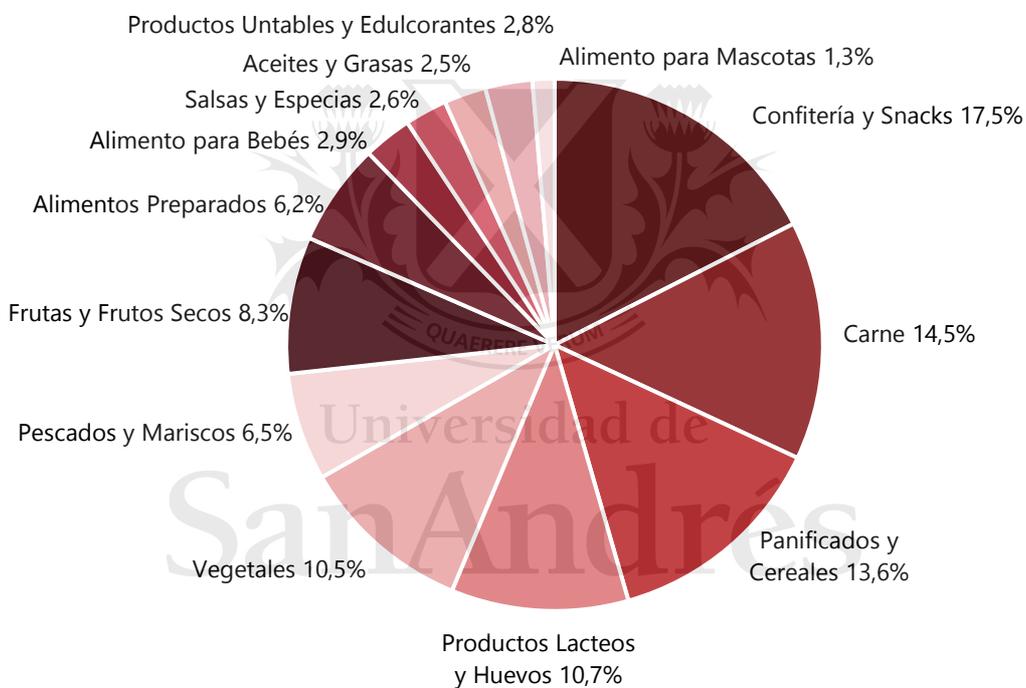
Tabla 5: Segmentos del mercado global de alimentos, categorías y ventas 2019
en miles de millones de USD y %

Segmento	Categorías	Ventas 2019	% sobre ventas
Confitería y Snacks 	Confitería de chocolate, confitería de azúcar, helados, tortas, snacks, galletas	1.215,3	17,5%
Carne	Carne fresca, productos de carne procesados	1.008,8	14,5%
Panificados y Cereales	Panificados frescos, pasta, arroz, cereales para desayuno, otros cereales	944,5	13,6%
Productos Lácteos y Huevos	Leche, yogur, quesos, huevos, sustitutos no lácteos, leche en polvo	743,1	10,7%
Vegetales	Vegetales frescos, vegetales congelados, vegetales procesados	727,4	10,5%
Pescados y Mariscos	Pescados frescos y congelados, mariscos frescos y congelados, pescados y mariscos procesados	455,2	6,5%
Frutas y Frutos Secos	Frutas frescas, frutas procesadas, frutos secos	579,1	8,3%
Alimentos Preparados	Comidas listas para consumir, sopas	432,6	6,2%
Alimento para Bebés	Preparaciones para alimentación infantil, fórmula para bebés	204,4	2,9%
Salsas y Especias	Kétchup, salsas, condimentos, especias y hierbas	177,7	2,6%
Aceites y Grasas	Manteca, margarina, aceites comestibles, grasas comestibles de origen animal	176,0	2,5%
Productos Untables y Edulcorantes	Jaleas, mermeladas, cremas untables de chocolate, mantequilla de maní, azúcar, miel y edulcorantes artificiales	197,5	2,8%
Alimento para Mascotas	Alimento para perros, gatos y otras mascotas	92,4	1,3%
Total		6.954,0	

Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Como ya se ha mencionado en párrafos anteriores, el segmento de Confitería y Snacks es el más importante del mercado. En 2019 sus ventas ascendieron a un total de 1,2 billones de USD, lo que representa un 17,5% del total de ventas del mercado de alimentos. Le siguen el segmento de Carnes, que reportó ventas por 1 billón de USD (14,5%) y el segmento de Panificados y Cereales, con ventas que ascienden a los 944,5 mil millones de USD (13,6%).

Gráfico 14: Distribución de ventas del mercado de alimentos por segmento 2019
% sobre total de ventas del mercado de alimentos



Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

El negocio de Lindt & Sprüngli se ubica dentro del mercado de Confiterías, principalmente en la categoría de confiterías de chocolate. Es una de las compañías líderes del segmento a nivel mundial, como se verá más adelante.

El principal canal de ventas del mercado lo constituyen las tiendas físicas de ventas minoristas, como supermercados e hipermercados. Los canales de venta online de este tipo de bienes están comparativamente poco desarrollados. La participación de este canal

de venta suele ser mayor en lugares donde se han implementado estrategias que combinan la compra online con el retiro de los productos en tiendas físicas.

A nivel global, el comercio electrónico ha tenido un impacto tan significativo que ha cambiado la estructura del comercio de bienes. El fácil acceso a dispositivos con internet y el aumento de tiendas online ha influenciado un cambio en el comercio minorista y en las conductas de consumo de las personas. En lo que respecta al mercado de alimentos, factores como el volumen relativo de los alimentos, su bajo precio por kilogramo y el desafío logístico que supone mantener la cadena de frío, habían constituido, hasta la fecha, obstáculos para el desarrollo del comercio electrónico dentro de esta industria. Sin embargo, durante el último año se ha visto un aumento de las compras de alimentos mediante canales online como consecuencia de la pandemia.

En términos generales, este mercado se caracteriza por sus rendimientos estables a lo largo del tiempo. Ello se debe principalmente a que los alimentos son bienes de consumo esencial, por lo que, si bien es posible que los consumidores realicen pequeños ajustes a su presupuesto ante variaciones en su situación financiera, difícilmente puedan eliminar o hacer recortes muy significativos a este gasto. En los próximos años se espera un crecimiento, principalmente de los segmentos de alimentos procesados, como consecuencia del aumento de la renta disponible en mercados emergentes.

La pandemia por COVID-19 ha tenido un impacto significativo en la industria y ha generado ciertos cambios en la conducta de los consumidores. Debido a los cierres o restricciones a los sectores hoteleros, gastronómicos y de servicios de catering, un porcentaje del consumo que se efectuaba fuera de los hogares se está transformando en consumo de comida a domicilio.

3.2. El mercado de la Confitería y Snacks

El segmento de Confitería y Snacks comprende alimentos procesados dulces y salados, como confitería de chocolate, confitería de azúcar, helados, tortas y productos de pastelería, galletas y snacks. Las categorías que pertenecen al segmento de Confitería se caracterizan por su alto contenido de azúcar o sustitutos de esta, y por su bajo aporte de nutrientes y alto contenido calórico y de carbohidratos.

En términos de volumen físico de ventas, durante el año 2019 este segmento reportó ventas equivalentes a 179,6 miles de millones de kilogramos.

Gráfico 15: Evolución de ventas totales del mercado de Confitería y Snacks 2012-2019
en billones de USD



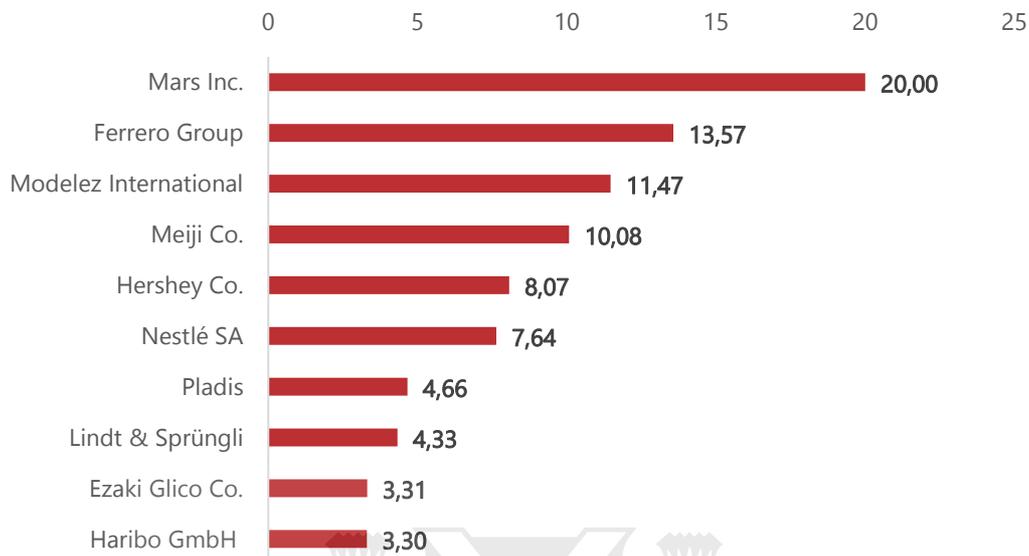
Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

Durante los últimos 8 años, las ventas del segmento a nivel mundial han mantenido una leve tendencia alcista, pasando de poco más de 1 billón de USD en 2012 a los 1,2 billones de USD en 2019. Como puede observarse en el Gráfico 15, la CAGR para el período 2012-2019 ha sido del 2,6%, es decir ha sido ligeramente inferior a la del mercado de alimentos, que se ubicó en un 3,01%.

El porcentaje de participación del segmento en las ventas globales del mercado de alimentos se ha mantenido constante a lo largo de los 8 años evaluados, siempre alrededor del 17,5%.

Tanto el segmento de Confitería como el de Snacks se caracterizan por ser altamente competitivos. Las magras tasas de crecimiento de estas industrias hacen que las empresas participantes deban competir entre sí para mantener su cuota de participación en el mercado. Como se puede observar en el Gráfico 16, las compañías que lideran el mercado de la confitería son multinacionales de gran tamaño y reconocido prestigio.

Gráfico 16: Compañías líderes en el segmento de Confitería en 2020
ventas netas en miles de millones de USD

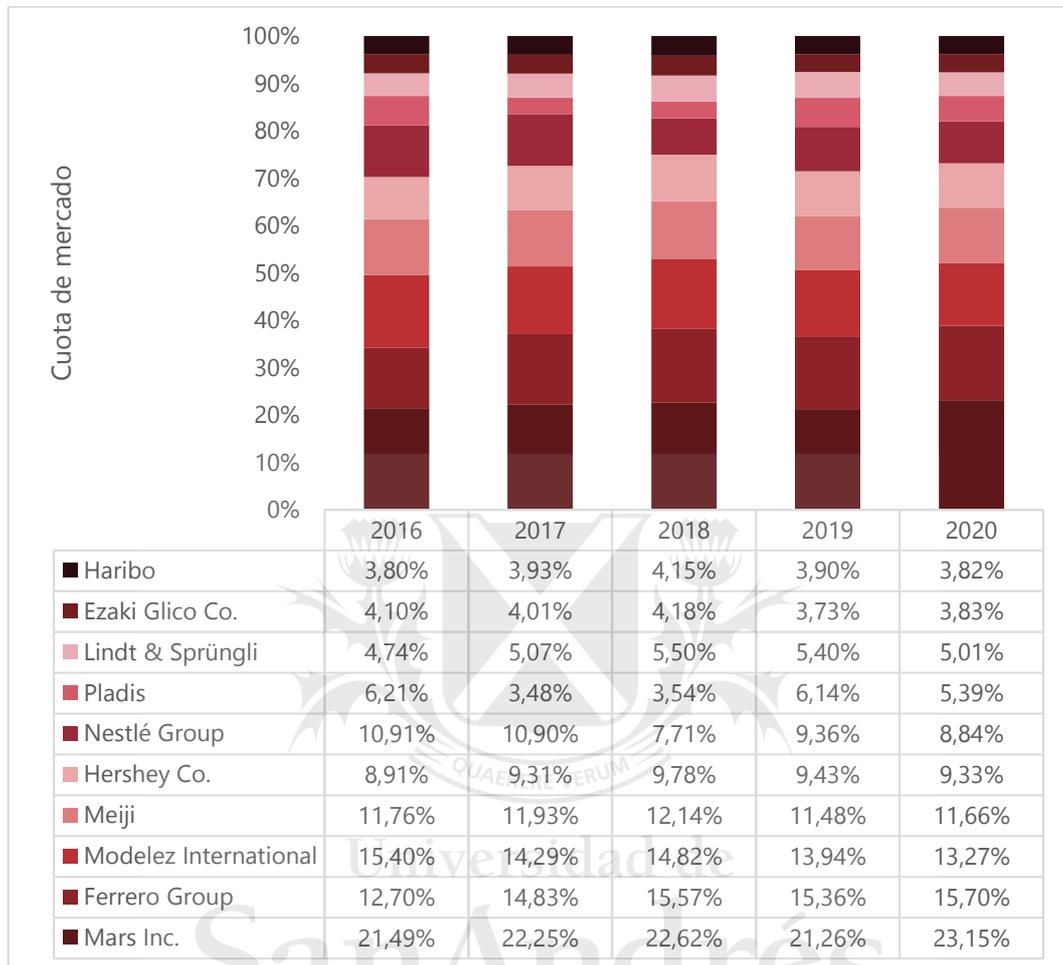


Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

Para profundizar el estudio, resultaría conveniente evaluar la cuota de mercado de estas compañías y su evolución durante los últimos años. Dado que no se cuenta con datos actualizados sobre este tema, a los fines de este análisis se sumarán las ventas de las 10 empresas que se exponen en el gráfico anterior, y se evaluará cómo ha evolucionado la participación de cada una sobre este total desde el año 2016 hasta el 2020.

Los resultados obtenidos pueden observarse en el Gráfico 17. En el caso de Lindt & Sprüngli, bajo este supuesto, su participación sobre el total aumentó en 2017 y en 2018, pero experimentó bajas en 2019 y en 2020.

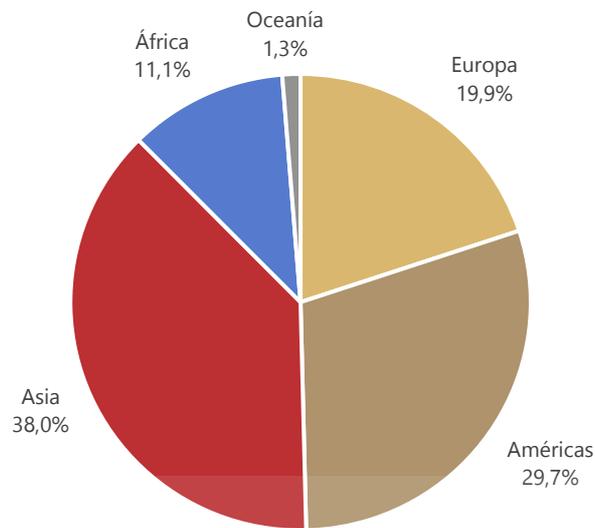
Gráfico 17: Evolución cuota de mercado de 10 compañías líderes en segmento de Confeitería



Fuente: Elaboración propia en base a datos de www.candyindustry.com

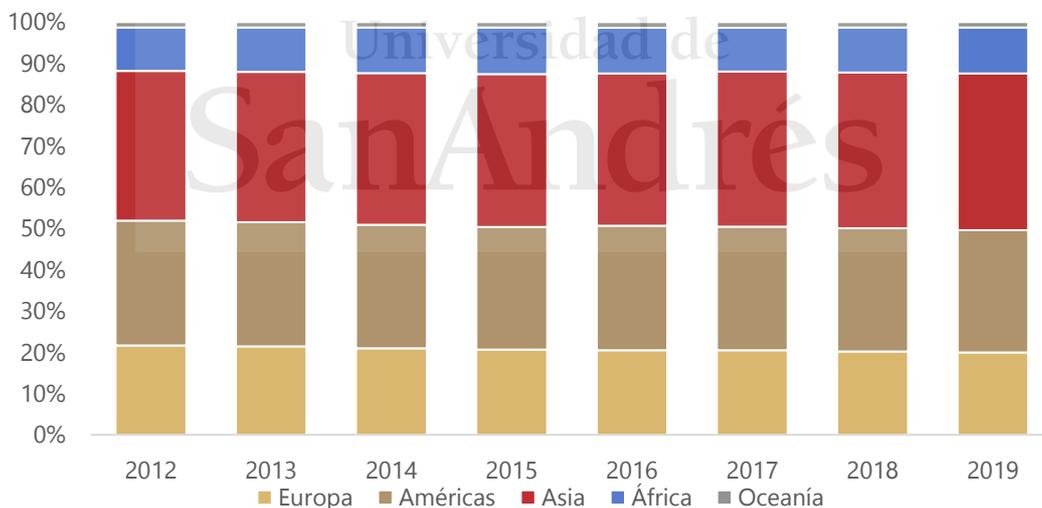
La región donde se concentra la mayor parte de las ventas del 2019 es Asia, con un 38% de participación. Con casi 10 puntos porcentuales de diferencia le sigue la región de las Américas (incluye América del Norte, América Central y América del Sur) con un 29,7% de las ventas totales, y en tercer lugar Europa, con un 19,9% de participación. Finalmente, las regiones de África y Oceanía explican el 11,1% y 1,3%, respectivamente.

Gráfico 18: Distribución de ventas del segmento Confiterías y Snacks por región 2019
 en %



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

Gráfico 19: Evolución de las ventas 2012-2019 del segmento Confiterías y Snacks por región geográfica
 en %



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

Como puede verse en el Gráfico 19, la participación por zona geográfica se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los años. Ninguna de las regiones ha experimentado cambios significativos en su porcentaje de participación. En los casos de Europa y Asia, los cambios entre 2012 y 2019 no han superado los 2 puntos porcentuales.

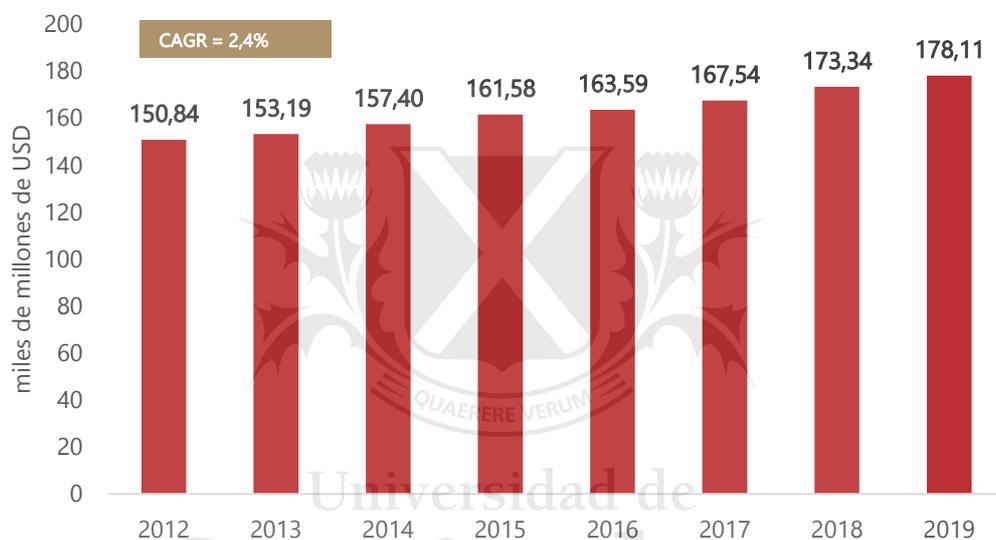
3.3. Confitería de Chocolate

El subsegmento de Confiterías de Chocolate ha reportado ventas a nivel mundial por un total de 178,1 mil millones de USD en el año 2019.

Como puede apreciarse en el Gráfico 18, los ingresos por ventas de la industria del chocolate han crecido de manera sostenida durante el período 2012-2019. Ello da como resultado una CAGR de 2,4%.

Gráfico 20: Evolución de ventas totales del mercado de Confitería de Chocolate

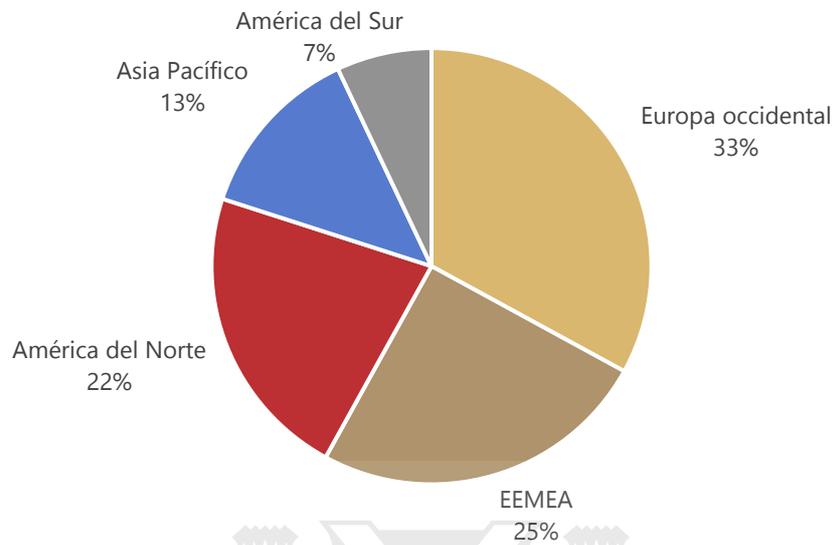
miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

En 2019, la región de Europa occidental fue la que concentró la mayor participación del mercado en todo el mundo, con un tercio del total reportado. La región que abarca Europa del Este, Medio Oriente y África representa un 25% del mercado, América del Norte otro 22% y Asia Pacífico un 13%. América del Sur es la región con menor participación de mercado, con un 7%.

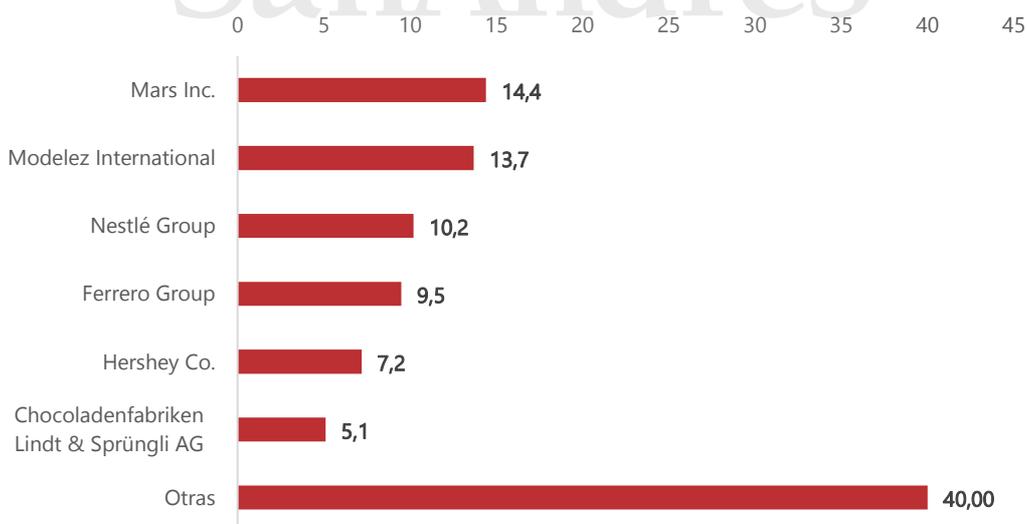
Gráfico 21: Cuota de mercado de Confitería de Chocolate por región 2019-2020
en %



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

El Gráfico 22, que se expone a continuación, permite ver que en el subsegmento de Chocolates ocurre algo similar a lo descrito en el segmento de Confiterías acerca de la concentración del mercado.

Gráfico 22: Compañías líderes en el subsegmento de Confitería de Chocolate en 2016
en % de participación de mercado



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista

Casi el 40% del mercado está controlado por las tres empresas más grandes. El 60% del mercado está controlado por las seis empresas más importantes, entre las que se encuentra Lindt & Sprüngli, en sexto lugar, con una participación del 5,1%

3.4. Tendencias del mercado

El mercado de los alimentos está enfrentando un proceso de cambios significativos en las preferencias de sus consumidores. En los últimos años han surgido nuevas tendencias de consumo que obligan a las empresas de esta industria tan competitiva a adaptarse rápidamente.

Una de las tendencias que ha cobrado creciente relevancia es el interés en llevar un estilo de vida más saludable y con un menor impacto negativo sobre el medio ambiente. Los consumidores están cada vez más interesados en consumir marcas o productos con un mejor contenido nutricional, de compañías que tomen en cuenta el impacto ambiental de sus procesos productivos y adopten medidas para promover la sustentabilidad de sus cadenas productivas.

En línea con esto, las personas están reduciendo el consumo de ciertos tipos de comidas y bebidas, como los alimentos procesados, las bebidas azucaradas o los alimentos con alto contenido de azúcares o grasas. Muchas personas eligen reducir su consumo de carne en pos de incorporar a su dieta más comida de origen vegetal. Como ejemplo de ello puede observarse el auge de las hamburguesas de origen vegetal, que actualmente representan la proporción más importante del mercado de alimentos de origen vegetal. Uno de los desafíos para la expansión de este segmento de la industria es el precio de sus productos, que suele ser relativamente elevado (en comparación a los productos de origen animal que buscan reemplazar).

También es creciente entre la población la adopción de dietas con características específicas, como el vegetarianismo, el veganismo, la dieta paleo, la cetogénica, entre otras. En los últimos tiempos, estas dietas han tenido amplia difusión a través de redes sociales, y ello ha influenciado los gustos de los consumidores y su conducta a la hora de comprar, ya que se buscan productos que cumplan con determinados criterios.

Además, el interés de los consumidores por conocer los ingredientes que componen los alimentos procesados es cada vez mayor. Se priorizan los productos con etiquetado más transparente, con el objetivo de reducir o evitar el consumo de alimentos que contengan ingredientes como colorantes o aditivos.

Las compañías del mercado pueden adaptarse a esta tendencia ofreciendo no solo un etiquetado más transparente, si no también mayor información sobre su cadena de suministros.

Los supermercados están diversificando sus negocios al ofrecer alternativas de comidas preparadas para llevar. Ello se debe a la creciente demanda por parte de los consumidores de productos más frescos en reemplazo de comidas procesadas y envasadas (los productos que tradicionalmente ofrecen los supermercados).

Asimismo, esta tendencia se vio intensificada durante 2020 como consecuencia de los efectos de la pandemia. Antes de la llegada del COVID-19, podía observarse que el aumento de ingresos llevaba a consumidores que disponen de poco tiempo a comer fuera de casa. Sin embargo, las restricciones impuestas sobre el sector gastronómico, que significaron el cierre de restaurantes y bares, y el drástico cambio en las conductas de trabajo de millones de trabajadores que comenzaron a trabajar desde casa, provocó que nuevamente se incrementara el consumo de alimentos dentro del hogar.

En un mercado altamente competitivo como es el de los alimentos, las empresas deben ser capaces de anticiparse a los cambios en la conducta de sus consumidores, y de adaptarse a ellos de manera ágil para poder mantener su participación en el mercado.

Universidad de
San Andrés

4. Análisis Financiero

4.1. Indicadores de rentabilidad

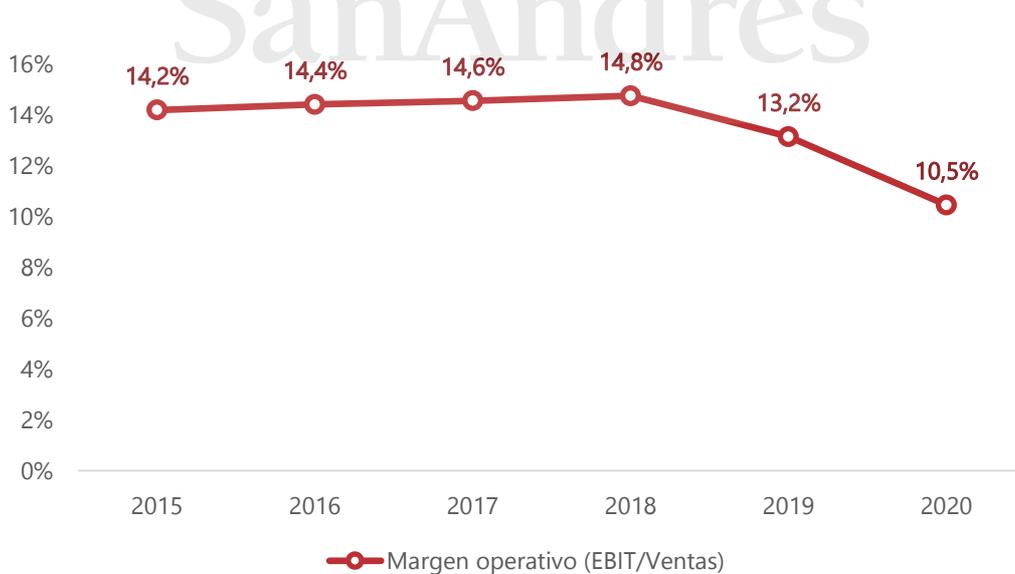
El margen operativo es una medida que nos permite relacionar el resultado operativo de la compañía con las ventas de la misma. Dado que el mismo no tiene en cuenta el efecto de intereses e impuestos, es un ratio que nos permite evaluar la rentabilidad de una empresa en base a sus operaciones.

Como puede observarse a continuación, el grupo ha mantenido un margen operativo estable durante los primeros 4 años bajo análisis (desde 2015 a 2018 inclusive), y ha experimentado una baja a partir del año 2019.

Los motivos que explican la disminución de este ratio para el año 2019 son los mencionados en la sección 2. Descripción del negocio. Por un lado, el EBIT (que es el numerador del ratio) disminuye por el efecto de los Cambios de inventario y del brusco aumento de las depreciaciones. Por otro lado, el denominador del ratio, que son las ventas, sufre un aumento.

La baja evidenciada durante 2020 se debe, principalmente, a la ya mencionada disminución en las ventas (si bien los gastos también disminuyeron, no lo hicieron en la misma proporción que las ventas).

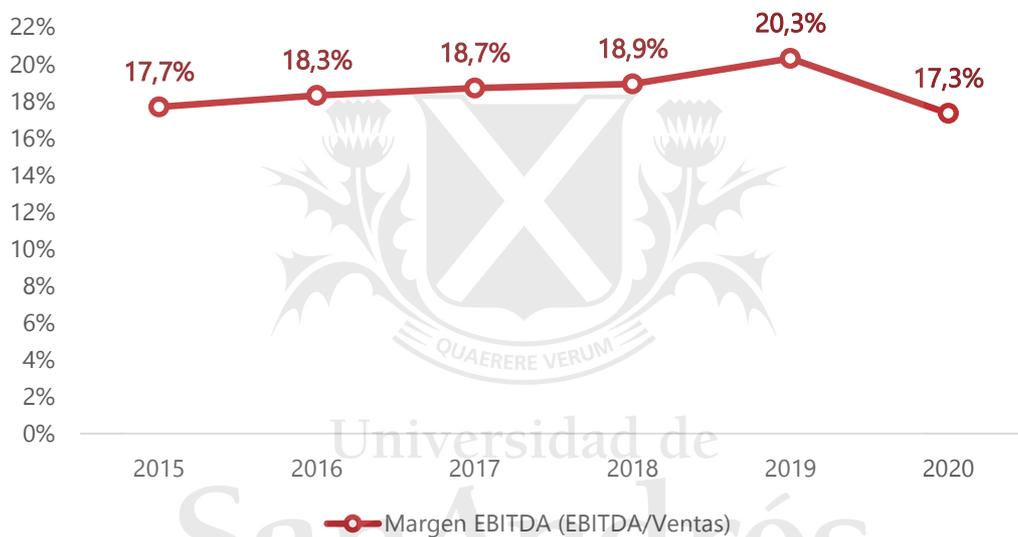
Gráfico 23: Evolución del margen operativo de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
% sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

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

Gráfico 24: Evolución del margen EBITDA de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
% sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

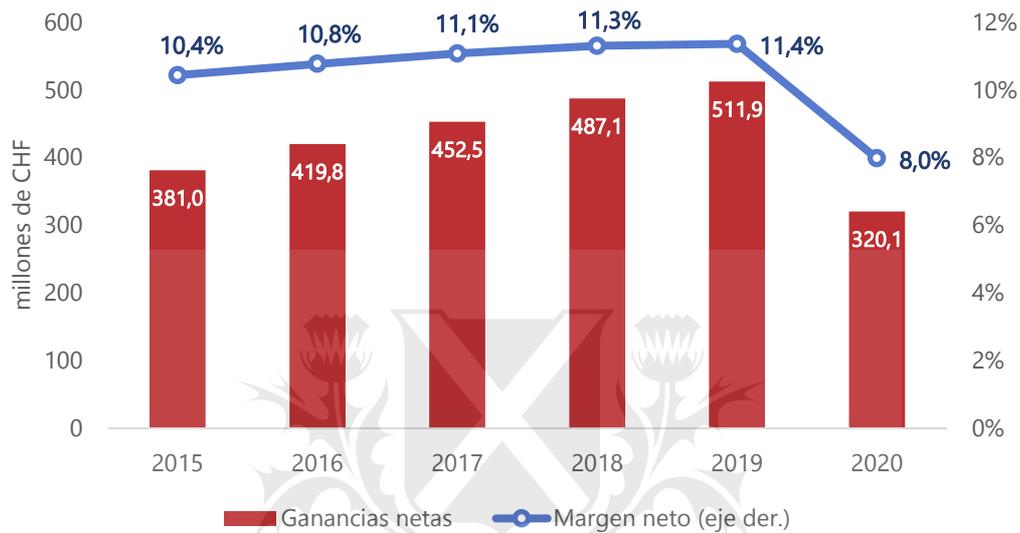
Este ratio también muestra un comportamiento estable durante el período 2015-2018, pero puede observarse que en 2019 tiene un aumento de 1,4 puntos porcentuales, mientras que el margen operativo en ese mismo año había sufrido una disminución de 1,6 puntos porcentuales. Esto puede explicarse, principalmente, por el efecto que tuvo sobre el EBIT el fuerte aumento del rubro depreciaciones y amortizaciones (de 2018 a 2019 aumentaron en un 79,8%).

Tanto el margen operativo como el margen EBITDA resultarán de utilidad cuando se realice la comparación con pares de mercado.

Los resultados netos de la compañía muestran una evolución similar a la de las ventas totales. Durante el período analizado los resultados se han mantenido positivos, pero la tendencia creciente solo se mantiene desde 2015 hasta 2019, cuando alcanza un

máximo de 511,9 millones de CHF de ganancias netas. Durante el ejercicio siguiente, el resultado neto desciende de manera significativa, incluso a niveles inferiores a los del año 2015.

Gráfico 25: Evolución de las Ganancias Netas de Lindt & Sprüngli Group 2016-2020
millones de CHF y %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

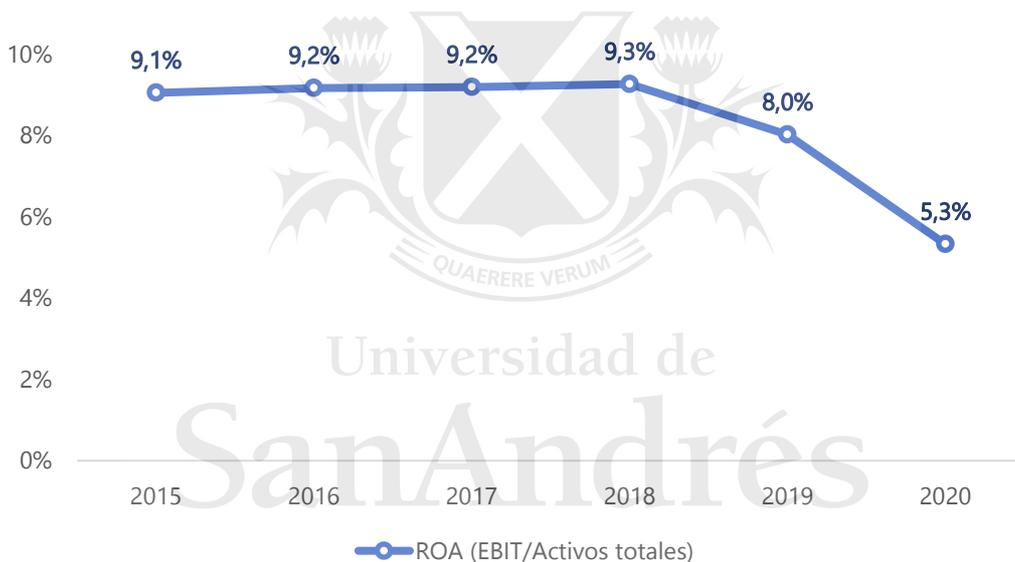
En el período 2016-2017, la compleja situación de los mercados de las principales materias primas (granos de cacao, manteca de cacao y azúcar) mejora como consecuencia de mejores cosechas, y ello provoca que los precios, que se encontraban en niveles record, vuelvan a niveles normales. Los precios de otros insumos, como las avellanas y las almendras, se mantuvieron estables, mientras que los de leche y vainilla sufrieron aumentos. El impacto final de estas variaciones en los resultados del período fue modesto pero positivo.

Durante los ejercicios 2018 y 2019, los precios de los insumos principales se mostraron nuevamente inestables. Tanto los granos como la manteca de cacao experimentaron subas durante los dos años, mientras que insumos como las avellanas bajaron en 2018 pero volvieron a subir de precio de manera significativa en 2019. Sin embargo, la firma pudo ejecutar estrategias de adquisición de materias primas exitosas, y ello le permitió acceder a precios más bajos y amortiguar el impacto sobre sus resultados.

Otras medidas que resultan de utilidad a la hora de evaluar la rentabilidad de la compañía son el ROA y el ROE, dos indicadores de rentabilidad muy utilizados en la práctica financiera.

El ROA es un indicador de rentabilidad que permite medir la eficacia integral de la empresa para generar beneficios con sus activos disponibles, independientemente de cómo se financien estos (con capital propio o ajeno). Para su cálculo se realiza el cociente entre el EBIT y el activo total (se toman los activos promedio, a fin de que, si el rubro experimentara grandes variaciones entre el inicio y el fin del ejercicio, el resultado del ratio se acerque lo más posible a la realidad económica de la empresa).

Gráfico 26: Evolución de la tasa de rendimiento ROA de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020 en %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Para interpretar de manera más completa las variaciones experimentadas, el ROA puede expresarse como:

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

Esta descomposición permite analizar con mayor grado de detalle los motivos de las variaciones del ROA de una compañía. El margen operativo muestra la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y las ventas. A diferencia del margen bruto, que muestra el beneficio directo de la actividad de una empresa, el margen operativo también toma en cuenta los costos operativos, de comercialización, de personal y depreciaciones, pero no se incluyen otros resultados positivos y negativos como los financieros e impositivos. La rotación de activos expresa el número de veces que el activo de la empresa genera ingresos por ventas en un año. Es una medida de la eficiencia con la que se gestionan los activos.

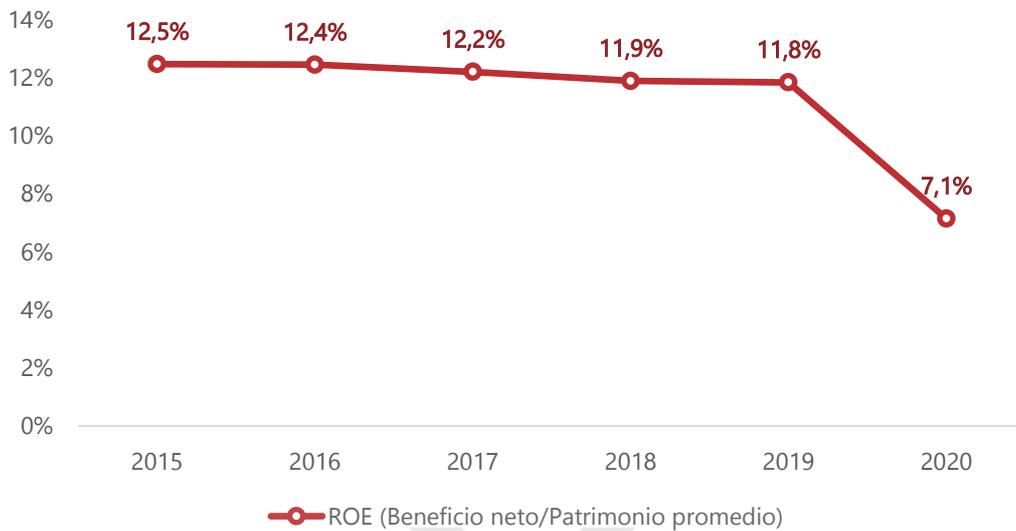
En el caso de Lindt & Sprüngli, el ROA de los años 2015 a 2018 se mantuvo estable, con ligeras variaciones atribuibles a cambios en el margen operativo (que aumentó levemente durante este período), y a variaciones en la rotación de activos.

Durante los últimos dos años, puede observarse una importante caída, aunque como ya hemos mencionado en apartados anteriores, los motivos que explican estas mermas varían de acuerdo al período. En 2019, la rotación de activos disminuye en un poco menos del 3%, pero es el margen operativo el que sufre una importante disminución, de más del 10%, como consecuencia de la caída del EBIT del período y el aumento de las ventas.

Por otro lado, la drástica baja experimentada durante 2020 obedece, como ya se ha mencionado anteriormente, al impacto de las condiciones extraordinarias del contexto a nivel mundial. Durante ese año, el margen operativo de la compañía experimenta una baja del 20,4% en relación con el año anterior, mientras que la rotación de activos refleja una disminución de un 16,5% en relación al mismo período.

El ROE, es un ratio que permite medir la rentabilidad sobre la inversión en patrimonio propio o de propiedad de los accionistas. Se calcula como el cociente entre el resultado neto y el patrimonio neto (también para este cálculo se toma el patrimonio promedio).

Gráfico 27: Evolución de la tasa de rendimiento ROE de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020 en %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

En 2015, el ROE ascendió a 12,5%, y durante los siguientes cuatro años se mantuvo estable con una leve tendencia a la baja, hasta situarse en 11,8% en 2019. La tasa para el año 2020 vuelve a reflejar los efectos de la abrupta disminución de los resultados netos de la compañía.

Este ratio también puede descomponerse para un estudio más pormenorizado, a través de un Análisis Dupont. Bajo este sistema, el ROE puede desagregarse de la siguiente manera:

$$\text{ROE} = \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total promedio}}}_{\text{Rotación de activos}} \times \underbrace{\frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen de utilidad neta}} \times \underbrace{\frac{\text{Activo total promedio}}{\text{Patrimonio Neto}}}_{\text{Multiplicador del capital}}$$

El primer componente es el que ya se analizó para el ROA. El segundo es el margen de utilidad neta, o margen neto, y muestra la relación entre el resultado neto y las ventas. A diferencia del margen bruto, este no solo toma en cuenta los costos operativos y de producción, si no que también se incluyen otros resultados positivos y negativos como los financieros e impositivos, entre otros. El último, llamado multiplicador del capital,

nos muestra el grado de apalancamiento financiero de la compañía. Refleja cuántas unidades monetarias de activos se han logrado financiar con cada unidad monetaria aportada por los accionistas.

Tabla 6: Análisis Dupont de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rotación de activos	0,64	0,64	0,63	0,63	0,61	0,51
Margen de utilidad neta	10,4%	10,8%	11,1%	11,3%	11,4%	8,0%
Multiplicador del capital	1,88	1,82	1,75	1,68	1,71	1,76
ROE	12,5%	12,4%	12,2%	11,9%	11,8%	7,1%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Como puede apreciarse en la Tabla 6, la rotación de activos y el margen de utilidad neta se han mantenido relativamente estables entre 2015 y 2019. La rotación de activos sufrió una leve caída durante 2020, y el margen de utilidad tuvo una baja significativa como consecuencia de los resultados netos del período.

En lo que respecta al multiplicador del capital, este se ha mantenido estable durante todo el período analizado.

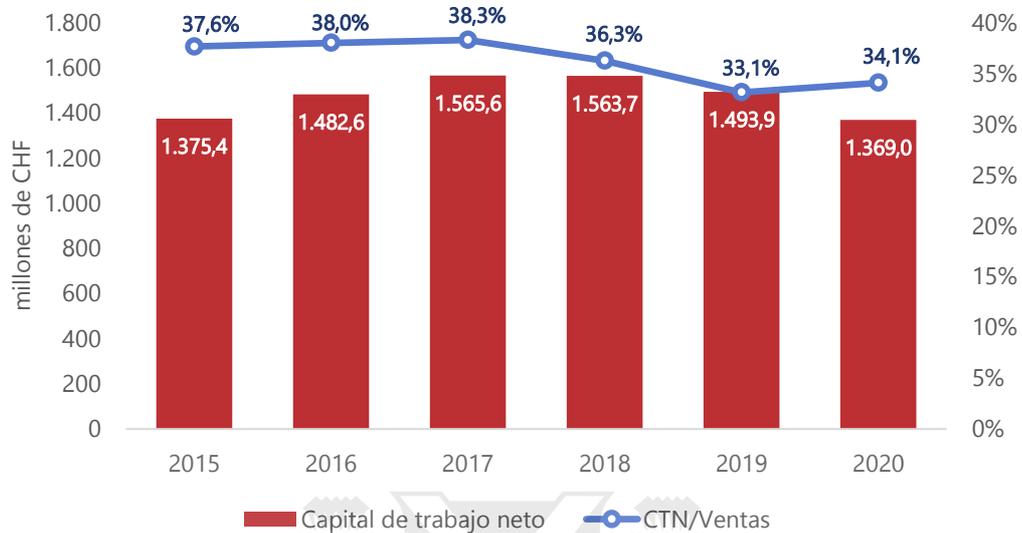
4.2. Gestión operativa

El capital de trabajo es una magnitud que refleja los recursos con los que una empresa puede contar en el corto plazo para sus actividades operativas. Se calcula como la diferencia entre los activos operativos de corto plazo y los pasivos operativos de corto plazo.

Para el cálculo del capital de trabajo neto de Lindt & Sprüngli se tuvieron en cuenta los inventarios, las cuentas por cobrar y los pagos por adelantado para conformar el activo operativo de corto plazo, y las cuentas por pagar a proveedores para el pasivo operativo de corto plazo. No se han tenido en cuenta las existencias de dinero en efectivo y equivalentes, ni los activos o pasivos de índole financiera.

Gráfico 28: Evolución de Capital de trabajo neto y CTN/Ventas de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020

en millones de CHF y %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Como puede apreciarse en el Gráfico 28, el capital de trabajo neto para 2015 era de 1.375,4 millones de CHF. En 2016 y 2017 tuvo aumentos de 7,8% y 5,4% respectivamente, y se mantuvo estable hasta 2018. En 2019 inicia una baja, hasta terminar en 1.369 millones de CHF en el año 2020.

Al relacionar el capital de trabajo neto con las ventas del grupo, se puede analizar la evolución de esta magnitud en relación al volumen del negocio. Si bien este cociente no refleja cambios bruscos, puede observarse que hasta 2018 la relación CTN/Ventas se mantenía arriba del 35%, mientras que en 2020 alcanza una proporción del 34,1%.

Existen otros indicadores que permiten analizar cómo se está llevando la administración de la firma. El ciclo de conversión de caja muestra el tiempo que transcurre desde que se adquiere la materia prima hasta que se cobra el producto vendido. El mismo surge de sumar los días de inventario y de cuentas por cobrar, y restar los días de pago a proveedores.

Como puede verse en la Tabla 7, el ciclo de conversión de caja no ha sufrido variaciones significativas durante los 6 años bajo análisis. Los días de cuentas por cobrar y los días de proveedores también se han mantenido en niveles bastante estables, aunque el primero ha mostrado ligeras mejoras. Los días de inventario, por el contrario, muestran una leve desmejora desde los valores de 2015.

Tabla 7: Evolución de indicadores de gestión operativa de Lindt & Sprüngli Group

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Días de inventario	109	107	110	114	110	115
Días de cuentas a cobrar	91	89	91	88	81	82
Días de proveedores	32	30	31	33	33	33
Ciclo de conversión de caja	168	166	169	169	158	163

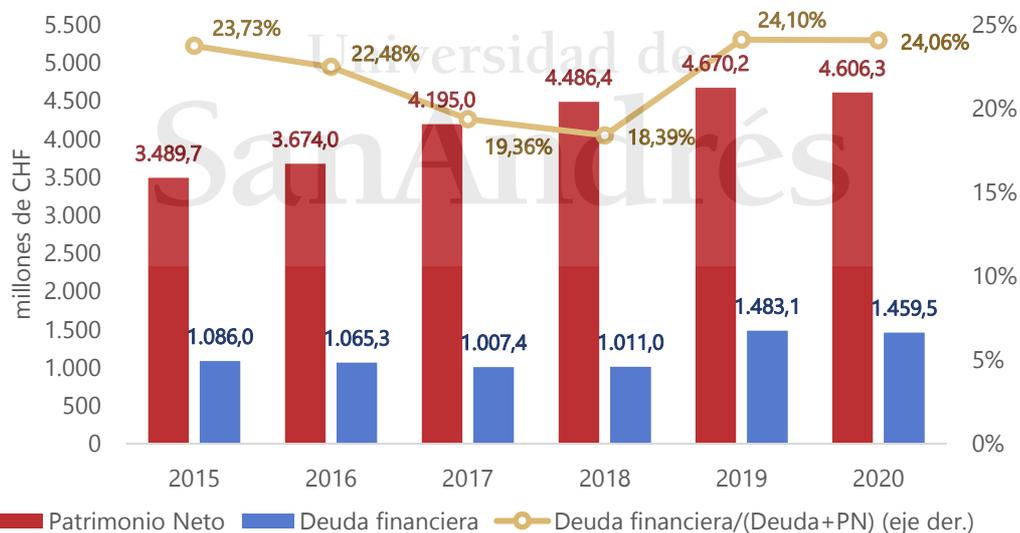
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

4.3. Estructura de capital y endeudamiento

Las deudas financieras que tiene el grupo son de corto y largo plazo, y representan en promedio (teniendo en cuenta los Balances de 2015 a 2020) entre el 30% y el 40% del pasivo total reportado.

Gráfico 29: Evolución de deuda financiera y patrimonio neto de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020

en millones de CHF y %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

Las deudas financieras se mantienen casi sin variaciones durante los primeros cuatro años del período analizado. Sin embargo, en 2019 se puede observar un brusco aumento, de más del 45%. Esto se debe, principalmente, al hecho de que a partir del 1 de enero de ese año el grupo comienza a aplicar la norma NIIF 16 “Arrendamientos” en

reemplazo de la IAS 17, que establece los principios para el reconocimiento, medición y presentación de los arrendamientos.

Como ya se había mencionada en apartados anteriores, el impacto de la adopción de esta norma en el Balance puede verse en el aumento general del mismo por reconocimiento de activos por derechos de uso y pasivos por arrendamiento corrientes y no corrientes.

A continuación, se incluye un detalle de la composición y evolución de la deuda financiera de la compañía:

Tabla 8: Composición de Deuda financiera de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020
en millones de CHF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Corrientes	87,1	316,4	9,2	12,3	573,0	72,0
Préstamos bancarios y otros	87,1	66,5	9,2	12,3	5,6	3,1
Préstamos	-	-	-	-	-	0,8
Bono 250 millones CHF tasa variable 2014–2017	-	249,9	-	-	-	-
Bono 500 millones CHF 0.5% 2014–2020	-	-	-	-	499,9	-
Arrendamientos	-	-	-	-	67,5	68,1
No corrientes	998,9	748,9	998,2	998,7	910,1	1.387,5
Bono 500 millones CHF 0.5% 2014–2020	499,1	499,3	499,5	499,7	-	-
Bono 250 millones CHF 1.0% 2014–2024	248,2	248,4	248,6	248,8	248,9	249,2
Bono 250 millones CHF 0.3% 2017–2027	-	-	249,4	249,4	249,6	249,6
Bono 250 millones CHF 0.01% 2020–2028	-	-	-	-	-	249,4
Bono 250 millones CHF 0.25% 2020–2032	-	-	-	-	-	249,2
Bono 250 millones CHF tasa variable 2014–2017	249,8	-	-	-	-	-
Préstamos	1,8	1,2	0,7	0,8	-	-
Arrendamientos	-	-	-	-	411,6	390,1
Deuda financiera	1.086,0	1.065,3	1.007,4	1.011,0	1.483,1	1.459,5
Variación Deuda financiera		-1,9%	-5,4%	0,4%	46,7%	-1,6%
Deuda financiera/Patrimonio Neto	31,1%	29,0%	24,0%	22,5%	31,8%	31,7%
Deuda financiera/Pasivo total	39,2%	38,7%	36,2%	36,6%	44,0%	42,4%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

En 2019 puede verse en el Balance del grupo el reconocimiento de pasivos por arrendamiento por un total de 479,1 millones de CHF, de los cuales 67,5 pertenecen al pasivo corriente y 411,6 al pasivo no corriente. Ello explica la mayor parte del aumento del pasivo entre 2018 y 2019, el consecuente aumento de la deuda financiera, y la variación de la relación entre deuda financiera y patrimonio neto.

Como puede observarse en la Tabla 8, los pasivos de mayor importancia dentro de la deuda financiera provienen del mercado de capitales. Al cierre del ejercicio 2020 el grupo tiene 4 bonos vigentes, con vencimientos en 2024, 2027, 2028 y 2032, que representan el 68,3% de la deuda financiera. Los arrendamientos representan el 31,4% y los préstamos bancarios y de otro origen representan el 0,3% restante.

Existe una amplia variedad de ratios que pueden contribuir a una mayor comprensión de la estructura de financiamiento de la compañía. A continuación, se analizarán algunos de ellos:

Tabla 9: Evolución de ratios de estructura financiera de Lindt & Sprüngli Group 2015-2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (Pasivo total/Patrimonio Neto)	0,79	0,75	0,66	0,62	0,72	0,75
Endeudamiento financiero (Deuda financiera/Patrimonio Neto)	0,31	0,29	0,24	0,23	0,32	0,32
Cobertura de intereses (EBITDA/Intereses financieros)	58,71	50,64	49,00	41,02	26,17	24,42
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	2,14	1,89	2,65	2,85	1,76	2,31
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,17	0,17	0,14	0,14	0,18	0,18

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2015-2020

El ratio de endeudamiento es la razón entre el pasivo y el patrimonio neto. Puede interpretarse como la cantidad monetaria de deuda que existe por cada unidad monetaria de patrimonio de propiedad de los accionistas. En este caso, los resultados señalan que los pasivos de la compañía representan, en promedio, el 70% del patrimonio neto. El ratio se ha mantenido en niveles estables durante los últimos seis años, mostrando ligeras bajas en 2017 y 2018, pero volviendo a valores iniciales en 2020.

El endeudamiento financiero muestra la relación entre la deuda financiera de la firma y el patrimonio neto. En 2015 este ratio tomaba un valor de 0,31, y durante los tres años siguientes descendía hasta posicionarse en 0,23. A partir de 2019 vuelve a niveles superiores al 0,30.

El ratio de cobertura se calcula como el cociente entre el EBITDA y los intereses financieros. Este alcanzó en 2015 un valor de 58,71, lo que significa que el EBITDA de

la compañía era equivalente a más de 50 veces el valor de los intereses financieros. Durante los años siguientes se evidencia una importante y sostenida desmejora, llegando a tomar un valor de 24,42 a fines de 2020. Esto se debe al aumento de los gastos de intereses, que en 2015 ascendían a 11 millones de CHF y en 2019 alcanzaron un pico de 35 millones de CHF, para luego descender hasta 28,5 millones de CHF en 2020.

A pesar de las desmejoras señaladas, esta cifra sigue demostrando que el grupo se encuentra en condiciones de afrontar con comodidad sus costos de financiamiento de terceros con los resultados de su actividad principal.

El ratio de liquidez muestra la capacidad de la firma de hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos de corto plazo. Este ha oscilado durante el período, pero en todo momento se mantuvo arriba de 1, lo que significa que, por cada unidad monetaria de deuda de corto plazo, el grupo cuenta con más de una unidad monetaria de activo realizable en el corto plazo.

Finalmente, el ratio de nivel de apalancamiento del grupo no es alto, y se ha mantenido relativamente estable durante los seis años analizados, desde 0,17 en 2015 a 0,18 en 2020. Esta cifra muestra que la deuda financiera de la empresa representa en promedio un 16% del activo total.

4.4. Comparación con pares del mercado

En esta sección se desarrollará la comparación de ratios financieros de Lindt & Sprüngli Group con los de otras compañías de la industria de la confitería de chocolate. Para ello se han elegido tres de las compañías que lideran este segmento: Hershey Co., Mondelez International y Nestlé Group.

A los fines de este análisis se tomará la CAGR 2015-2019 y los datos del ejercicio 2019 para la construcción de los indicadores, para evitar el efecto de la pandemia.

Tabla 10: Indicadores de crecimiento y rentabilidad de Lindt & Sprüngli Group vs. pares del mercado

Indicadores	Lindt & Sprüngli	Hershey Co.	Mondelez International	Nestlé Group
	2019	2019	2019	2019
Crecimiento Ventas (CAGR 2015-2019)	5,40%	1,97%	-3,34%	1,05%
Margen operativo (EBIT/Ventas)	13,2%	20,0%	14,9%	17,4%
Margen EBITDA (EBITDA/Ventas)	20,3%	23,6%	18,9%	21,4%
ROA (EBIT/Activo total)	8,03%	21,72%	6,23%	12,76%
ROE (Resultado Neto/Patrimonio Neto)	11,84%	114,38%	16,06%	26,24%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Lindt & Sprüngli, Hershey Co., Mondelez International y Nestlé Group

En lo que respecta al crecimiento de las ventas, tres de las compañías analizadas han tenido una evolución positiva. La firma que presenta la mayor tasa es Lindt & Sprüngli, con un 5,4%, y en el otro extremo se observa que Mondelez tiene una tasa negativa del -3,34% para el período.

El margen operativo de Lindt & Sprüngli es inferior al de sus pares. La empresa con el ratio más cercano es Mondelez, con un 14,9%, mientras que aquella con la que se observa la mayor diferencia es Hershey, cuyo margen operativo asciende a 20%.

El margen EBITDA de Lindt & Sprüngli se asemeja más al de las restantes compañías. Nuevamente Hershey muestra cifras más altas, un 23,6%, mientras que Mondelez tiene el margen más bajo, con un 18,9%.

En términos de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio neto, pueden observarse muchas diferencias entre compañías. Hershey vuelve a presentar los porcentajes más elevados en ambos casos. El ROA de Lindt & Sprüngli (8,03%) se posiciona entre el de Mondelez (6,23%) y el de Nestlé (12,76%), pero su ROE presenta los resultados más bajos.

Tabla 11: Indicadores de gestión operativa de Lindt & Sprüngli Group vs. pares del mercado

Indicadores	Lindt & Sprüngli	Hershey Co.	Mondelez International	Nestlé Group
	2019	2019	2019	2019
CTN/Ventas	33,1%	13,4%	-1,5%	3,0%
Días de inventario	110	67	60	72
Días de cuentas a cobrar	81	27	32	45
Días de pago a proveedores	33	44	137	143
Ciclo de conversión de caja	158	49	-45	-26

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Lindt & Sprüngli, Hershey Co., Mondelez International y Nestlé Group

La comparación de indicadores de gestión operativa permite ver que Lindt & Sprüngli tiene una relación CTN/Ventas significativamente mayor a la de las restantes compañías. Lo mismo sucede con el ciclo de conversión de caja, lo que significa que la firma tarda mucho más tiempo en volver a convertir en efectivo la materia prima adquirida.

Tabla 12: Indicadores de gestión financiera de Lindt & Sprüngli Group vs. pares del mercado

Indicadores	Lindt & Sprüngli	Hershey Co.	Mondelez International	Nestlé Group
	2019	2019	2019	2019
Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio Neto)	0,72	3,67	1,36	1,42
Endeudamiento financiero (Deuda financiera/Patrimonio Neto)	31,76%	242,65%	67,37%	70,30%
Cobertura de intereses (EBITDA/Intereses financieros)	26,17	11,97	10,10	16,28
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	1,76	1,05	0,50	0,86
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,18	2,65	4,79	2,31

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Lindt & Sprüngli, Hershey Co., Mondelez International y Nestlé Group

Las significativas diferencias vistas entre algunos de los indicadores de endeudamiento de las firmas, como los de endeudamiento y endeudamiento financiero, pueden explicarse por los programas de recompra de acciones que Hershey, Nestlé y Mondelez tienen vigentes. Los programas de recompra de acciones reducen la cantidad de acciones en circulación de cada firma, y suponen una salida de efectivo y una disminución del patrimonio neto.



Universidad de
San Andrés

5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

5.1. Consideraciones preliminares

En este apartado se realizará la valuación de Lindt & Sprüngli Group a través de la metodología de valuación por flujo de fondos descontados, con el objetivo de estimar el valor intrínseco del capital accionario del grupo al 31 de diciembre de 2020. La fecha seleccionada corresponde al último cierre de ejercicio del grupo.

Este método de valuación supone que el valor de una empresa equivale al valor presente del flujo futuro de fondos que la empresa espera generar, descontado a una tasa que refleja el costo de financiamiento de esta.

En la práctica financiera existen dos alternativas metodológicas para calcular el valor de un activo a través de DCF. A los fines de este trabajo de valuación, se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma. El FCFE, o flujo de fondos disponibles, es aquel que ha generado la empresa y que se encuentra “libre” para ser distribuido entre los inversores, entendiéndose como tales a los accionistas y a los acreedores. Para arribar a este, se calcula el flujo de caja de la firma luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como el pago de intereses.

Para construir los flujos es necesario estimar la vida del negocio. Para este trabajo, se asume que la vida del grupo es ilimitada o infinita, ya que se espera que la compañía genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado. Por lo tanto, se realizará una proyección de flujos para un período específico de tiempo y a ello se adicionará una estimación de valor terminal, que equivale al flujo de fondos a perpetuidad con posterioridad a los años de proyección explícita.

Para poder arribar a un valor presente del FCFE será necesario utilizar una tasa de descuento, que refleje los riesgos, las preferencias de los individuos por los fondos presentes a los futuros (valor tiempo del dinero) y el costo de oportunidad. El factor de descuento más utilizado para este cálculo es el costo promedio ponderado de capital, una medida del costo que tiene el financiamiento para una firma, teniendo en cuenta su estructura de capital.

Como lo sugiere su nombre, el WACC es el promedio del costo de los fondos propios, que a partir de ahora denominaremos K_e , y del costo de la deuda, al que denominaremos K_d , ponderado según el porcentaje de participación de cada fuente de

financiamiento sobre la estructura de capital de la empresa. Esta tasa refleja los retornos requeridos por los accionistas y los acreedores de deuda financiera.

Dado que el método de cálculo descripto precedentemente parte de la estimación de flujo de fondos de todos los inversionistas de la empresa, el resultado que se obtendrá será el del valor de la empresa. Con posterioridad se deberán efectuar algunos ajustes para llegar al valor del capital accionario de Lindt & Sprüngli Group, que consisten en sustraer del valor de la empresa el valor de la deuda financiera del grupo a la fecha de la valuación.

Lo expuesto puede resumirse mediante la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT_N}{(1+r)^N} \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FCFF_{N+1}}{(r-g)}$$

Donde:

VP_{FF} : valor presente del flujo futuro de fondos

$FCFF_t$: flujo de fondos disponible para la firma en el momento “t”

r: tasa de descuento

VT_N : valor terminal en el momento “N”

g: tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

Entre las ventajas de este método puede destacarse el hecho de que permite obtener una valuación en términos absolutos.

Entre las principales limitaciones está la dificultad que supone la estimación de flujos futuros, ya que los mismos dependen de muchos factores que son inciertos. Además, el resultado de la variación puede verse afectado de manera significativa ante pequeños cambios en alguna de las variables clave, como la tasa de descuento o de crecimiento. Por ello, el modelo funciona mejor cuando se utiliza para valorar firmas maduras, con cuotas de mercado estables, como es el caso de Lindt & Sprüngli.

Este apartado, que corresponde a la valuación, se desarrollará en dólares estadounidenses. Por lo tanto, los flujos de fondos se proyectarán en USD y la tasa de descuento se estimará de forma tal que guarde consistencia con esto (se estimará una tasa de descuento en USD).

5.2. Flujo de fondos disponible para la firma

El flujo de fondos disponible para la firma, o FCFF, es el flujo de caja que una empresa genera con las operaciones del negocio, luego de impuestos, ajustes por depreciaciones y amortizaciones, capital de trabajo e inversiones. Es una medida de la rentabilidad de un negocio luego de haber cubierto todos sus gastos operativos y necesidades de inversión, y representa el flujo de caja que está disponible para ser distribuido entre los inversores (accionistas y acreedores).

Existen distintas formas de calcularlo, partiendo de distintas magnitudes como el resultado neto de la firma, el flujo de operaciones o el EBIT. En este caso, se utilizará la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & EBIT \times (1 - t) \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ & \pm \text{Variaciones del capital de trabajo} \\ \hline & \text{Flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF)} \end{aligned}$$

Donde:

t: alícuota impositiva

La fórmula parte de las utilidades antes de intereses e impuestos, pero se ajusta para deducir el impacto de los impuestos, ya que se busca obtener un flujo que no esté afectado por la estructura de capital de la empresa. Posteriormente deben hacerse ajustes para eliminar el impacto de depreciaciones y amortizaciones, cuyo efecto es solo contable, y por eso es necesario adicionar estos cargos. Finalmente, se debe reflejar el impacto de las erogaciones necesarias para que la empresa continúe en marcha, es decir las inversiones de capital en activos fijos o bienes de uso y las variaciones que pueda experimentar el capital de trabajo.

Dado que el objeto del análisis es una compañía madura, que desarrolla sus operaciones en un mercado de bienes de consumo esenciales como son los alimentos, es dable presumir que el comportamiento histórico de sus principales variables puede ser utilizado como base para los supuestos sobre los que se desarrollarán las proyecciones.

Asimismo, la teoría señala que esta técnica es más apropiada para compañías líderes con alta cuota de mercado, como es Lindt & Sprüngli dentro del segmento de chocolate.

Como principal debilidad, puede señalarse lo que un amplio sector de la doctrina sostiene, y es que el pasado no es un predictor fiel del futuro. Si bien la técnica se utiliza para la proyección de industrias estables, poco sensibles a los cambios o ciclos económicos, no predice puntos de inflexión ni cambios en variables como la competencia o los productos.

Como se mencionó anteriormente, se supone que la firma tendrá una vida infinita, y por lo tanto se proyectará el flujo de fondos disponible para un período explícito de 5 años, desde el 2021 hasta el 2025, y luego se estimará un valor terminal.

Se partirá de los datos provistos por los reportes y estados financieros del grupo, que serán convertidos a USD al tipo de cambio utilizado por la firma en cada período, y se complementará con información resultante del análisis del mercado y de la empresa.

Proyección de ventas

Para la estimación de crecimiento de las ventas se han tomado como referencia las proyecciones de crecimiento del mercado, específicamente del segmento de confiterías y snacks discriminadas por región geográfica. Como se ha mencionado anteriormente, dadas las características de la empresa, es dable suponer que en épocas de normalidad la misma crecerá, como mínimo, al mismo ritmo que el mercado. Esto lleva a señalar que, para este análisis, se presume que el año 2020 será uno de carácter excepcional.

Tabla 13: Proyección de crecimiento de ventas en el segmento de confiterías y snacks, por región

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 2021-2025
Europa	16,71%	-4,28%	-1,55%	0,23%	1,91%	2,31%	0,71%
Américas	14,39%	-1,82%	-0,15%	0,62%	1,84%	2,46%	1,19%
Asia	15,71%	0,69%	2,25%	2,93%	4,44%	3,77%	3,34%
África	21,40%	2,55%	4,09%	5,13%	5,74%	5,69%	5,16%
Oceanía	18,71%	-2,72%	0,00%	1,12%	1,66%	1,63%	1,10%
Total	16,19%	-0,86%	1,01%	2,01%	3,37%	3,37%	2,43%

Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

En la Tabla 13 se detalla la proyección de crecimiento de las ventas del segmento obtenido del portal de estadísticas Statista. Este es un resultado de estimaciones de crecimiento de volumen y de precios.

A partir de esta información, se hicieron posteriores ajustes para poder reflejar el crecimiento esperado del mercado por segmento operativo de la empresa: Europa, América del Norte y Resto del mundo.

Tabla 14: Proyección de crecimiento de ventas en el segmento de confiterías y snacks, agrupado por segmento operativo de Lindt & Sprüngli

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 2021-2025
Europa	16,71%	-4,28%	-1,55%	0,23%	1,91%	2,31%	0,71%
América del Norte	12,96%	-1,56%	-0,01%	0,72%	1,97%	2,68%	1,34%
Resto del mundo	17,50%	0,68%	2,34%	3,14%	4,42%	3,97%	3,47%
Total	16,19%	-0,86%	1,01%	2,01%	3,37%	3,37%	2,43%

Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Como puede apreciarse en las tablas anteriores, se esperan tasas de crecimiento mayores en mercados emergentes que en mercados desarrollados como Europa o América del Norte. Sin embargo, el efecto final de cada segmento sobre las ventas totales dependerá no solo de las tasas esperadas de crecimiento, si no también del peso relativo de cada segmento sobre el total. Dado que Europa y América del Norte concentran más del 85% del negocio para la empresa, tendrán un peso significativamente más importante que el Resto del mundo.

Por último, para la proyección se supone que la firma mantendrá su cuota de mercado estable, por lo que el crecimiento de las ventas acompañará al crecimiento del mercado (discriminado por segmento).

El resultado de las proyecciones realizadas puede apreciarse en la Tabla 15, que se expone a continuación:

Tabla 15: Proyección de ventas de Lindt & Sprüngli por segmento operativo 2021-2025
en % y en millones de USD

Proyecciones	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 2021-2025
Europa							0,71%
Crecimiento de mercado	16,71%	-4,28%	-1,55%	0,23%	1,91%	2,31%	
Crecimiento Lindt & Sprüngli	-0,24%	-4,28%	-1,55%	0,23%	1,91%	2,31%	
Ventas Netas	2.162,80	2.070,26	2.038,14	2.042,73	2.081,73	2.129,91	
América del Norte							1,34%
Crecimiento de mercado	12,96%	-1,56%	-0,01%	0,72%	1,97%	2,68%	
Crecimiento Lindt & Sprüngli	-7,22%	-1,56%	-0,01%	0,72%	1,97%	2,68%	
Ventas Netas	1.651,61	1.625,88	1.625,73	1.637,50	1.669,82	1.714,60	
Resto del mundo							3,47%
Crecimiento de mercado	17,50%	0,68%	2,34%	3,14%	4,42%	3,97%	
Crecimiento Lindt & Sprüngli	-16,77%	0,68%	2,34%	3,14%	4,42%	3,97%	
Ventas Netas	504,73	508,16	520,05	536,40	560,09	582,34	
Ventas Netas totales	4.319,14	4.204,29	4.183,92	4.216,62	4.311,63	4.426,85	1,30%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes de Lindt & Sprüngli y al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Gráfico 30: Ventas proyectadas de Lindt & Sprüngli, totales y por segmento de mercado
en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a Reportes de Lindt & Sprüngli y al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Proyección de márgenes

Como se vio en el apartado de Análisis Financiero, el margen operativo de la firma mantuvo una tendencia relativamente estable durante el período 2015 a 2018, con un valor promedio de 14,5%. Sin embargo, en 2019 este margen experimentó una disminución debido al impacto de la aplicación de nueva normativa contable. Esta contracción no obedece a un evento extraordinario, por lo que es esperable que en años posteriores el margen se mantenga en torno a ese nuevo valor. En 2020 vuelve a contraerse, aunque como ya se mencionara en apartados anteriores, esta disminución se debe principalmente a los efectos de la crisis, es decir que en este caso sí corresponde a un evento extraordinario.

A la fecha de elaboración de este trabajo, se encontraba también publicado el Reporte correspondiente al primer semestre de 2021. La información disponible permitió corroborar la evolución de indicadores y cifras clave de la firma, entre ellos la del margen operativo. De este análisis surge que durante el primer semestre de 2021 el valor de este margen es similar al de los primeros semestres de años anteriores (2015-2019).

Tabla 16: Evolución de resultado y margen operativo de Lindt & Sprüngli, primer semestre
en millones de CHF y %

	S1 2015	S1 2016	S1 2017	S1 2018	S1 2019	S1 2020	S1 2021
Resultado operativo	90,6	98,4	105,0	117,1	126,2	17,1	138,8
Margen operativo	6,43%	6,55%	6,78%	7,02%	7,18%	1,11%	7,71%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Semi-Anuales de la Compañía 2015-2021

Es dable suponer entonces que, en ejercicios no afectados por crisis extraordinarias, el margen operativo vuelva a situarse y se mantenga en torno al valor alcanzado en 2019, es decir en torno al 13,15%. Este será el valor utilizado para las proyecciones de esta valuación.

Depreciaciones y amortizaciones

Durante el período 2015-2020, la relación entre las depreciaciones y los Activos Fijos (planta, propiedades y equipos) se mantuvo entre 4,5% y el 5,5%, mientras que la relación entre amortizaciones y Activos Intangibles osciló entre el 1% y el 1,6%. Por lo

tanto, para la proyección de estos rubros se tomará el promedio de los seis años, que fue de 5,1% para las depreciaciones y de 1,3% para las amortizaciones.

Capital de trabajo

Para la estimación de capital de trabajo, se analizó la relación histórica entre el Capital de trabajo neto y las ventas. El promedio de esta razón para el período 2015 a 2020 asciende a 36%.

Tabla 17: Proyección del capital de trabajo neto de Lindt & Sprüngli
en millones de USD y %

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Capital de trabajo neto	1.552,9	1.511,6	1.504,3	1.516,0	1.550,2	1.591,6
CTN/Ventas	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Variación CTN	-12,8	41,3	7,3	-11,8	-34,2	-41,4

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes de Lindt & Sprüngli

La variación del capital de trabajo neto se calcula como la diferencia interanual en millones de USD. Este concepto será el que se utilice al momento de estimar el flujo de fondos disponibles para la firma. Las variaciones positivas, o aumentos del capital de trabajo neto tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán. Las variaciones negativas o disminuciones tendrán un efecto positivo y deberán ser adicionadas al flujo. En la Tabla 17, las variaciones del capital de trabajo neto se exponen teniendo en cuenta el efecto que tendrán sobre el flujo de fondos (los aumentos se exponen con signo negativo y las disminuciones con signo positivo).

Inversiones en bienes de capital (CAPEX)

Para las estimaciones de inversiones en bienes de capital se analizó la relación histórica del CAPEX con las ventas netas de la compañía. El resultado permite concluir que el promedio de CAPEX/Ventas para el período es de 5,45%, por lo que se utilizará este dato para la proyección.

Tabla 18: CAPEX histórico y promedio de Lindt & Sprüngli 2016-2020
en millones de CHF y %

	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
CAPEX	-229,5	-184,1	-247,5	-227,1	-243,7	
CAPEX/Ventas	5,88%	4,50%	5,74%	5,04%	6,07%	5,45%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes de Lindt & Sprüngli

Tabla 19: CAPEX proyectado de Lindt & Sprüngli
en millones de USD y %

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
CAPEX	-228,9	-227,8	-229,6	-234,8	-241,1
CAPEX/Ventas	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes de Lindt & Sprüngli

Impuestos

La tasa de impuestos utilizada para las proyecciones es la correspondiente al cantón de Zúrich, ya que es donde se encuentra radicada la sede del grupo. De acuerdo a lo informado por KPMG en un informe² de abril de 2021, la tasa esperada para el período 2021 a 2025 asciende a 19,7%.

5.3. Tasa de descuento

Como se señaló anteriormente, para arribar al valor presente será necesario descontar el FCFF utilizando una tasa de que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero y el costo de oportunidad. Esta tasa representa el costo de financiamiento promedio para la compañía, y tiene en cuenta para su cálculo la estructura de capital de la misma.

Dado que se ha optado por realizar la valuación proyectando el flujo de fondos disponibles para la firma, la tasa de descuento tendrá en cuenta el costo de financiamiento de todos los inversores. Tradicionalmente los inversores pueden agruparse en acreedores, quienes prestan fondos a la firma a cambio de su devolución más el pago de intereses, y accionistas, quienes aportan capital propio y reciben como retribución el pago de dividendos, además de los beneficios que puedan obtener por la variación en el precio del capital accionario.

² Véase KPMG. *Clarity on Swiss Taxes*. Abril 2021.
<<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/clarity-on-swiss-taxes-2021-en.pdf>>

El cálculo del costo promedio ponderado del capital se realizará mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

K_e : costo del capital propio

K_d : costo de la deuda financiera

E: valor de mercado del capital propio

D: valor de mercado de la deuda financiera

t: tasa de impuesto a las ganancias

El costo de la deuda (K_d) será la tasa de interés requerida por los acreedores de la empresa. Los acreedores tienen seniority, por lo que tienen prioridad para el cobro sobre los flujos de caja generados por la empresa. El costo del capital propio será el retorno esperado por los accionistas. Dado que los acreedores tienen prioridad en el cobro, este tipo de financiamiento es mucho más riesgoso.

Costo del Capital propio (K_e)

Para el cálculo del retorno esperado por los accionistas, es habitual en la práctica financiera el uso del *Capital Asset Pricing Model*, o CAPM, un modelo de valuación de activos financieros que permite estimar la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático.

El postulado básico de este modelo sostiene que el costo del capital propio es igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente beta, que representa el riesgo sistemático de la compañía, multiplicado por la prima de riesgo del mercado.

En esencia, el cálculo del costo del capital propio estaría dado por la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta \times MRP$$

Donde:

R_f : tasa libre de riesgo

β : coeficiente beta, representa el riesgo sistemático

MRP: prima de riesgo del mercado

Cuando se trabaja sobre compañías en mercados emergentes es necesario tener en cuenta otros factores adicionales al momento de realizar el análisis. Los mercados emergentes tienen niveles de riesgo más elevados y mayor vulnerabilidad que los mercados desarrollados, por lo que las inversiones que se realicen en estos estarán expuestas a riesgos adicionales. En consecuencia, es necesario incorporar una prima de riesgo adicional que represente esos riesgos, y esa será la prima de riesgo país.

Para la valuación de Lindt & Sprüngli no será necesario realizar este ajuste, ya que el grupo concentra más del 85% de sus operaciones en mercados desarrollados.

A continuación, se expone cómo se realizó el cálculo de cada uno de los componentes del costo del capital propio: la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y el beta.

a. Tasa libre de riesgo

Conforme lo explica Damodaran (2008), la tasa libre de riesgo es el componente básico sobre el que se construyen el costo del capital propio y el costo del capital. El autor señala que para que una tasa pueda ser considerada como libre de riesgo, deben cumplirse dos condiciones: no debe existir riesgo de default o de incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. De esa manera, la tasa de retorno obtenida será igual a la tasa de retorno esperada.

Un factor clave a tener en cuenta al momento de la selección de la tasa es el plazo de las proyecciones realizadas. En teoría, la tasa libre de riesgo debería ser aquella de un instrumento cupón cero, cuyo vencimiento coincida con el plazo de las proyecciones de flujos de fondos, a fin de cumplir con las condiciones de inexistencia de riesgo de reinversión (Damodaran, 2008).

Para este trabajo de valuación, cuyos flujos de fondos se han proyectado en dólares, se utilizará la tasa de los bonos de Estados Unidos, en el entendimiento que de que son las tasas de retorno que más se ajustan a la definición citada en el párrafo anterior. Dado

el horizonte de la proyección, se tomará la tasa de las notas del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años³. Al 31 de diciembre de 2020, dicha tasa ascendía a 0,93%.

b. Prima de Riesgo del Mercado

La prima de riesgo del mercado se calcula como la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio diversificado representativo del mercado y la tasa libre de riesgo. Representa el retorno esperado por encima de la tasa de riesgo, para ese portafolio representativo del mercado.

La estimación de este parámetro está ampliamente discutida en la doctrina, y es un tema de debate entre diversos autores, ya que los métodos de cálculo suelen utilizar datos históricos, que no podrían ser tomados como predictores de comportamiento futuro.

Sin embargo, a los fines del cálculo de la prima de riesgo de mercado para este trabajo de valuación, se adoptará la metodología más utilizada en la práctica financiera, que consiste en estimar dicha prima a partir de datos históricos. La teoría sugiere que cuanto mayor sea el período analizado, más robusto será el análisis. Para este caso la información está disponible desde el año 1987.

Tabla 20: Prima de riesgo de mercado

diferencia entre retorno del MSCI World y tasa libre de riesgo

Prima de Riesgo del Mercado	
Retorno del MSCI World (1987-2020)	7,81%
Tasa libre de riesgo (31/12/2020)	0,93%
Prima de riesgo del mercado	6,88%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance y de MSCI

c. Beta

Se denomina beta al coeficiente que representa el riesgo sistemático del capital accionario, es decir aquel riesgo que no puede eliminarse mediante la diversificación de un portafolio. Este coeficiente es una medida de la sensibilidad de un activo en relación con movimientos del mercado.

³ Véase Reserva Federal de Estados Unidos. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>>

Como se mencionó en apartados anteriores, las acciones de Lindt & Sprüngli cotizan en el Mercado de Valores de Suiza. Esto supone una ventaja a la hora de hacer el cálculo del beta, ya que se dispone de suficiente información histórica proveniente del mercado bursátil. Asimismo, para la estimación es necesario definir un índice representativo del mercado, a los fines de poder medir la volatilidad del activo respecto a este. Dadas las características de la empresa, se consideró apropiado tomar el MSCI World Index, un índice de renta variable global que representa el rendimiento de renta variable de mediana y alta capitalización de 23 países con mercados desarrollados⁴.

Los pasos que se llevaron adelante para estimar el coeficiente beta fueron:

- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del capital accionario de la compañía, en base al precio histórico de mercado de las acciones registradas (LISN) y al portador (LISP) de los últimos 5 años (2016-2020).
- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del índice MSCI World, en base al precio histórico de mercado del iShares MSCI World ETF⁵ (URTH) de los últimos 5 años (2016-2020).
- Estimación del coeficiente beta de Lindt & Sprüngli mediante el método de regresión lineal simple:

$$r_{L\&S} = \alpha + \beta_{L\&S} \times r_U$$

Donde:

$r_{L\&S}$: rendimiento del capital accionario de Lindt & Sprüngli

α : intercepto

$\beta_{L\&S}$: coeficiente beta de Lindt & Sprüngli

r_U : rendimiento del índice MSCI World

⁴ Los mercados desarrollados que forman parte del índice son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Hong Kong, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.

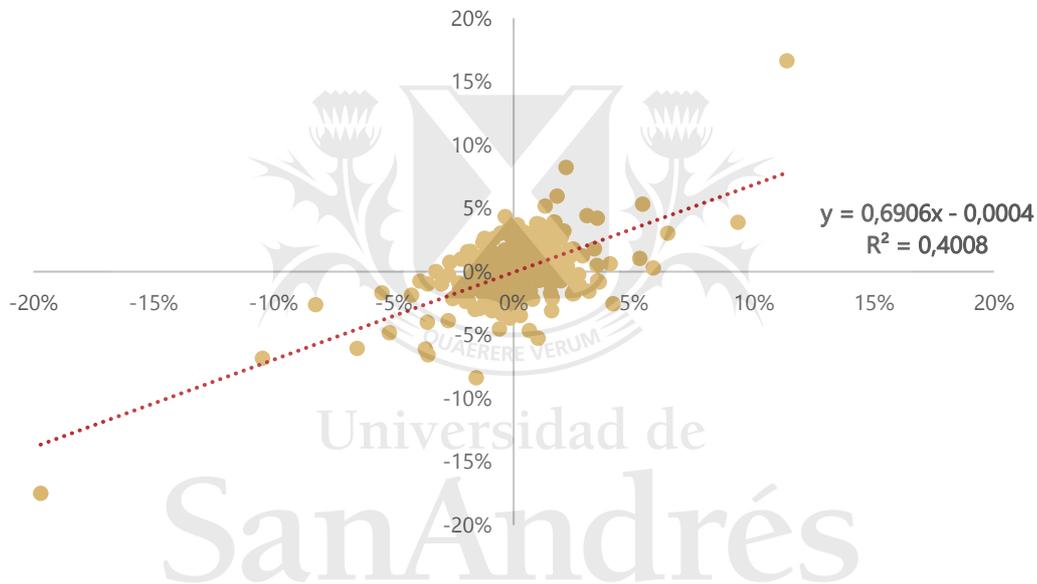
⁵ El ETF iShares MSCI World busca replicar el comportamiento de un índice compuesto por valores de renta variable de mercados desarrollados.

Como la compañía tiene dos tipos de acciones con cotización en bolsa, la estimación del beta se realiza calculando la regresión de cada acción contra el índice MSCI World, y luego se promedian los valores obtenidos.

En los Gráficos 31 y 32, expuestos a continuación, se muestra el comportamiento de los retornos de las acciones de Lindt & Sprüngli en relación al comportamiento de los retornos del índice MSCI World. En las Tablas 21 y 22 puede observarse el resultado de cada regresión lineal simple.

Gráfico 31: Beta de Lindt & Sprüngli (LISN)

retornos de Lindt & Sprüngli (LISN) vs. retornos del MSCI World Index



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance

Tabla 21: Resultado de regresión lineal simple Lindt & Sprüngli (LISN) vs. MSCI World Index
retornos de Lindt & Sprüngli (LISN) vs. retornos del MSCI World Index

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,63
Coefficiente de determinación R ²	0,40
R ² ajustado	0,40
Error típico	0,02
Observaciones	260

Análisis de Varianza

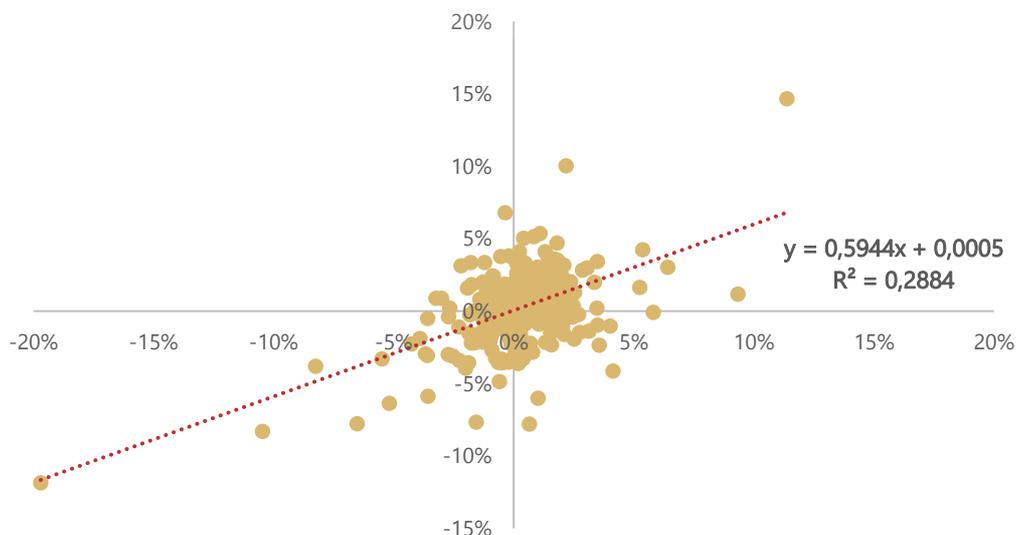
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,075	0,075	172,579	0,000
Residuos	258	0,113	0,000		
Total	259	0,188			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00	0,00	-0,34	0,74	0,00	0,00
r _u	0,69	0,05	13,14	0,00	0,59	0,79

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance

Gráfico 32: Beta de Lindt & Sprüngli (LISP)

retornos de Lindt & Sprüngli (LISP) vs. retornos del MSCI World Index



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance

Tabla 22: Resultado de regresión lineal simple Lindt & Sprüngli (LISP) vs. MSCI World Index
retornos de Lindt & Sprüngli (LISP) vs. retornos del MSCI World Index

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,54
Coefficiente de determinación R ²	0,29
R ² ajustado	0,29
Error típico	0,02
Observaciones	260

Análisis de Varianza

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,056	0,056	104,548	0,000
Residuos	258	0,138	0,001		
Total	259	0,193			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00	0,00	0,33	0,74	0,00	0,00
r _U	0,59	0,06	10,22	0,00	0,48	0,71

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance

De lo expuesto en los gráficos y las tablas puede verse que los coeficientes beta obtenidos para la compañía son de 0,69 y 0,59.

Tabla 23: Beta promedio de Lindt & Sprüngli

promedio entre beta de LISN y beta de LISP

Beta LISN	Beta LISP	Promedio
0,69	0,59	0,64

Fuente: Elaboración propia

El R², o coeficiente de determinación, indica la proporción de la varianza total de los retornos de la acción que es explicada por los movimientos del mercado. En este caso, el valor que adopta el R² de la regresión para LISN, que es 0,4, significa que el 40% de los movimientos en los precios de la acción pueden ser explicados por el movimiento del mercado. Para el caso de LISP, este porcentaje se reduce a un 29%.

Para contrastar la razonabilidad del coeficiente obtenido mediante la regresión, se realizó el mismo análisis para tres compañías del mercado: Nestlé S.A., The Hershey Co. y Mondelez International Inc. Como resultado se obtuvo un coeficiente beta apalancado para cada una de ellas.

A continuación, en base a los datos obtenidos de mercado y de los balances de cada firma al 31 de diciembre de 2020, se calculó un beta desapalancado para cada una de ellas. Esto supone calcular un beta que se corresponda con una estructura de capital que no tenga deuda, solo capital accionario. Para ello también debe tenerse en cuenta la incidencia de impuestos por el efecto del escudo fiscal.

El siguiente paso fue promediar los betas desapalancados de las compañías, y luego “apalancar” ese beta desapalancado promedio teniendo en cuenta la estructura de capital de Lindt & Sprüngli. En la Tabla 24 se exponen los resultados obtenidos.

Tabla 24: Beta de Lindt & Sprüngli calculado a partir de betas de firmas comparables
Nestlé Group, Mondelez International, Hershey Co.

	Nestlé Group	Modelez International	Hershey Co.
Beta apalancado (2016-2020)	0,39	0,67	0,50
D/E	0,14	0,25	0,21
Tasa impuesto de sociedades	21,2%	27,0%	27,0%
Beta desapalancado	0,35	0,60	0,44
Beta desapalancado promedio			0,46
D/E Lindt & Sprüngli			0,07
Tasa impuesto de sociedades			21,15%
Beta apalancado Lindt & Sprüngli			0,49

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance y Reportes Anuales de Nestlé Group, Mondelez International y Hershey Co.

El beta obtenido a través del cálculo descripto es de 0,49, por lo que puede decirse que el mismo guarda relación con el beta obtenido a partir de la regresión lineal simple.

Finalmente, se compararon también los resultados obtenidos con datos de la industria. Para ello se consultó la base de datos provista por Damodaran⁶ sobre betas

⁶ Véase Damodaran, Aswath. *Online Database. Levered and Unlevered Betas by Industry.* <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

promedio por industria para la región de Europa Occidental. El beta promedio de la industria de los alimentos procesados de Europa Occidental se sitúa en 0,67.

Tabla 25: Comparación de coeficientes beta

Beta Lindt & Sprüngli por regresión lineal simple	Beta Lindt & Sprüngli por comparables	Beta promedio de industria de alimentos procesados
0,64	0,49	0,67

Fuente: Elaboración propia

Las comparaciones realizadas nos muestran que el valor de beta obtenido está dentro de los parámetros de razonabilidad de la industria.

Costo de la deuda (Kd)

Como se ha descrito en apartados anteriores, la deuda financiera de la empresa está compuesta principalmente por emisiones de bonos en francos suizos. Dado que la valuación de la firma se hará en dólares estadounidenses, la moneda de emisión de estos instrumentos no permite tomar como costo de la deuda las tasas de retorno de los mismos.

Por lo tanto, se ha tomado como referencia el costo de la deuda de otra firma del mercado de alimentos y confitería de origen suizo, Nestlé, que posee bonos emitidos tanto en francos suizos como en dólares estadounidenses. Los bonos emitidos en la primera divisa tienen tasas de retorno promedio ponderadas similares a las de los bonos de la compañía a valorar. Asimismo, ambas compañías han emitido un bono con vencimiento en el año 2032, cuya tasa de retorno es similar: en el caso de Lindt & Sprüngli la TIR se ubica en 0,22% y en el caso de Nestlé en 0,20%.

Tabla 26: Bonos de Lindt & Sprüngli y de Nestlé emitidos en CHF

vencimientos, volumen (millones de CHF), tasa de cupón, yield to maturity (por bono y promedio)

Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG				Nestlé Holdings, Inc.			
Vencimiento	Volumen (millones)	Tasa cupón	Yield to maturity	Vencimiento	Volumen (millones)	Tasa cupón	Yield to maturity
8/10/24	250,00	1,00%	-0,40%	4/10/27	550,00	0,25%	-0,16%
6/10/27	250,00	0,30%	-0,06%	4/10/32	150,00	0,55%	0,20%
6/10/28	250,00	0,01%	-0,02%	-			
6/10/32	250,00	0,25%	0,22%	-			
Total	1.000,00			Total	700,00		
Promedio		0,39%	-0,07%	Promedio		0,40%	0,02%
Promedio ponderado		0,39%	-0,07%	Promedio ponderado		0,31%	-0,08%

Fuente: Elaboración propia en base a consultas en sitio web de SIX

A continuación, se detallan los bonos de la firma Nestlé emitidos en dólares estadounidenses:

Tabla 27: Bonos de Nestlé emitidos en USD

vencimientos, tasa de cupón, yield to maturity (por bono y promedio), volumen (millones de USD)

Emisor	Moneda	Vencimiento	Tasa cupón	Yield to maturity	Volumen (millones)
Nestlé Holdings, Inc.	USD	13/7/21	1,38%	-	600,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/21	3,10%	1,36%	1.000,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	18/1/22	2,38%	0,33%	650,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	17/11/22	2,38%	0,34%	800,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	22/3/23	3,13%	0,42%	600,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/23	3,35%	0,53%	1.500,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	5/1/24	0,38%	0,60%	1.150,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/25	3,50%	1,00%	900,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	15/1/26	0,63%	1,07%	750,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	15/9/27	1,00%	1,45%	1.100,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/28	3,63%	1,64%	1.250,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	15/9/30	1,25%	1,81%	1.000,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/38	3,90%	2,53%	1.250,0
Nestlé Holdings, Inc.	USD	24/9/48	4,00%	2,84%	2.100,0
Total					14.650,0
Promedio			2,43%	1,22%	
Promedio ponderado			2,63%	1,36%	

Fuente: Elaboración propia en base a consultas en sitio web de Market Insider

La yield to maturity promedio ponderada por el volumen emitido de los bonos de Nestlé en dólares estadounidenses se ubica en 1,36%. Sin embargo, dado que el listado incluye tanto bonos de corto como de largo plazo, no se tomará esta tasa como el costo de deuda, si no la que corresponde al bono con vencimiento en el año 2030 (se encuentra sombreado en Tabla 27). La yield to maturity de este bono asciende a 1,81%.

Estructura de capital

Por último, se determinará la estructura de financiamiento del grupo, es decir las proporciones de participación de deuda y de capital propio. Esto es fundamental, ya que a partir de estos resultados se realizará la ponderación de los costos de cada fuente de financiamiento.

En base a lo reportado en los Estados Financieros de fecha 31 de diciembre de 2020, y a los valores de mercado de las acciones, la estructura de capital del grupo se compone de un 93,5% de capital propio y un 6,5% de deuda financiera.

Como referencia, también se ha consultado la proporción de deuda financiera en relación al capital total para la industria de alimentos procesados de Europa Occidental⁷. Para 2020, esta proporción se ubicaba en el 16,3%. La proporción de deuda sobre capital total de Lindt es significativamente menor, pero ello puede explicarse por el hecho de la que la compañía está muy poco apalancada en relación a otras empresas del mercado (como se vio en el apartado de comparación con pares del mercado).

Costo promedio ponderado del capital (WACC)

A continuación, se detalla el resultado del cálculo de los elementos del WACC y el cálculo del costo promedio ponderado del capital de Lindt & Sprüngli.

⁷ Véase Damodaran, Aswath. *Online Database. Capital Structure: Debt Ratio Trade Off Variables by Industry*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#capstru>

Tabla 28: Cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC) de Lindt & Sprüngli
Ke, Kd, estructura del capital

Costo promedio ponderado del capital	
Costo del capital accionario	5,35%
Tasa libre de riesgo	0,93%
Beta de Lindt & Sprüngli	0,64
Prima de riesgo del mercado	6,88%
Costo de la deuda - post impuestos	1,43%
Costo de la deuda - antes de impuestos	1,81%
Tasa de impuesto a las ganancias	21,15%
Estructura del capital	
Capital accionario/Capital total	93,50%
Deuda financiera/Capital total	6,50%
WACC	5,09%

Fuente: Elaboración propia

5.4. Valor terminal

El valor terminal representa el flujo de fondos disponibles esperado más allá del período proyectado explícitamente. Esto parte del supuesto de que la vida de la compañía es ilimitada o infinita, ya que se espera que genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado.

Para el cálculo de este concepto se utilizará la siguiente fórmula:

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde:

VT_N: valor terminal en el momento “N”

FCFF_N: flujo de fondos disponible para la firma en el momento “N”

r: tasa de descuento

g: tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

El flujo de fondos disponibles del que partirá el cálculo es aquel calculado para el año 2025, y la tasa de descuento, denominada r, es la que se obtuvo en el apartado anterior (5.3. Tasa de descuento).

La tasa de crecimiento esperada, a la que se denomina g , se calculó tomando como base los datos de crecimiento real del PBI a nivel mundial provistos por el FMI en su World Economic Outlook de abril de 2021. Dicho informe⁸ estima una tasa de crecimiento real del PBI global del 3,3% para el año 2026.

Sin embargo, las proyecciones no son parejas para todas las regiones. Por lo tanto, se optó por calcular un promedio de tasas de crecimiento por región, tomando para ello las tasas de las dos regiones en las que se concentra casi el 90% de las ventas de la firma: Europa y América del Norte. Las tasas de crecimiento real del PBI para 2026 están estimadas en 1,7% y 1,6%, respectivamente.

Posteriormente, se realizaron ajustes con el fin de obtener una tasa nominal de crecimiento, y para ello se utilizaron los datos de inflación esperada provistos por el FMI⁹ para 2026. En este caso, se tomó el dato de inflación esperada de economías avanzadas¹⁰, que se ubica en un 1,9%.

En la Tabla 29, expuesta a continuación, se detalla un resumen de lo explicado, y se expone el resultado obtenido: la tasa nominal de crecimiento a perpetuidad de la firma.

Tabla 29: Cálculo de tasa de crecimiento a perpetuidad

tasa de crecimiento esperado de PBI real, de inflación y de crecimiento esperado

Crecimiento real esperado del PBI	
Europa	1,7%
América del Norte	1,6%
Crecimiento real promedio PBI	1,65%
Inflación esperada	1,9%
Tasa de crecimiento (g)	3,59%

Fuente: Elaboración propia en base a World Economic Outlook del FMI Abril 2021

⁸ Véase FMI. *World Economic Outlook. Real GDP Growth*. Abril 2021. <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NM/Q/EUQ/NAQ>

⁹ Véase FMI. *World Economic Outlook. Inflation rate, average consumer prices*. Abril 2021. <<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ>>

¹⁰ Alemania, Andorra, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Corea, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Macao, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Puerto Rico, Reino Unido, República Checa, San Marino, Singapur, Suecia, Suiza, Taiwán.

Finalmente, al calcular el valor terminal aplicando los valores obtenidos, se deberá tener en cuenta que ese valor corresponderá al período 2025, y por lo tanto luego se deberá descontar el resultado obtenido, aplicando la tasa de descuento calculada, de forma tal que se obtenga su valor presente. Estos resultados pueden verse en el apartado siguiente y en el Anexo A.

5.5. Resultado de la valuación por DCF

En este apartado se resumirán los resultados de la valuación de Lindt & Sprüngli, realizada mediante el método de flujo de fondos descontados, con fecha 31 de diciembre de 2020.

Tabla 30: Resultado de la valuación de Lindt & Sprüngli Group al 31/12/20
en millones de USD, excepto precios por acción

Lindt & Sprüngli Group	
Fecha de valuación	31/12/20
Tasa de descuento (WACC)	5,09%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,59%
Valor de Lindt & Sprüngli Group en millones de USD	25.731,5
Caja y equivalentes 31/12/2020	962,3
Deuda financiera 31/12/2020	-1.578,3
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli en millones de USD	25.155,6
Cantidad de acciones	243.359
Precio por acción en USD	103.204,0
Precio por acción en CHF	90.984,6

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la Tabla 30, el valor de la empresa al 31 de diciembre de 2020 asciende a 25.731,5 millones de USD. A este resultado se le han hecho los ajustes necesarios (adición de saldo de caja y equivalentes y sustracción de saldo de deuda financiera a la fecha de la valuación) para arribar al valor del capital accionario. Este asciende a 25.155,6 millones de USD.

El precio por acción asciende a 103.204 USD, lo que a un tipo de cambio de 1,13 CHF/USD da como resultado un precio de 90.984,6 CHF. El precio de las acciones en el mercado a esa fecha ascendía a 87.331 CHF, lo que podría sugerir que existen

expectativas de menor crecimiento futuro y/o de mayor riesgo que las utilizadas para esta valuación.

A continuación, se expone una matriz en la que pueden apreciarse las variaciones del valor de la acción en función de cambios en las tasas de crecimiento y descuento estimadas:

Tabla 31: Matriz de tasas de descuento (WACC) y de crecimiento a perpetuidad (g)
precio por acción en CHF

g \ WACC	3,39%	3,49%	3,59%	3,69%	3,79%
4,89%	91.680,1	97.947,0	105.173,4	113.597,7	123.544,9
4,99%	85.865,7	91.331,5	97.574,7	104.773,5	113.165,8
5,09%	80.732,7	85.539,6	90.984,6	97.204,0	104.375,6
5,19%	76.167,9	80.426,3	85.215,0	90.639,4	96.835,2
5,29%	72.081,9	75.879,1	80.121,4	84.891,9	90.295,7

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse, pequeñas variaciones en las tasas aplicadas al modelo pueden generar cambios significativos en el valor que adquieren las acciones de la compañía.

5.6. Análisis de sensibilidad

Las proyecciones realizadas están basadas en supuestos sobre el comportamiento futuro de determinadas variables clave. Estos supuestos se plantean en base a información disponible al momento de realizar la valuación, pero el futuro trae consigo el concepto de incertidumbre, y el escenario planteado puede diferir de lo que efectivamente ocurra.

Por eso, es conveniente realizar un análisis de sensibilidad, en el que se planteen por lo menos dos escenarios adicionales, uno más pesimista y otro más optimista que el escenario base. De esa forma, se podrá observar cómo impactan ciertos cambios de las variables clave en los resultados de la valuación.

a. Escenario base:

- Ventas: el crecimiento de la firma acompaña al del mercado. La cuota de mercado se mantiene estable.

- Márgenes operativos: se mantienen estables en 13,15%.

b. Escenario pesimista:

- Ventas: reducción de cuota de mercado de 1% anual para el período 2021-2025.
- Márgenes operativos: reducción del margen operativo al 12,15%.

c. Escenario optimista:

- Ventas: aumento de cuota de mercado de 1% anual para el período 2021-2025.
- Márgenes operativos: aumento del margen operativo al 14,15%.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos al realizar el análisis de sensibilidad:

Tabla 32: Análisis de sensibilidad de valuación del capital accionario de Lindt & Sprüngli
en millones de USD, excepto precio por acción y tasas

Lindt & Sprüngli Group	Escenario pesimista	Escenario base	Escenario optimista
Fecha de valuación	31/12/20	31/12/20	31/12/20
Tasa de descuento (WACC)	5,09%	5,09%	5,09%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,59%	3,59%	3,59%
CAGR ventas 2021-2025	0,30%	1,30%	2,30%
Margen operativo	12,15%	13,15%	14,15%
Valor de Lindt & Sprüngli Group en millones de USD	24.014,7	25.731,5	27.602,3
Caja y equivalentes 31/12/2020	962,3	962,3	962,3
Deuda financiera 31/12/2020	-1.578,3	-1.578,3	-1.578,3
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli en millones de USD	23.398,8	25.115,6	26.986,4
Cantidad de acciones	243.359	243.359	243.359
Precio por acción en USD	96.149,3	103.204,0	110.891,3
Precio por acción en CHF	84.765,2	90.984,6	97.761,8

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados obtenidos del análisis de sensibilidad, el precio de la acción podría oscilar entre los 84.765,2 y los 97.761,8 CHF.

6. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables

La valuación por múltiplos de mercado, también llamada valuación por comparables, es un método alternativo de valuación que se utiliza habitualmente como complemento de la valuación por DCF. El mismo consiste en estimar el valor de un activo a partir de múltiplos de activos de similares características.

Como señala Pablo Fernández (2002), los múltiplos suelen tener en la mayoría de los casos una amplia dispersión, por lo que las valuaciones que se realizan utilizando este método son discutibles. Sin embargo, este método resulta útil en una segunda etapa, cuando se lo utiliza luego de haber aplicado otro método, ya que permite realizar una comparación de los resultados.

Para empezar, se deben seleccionar empresas del mercado que sean comparables con Lindt & Sprüngli. Para que sea factible el análisis, lo ideal es que las mismas coticen en bolsa, ya que eso implica que tendrán información pública a la que se pueda acceder sin mayores complicaciones.

Las empresas seleccionadas para la valuación son las principales competidoras en el segmento de la confitería de chocolate: Nestlé S.A., The Hershey Co. y Mondelez International Inc. Se trata de firmas líderes en el segmento, con presencia en los mismos mercados que Lindt & Sprüngli (Europa, América del Norte, América Latina y AMEA).

A continuación, se debe definir el múltiplo que resulte más adecuado para la valuación. Para su selección es importante tener en cuenta las características del negocio. En valuaciones de compañías dedicadas a la producción de bienes de consumo masivo, los múltiplos más utilizados son los que se basan en ventas o en EBITDA. En este caso se utilizará el múltiplo EV/EBITDA, cuyo uso es muy generalizado en la práctica financiera.

El ratio EV/EBITDA puede calcularse de la siguiente manera:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor empresa}}{\text{Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones}}$$

$$\text{Valor empresa} = \text{Capitalización de mercado} + \text{Deuda} - \text{Caja}$$

La ventaja de este múltiplo es que permite comparar compañías con distintas estructuras de capital. Como limitación puede señalarse que no contempla el hecho de

que las empresas necesitan reinvertir para mantenerse competitivas, es decir que no tiene en cuenta ni siquiera el CAPEX por mantenimiento.

El siguiente paso será calcular el valor de este múltiplo para cada una de las compañías elegidas, y calcular ciertos indicadores adicionales que permitan hacer un análisis comparativo entre las firmas.

Tabla 33: Compañías del mercado comparables con Lindt & Sprüngli

Compañía	EV/EBITDA	CAGR ventas 2015-2019	Margen EBITDA	Margen operativo	ROE	ROA
	16,47	1,05%	21,38%	17,37%	26,24%	12,76%
	13,88	1,97%	23,63%	19,98%	114,38%	21,72%
	24,86	-3,34%	18,90%	14,86%	16,06%	6,23%
Promedio	18,40	-0,11%	21,31%	17,40%	52,22%	13,57%
	17x - 20x	5,40%	20,31%	13,15%	11,84%	8,03%

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Lindt & Sprüngli, The Hershey Co., Mondelez International Inc. y Nestlé S.A.

En base a los resultados expuestos, pueden verse algunas similitudes con Mondelez y Nestlé, que presentan márgenes EBITDA similares. Sin embargo, los márgenes operativos de Nestlé muestran ciertas diferencias con los de la compañía, y el ROE arroja valores significativamente más dispersos.

Por lo tanto, el rango razonable de múltiplos seleccionado será de 17x a 20x, con un punto medio de 18,5x.

En lo que respecta a la información financiera de la empresa, se consideró que el valor del EBITDA del ejercicio 2019 resultaba más representativo de la capacidad de la firma de generar resultados, y por ello se trabajó con este dato para realizar la valuación por múltiplos.

Tabla 34: Valuación de Lindt & Sprüngli por compañías comparables
en millones de USD, excepto EV/EBITDA

Lindt & Sprüngli			
Múltiplo de mercado	EV/EBITDA		
	Límite inferior	Punto medio	Límite superior
	17x	18,5x	19x
Información financiera de Lindt & Sprüngli			
EBITDA	925,1	925,1	925,1
Valuación por múltiplo EV/EBITDA			
Valor de la empresa Lindt & Sprüngli	15.725,9	17.113,4	18.501,0
Valor Deuda financiera	-1.578,3	-1.578,3	-1.578,3
Valor Caja y equivalentes	962,3	962,3	962,3
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli	15.109,9	16.497,5	17.885,1
Cantidad de acciones	243.359	243.359	243.359
Precio por acción en USD	62.089,1	67.790,8	73.492,6
Precio por acción en CHF	54.737,7	59.764,4	64.791,1

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a lo expuesto en la Tabla 34, el valor del capital accionario y del precio de las acciones que surgen de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA son más bajos que los obtenidos a través de la valuación por DCF.

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

Tabla 35: Análisis de sensibilidad del valor accionario de Lindt & Sprüngli
en millones de USD

EV/EBITDA	15,5x	17x	18,5x	20x	21,5x
EBITDA					
834,9	12.324,4	13.576,7	14.828,9	16.081,2	17.333,5
878,8	13.005,4	14.323,6	15.641,8	16.960,0	18.278,2
925,1	13.722,4	15.109,9	16.497,5	17.885,1	19.272,7
971,3	14.439,3	15.896,2	17.353,2	18.810,1	20.267,1
1019,9	15.192,0	16.721,8	18.251,6	19.781,4	21.311,2

Fuente: Elaboración propia

VALUACIÓN DE LINDT & SPRÜNGLI GROUP
FÁTIMA KESQUI ZAMORA

Tabla 36: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Lindt & Sprüngli
en USD

EV/EBITDA	15,5x	17x	18,5x	20x	21,5x
EBITDA					
834,9	50.642,8	55.788,6	60.934,5	66.080,3	71.226,1
878,8	53.441,4	58.858,1	64.274,7	69.691,4	75.108,1
925,1	56.387,3	62.089,1	67.790,8	73.492,6	79.194,4
971,3	59.333,2	65.320,1	71.306,9	77.293,8	83.280,6
1019,9	62.426,4	68.712,6	74.998,8	81.285,0	87.571,2

Fuente: Elaboración propia

Tabla 37: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Lindt & Sprüngli
en CHF

EV/EBITDA	15,5x	17x	18,5x	20x	21,5x
EBITDA					
834,9	44.646,7	49.183,2	53.719,8	58.256,4	62.793,0
878,8	47.113,9	51.889,3	56.664,6	61.440,0	66.215,3
925,1	49.711,0	54.737,7	59.764,4	64.791,1	69.817,7
971,3	52.308,2	57.586,2	62.864,2	68.142,2	73.420,2
1019,9	55.035,1	60.577,0	66.119,0	71.660,9	77.202,8

Fuente: Elaboración propia

7. Conclusiones

Lindt & Sprüngli es una compañía de larga trayectoria en la industria del chocolate. Sus 175 años de experiencia en el mercado, en conjunto con las cifras expuestas en sus estados contables demuestran que la empresa se encuentra en su etapa de madurez, y por ello puede esperarse con cierta razonabilidad que la misma continúe creciendo en los próximos años, pero a tasas más bien magras, que seguirían la tendencia marcada por el mercado.

Uno de los principales factores que incide en las tasas de crecimiento esperada es la alta concentración de las operaciones en mercados desarrollados (Europa y América del Norte). Actualmente, las expectativas de crecimiento del mercado de alimentos, y en particular del segmento de confitería y snacks, en estas regiones son bajas (incluso negativas en algunos períodos) para los años que siguen. Las expectativas de crecimiento son significativamente mayores para los países de mercados emergentes, y si bien la firma espera que este potencial de crecimiento se vea reflejado en un crecimiento de sus ventas en estos mercados, la participación histórica de los mismos en el total de las operaciones hace que las estimaciones de crecimiento total promedien a la baja.

El resultado obtenido mediante la valuación por DCF sugiere que, a la fecha de la valuación, el mercado parecía estar descontando menores expectativas de crecimiento futuro, o de mayor riesgo, que las consideradas para el armado del modelo de valuación.

8. Bibliografía

8.1. Bibliografía Académica

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance*. Décima Edición. McGraw Hill Higher Education.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (Diciembre 2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University. Web. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.

8.2. Informes y Reportes

EY. (Octubre 2019). *Tendencias de consumo de la industria alimentaria*. Obtenido en https://www.ey.com/es_ar/consumer-products-retail/tendencias-de-la-industria-de-alimentos

International Monetary Fund. (Abril 2021). *World Economic Outlook*. Obtenido en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

KPMG. (Abril 2021). *Clarity on Swiss Taxes*. Obtenido en <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/clarity-on-swiss-taxes-2021-en.pdf>

Lindt & Sprüngli Group. *Estados Contables*.

Mondelez International Inc. *Estados Contables*.

Nestlé S.A. *Estados Contables*.

Statista. (Enero 2021). *Confectionery and Snacks Report 2021. Statista Consumer Market Outlook*. Obtenido en <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/worldwide>

Statista. (Enero 2021). *Food Report 2021. Statista Consumer Market Outlook*. Obtenido en <https://www.statista.com/outlook/cmo/food/worldwide>

Statista. (2020). *Lindt & Sprüngli Dossier*. Obtenido en <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/24925/lindt-and-spruengli-statista-dossier/>

The Hershey Co. *Estados Contables*.

8.3. Sitios web

Base de datos Statista. (Junio 2021). <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/forecasts/983554/global-chocolate-confectionery-market-size>

Base de datos Statista. (Junio 2021). <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/252097/net-sales-of-the-leading-10-confectionery-companies-worldwide/>

Base de datos Statista. (Junio 2021). <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/981833/chocolate-confectionery-market-share-region-worldwide/>

Base de datos Statista. (Junio 2021). <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/629534/market-share-leading-chocolate-companies-worldwide/>

Candy Industry. Candy Industry's Global Top 100 Candy Companies Lists. (Octubre 2021). <https://www.candyindustry.com/Global-Top-100-Candy-Companies>

Damodaran, A. Online database: Levered and Unlevered Betas by Industry. (Julio 2021). http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Damodaran, A. Online Database: Capital Structure: Debt Ratio Trade Off Variables by Industry. (Julio 2021). http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#capstr

Lindt & Sprüngli. <https://www.lindt-spruengli.com/>

MSCI. ESG Ratings. (Octubre 2021). <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

SIX. Bond Explorer. (Julio 2021). <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/bonds/bond-explorer.html>

US Treasury. Daily Treasury Yield Curve Rates. (Julio 2021). <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

Yahoo Finance. Historical data. (Junio-julio 2021). <https://finance.yahoo.com/>



Universidad de
San Andrés

Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Base

Lindt & Sprüngli Group en millones de USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ventas Netas totales	3.940,3	4.129,7	4.401,2	4.554,5	4.319,1	4.204,3	4.183,9	4.216,6	4.311,6	4.426,9
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-3.372,1	-3.528,3	-3.751,5	-3.955,6	-3.867,2	-3.651,4	-3.633,7	-3.662,1	-3.744,6	-3.844,7
Resultado operativo (EBIT)	568,2	601,4	649,7	599,0	451,9	552,9	550,2	554,5	567,0	582,2
Impuestos	-135,7	-131,6	-136,2	-49,7	-79,6	-108,9	-108,4	-109,2	-111,7	-114,7
EBIT (1 - t)	432,5	469,8	513,5	549,3	372,4	444,0	441,8	445,3	455,3	467,5
Depreciaciones y amortizaciones	153,0	170,7	183,2	326,1	296,6	213,9	224,8	235,9	247,1	258,7
CAPEX	-225,0	-187,9	-250,0	-234,1	-276,4	-228,9	-227,8	-229,6	-234,8	-241,1
Variaciones de capital de trabajo	-64,2	-144,0	18,1	39,4	-12,8	41,3	7,3	-11,8	-34,2	-41,4
Flujo de fondos disponibles para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	470,2	446,2	439,8	433,5	443,7
Valor terminal										30.509,19
Flujo de fondos total disponible para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	470,2	446,2	439,8	433,5	30.952,9
Tasa de crecimiento perpetua (g)										3,59%
Tasa de descuento (WACC)										5,09%
Valor presente del FCFF al 31/12/2020						447,4	404,0	378,9	355,4	24.145,8
Valor de la empresa Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					25.731,5					
Caja y equivalentes 31/12/2020					962,34					
Deuda financiera 31/12/2020					-1.578,27					
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					25.115,6					

Anexo B: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista

Lindt & Sprüngli Group en millones de USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ventas Netas totales	3.940,3	4.129,7	4.401,2	4.554,5	4.319,1	4.161,1	4.099,3	4.090,4	4.141,7	4.210,9
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-3.372,1	-3.528,3	-3.751,5	-3.955,6	-3.867,2	-3.655,5	-3.601,2	-3.593,4	-3.638,4	-3.699,2
Resultado operativo (EBIT)	568,2	601,4	649,7	599,0	451,9	505,6	498,1	497,0	503,3	511,7
Impuestos	-135,7	-131,6	-136,2	-49,7	-79,6	-99,6	-98,1	-97,9	-99,1	-100,8
EBIT (1 - t)	432,5	469,8	513,5	549,3	372,4	406,0	400,0	399,1	404,1	410,9
Depreciaciones y amortizaciones	153,0	170,7	183,2	326,1	296,6	213,8	224,5	235,2	246,0	257,0
CAPEX	-225,0	-187,9	-250,0	-234,1	-276,4	-226,6	-223,2	-222,7	-225,5	-229,3
Variaciones de capital de trabajo	-64,2	-144,0	18,1	39,4	-12,8	56,8	22,2	3,2	-18,4	-24,9
Flujo de fondos disponibles para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	450,0	423,5	414,8	406,2	413,7
Valor terminal										28.445,69
Flujo de fondos total disponible para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	450,0	423,5	414,8	406,2	28.859,4
Tasa de crecimiento perpetua (g)										3,59%
Tasa de descuento (WACC)										5,09%
Valor presente del FCFF al 31/12/2020						428,2	383,4	357,4	333,0	22.512,7
Valor de la empresa Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					24.014,7					
Caja y equivalentes 31/12/2020					962,34					
Deuda financiera 31/12/2020					-1.578,27					
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					23.398,8					

Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Optimista

Lindt & Sprüngli Group en millones de USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ventas Netas totales	3.940,3	4.129,7	4.401,2	4.554,5	4.319,1	4.247,5	4.269,4	4.345,4	4.486,8	4.651,5
Costo de mercadería vendida, gastos de comercialización, administración, generales	-3.372,1	-3.528,3	-3.751,5	-3.955,6	-3.867,2	3.646,4	3.665,2	3.730,5	3.851,8	3.993,3
Resultado operativo (EBIT)	568,2	601,4	649,7	599,0	451,9	601,1	604,2	614,9	634,9	658,3
Impuestos	-135,7	-131,6	-136,2	-49,7	-79,6	-118,4	-119,0	-121,1	-125,1	-129,7
EBIT (1 - t)	432,5	469,8	513,5	549,3	372,4	482,7	485,2	493,8	509,9	528,6
Depreciaciones y amortizaciones	153,0	170,7	183,2	326,1	296,6	214,0	225,2	236,5	248,2	260,4
CAPEX	-225,0	-187,9	-250,0	-234,1	-276,4	-231,3	-232,5	-236,6	-244,3	-253,3
Variaciones de capital de trabajo	-64,2	-144,0	18,1	39,4	-12,8	25,7	-7,9	-27,3	-50,8	-59,2
Flujo de fondos disponibles para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	491,1	470,0	466,3	463,0	476,4
Valor terminal										32.761,21
Flujo de fondos total disponible para la firma	296,3	308,6	464,7	680,6	379,7	491,1	470,0	466,3	463,0	33.237,6
Tasa de crecimiento perpetua (g)										3,59%
Tasa de descuento (WACC)										5,09%
Valor presente del FCFF al 31/12/2020						467,3	425,5	401,8	379,5	25.928,1
Valor de la empresa Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					27.602,3					
Caja y equivalentes 31/12/2020					962,34					
Deuda financiera 31/12/2020					-1.578,27					
Valor del Equity de Lindt & Sprüngli al 31/12/2020 en millones de USD					26.986,4					