



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

***Valuación del Capital Accionario de Mondelêz
International, Inc.***

Autor: Guillermo Miguel Bosio

DNI: 22.738.386

Director del Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Córdoba, 20 de octubre de 2023



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

**Valuación del Capital Accionario de Mondelêz
International, Inc.**

Autor: Guillermo Miguel Bosio

DNI: 22.738.386

Director del Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein

Córdoba, 20 de octubre de 2023

Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo es realizar un ejercicio de valuación al 31 de diciembre de 2022 del capital accionario de Mondelêz International Inc. (a partir de ahora y en forma indistinta, “Mondelêz”, “MDLZ”, “la Compañía”), un grupo económico multinacional dedicado a la producción y comercialización de productos de confitería en general (chocolates, chicles, caramelos), galletas (galletas dulces y saladas, barras de cereal), bebidas y alimentos.

En primer lugar se presenta la descripción de Mondelêz, sus segmentos de negocios, las áreas geográficas donde opera, su desempeño histórico y el de sus principales competidores, así como la estrategia de la gerencia y sus expectativas.

Luego se efectúa una descripción del mercado en el que se desempeña Mondelêz, su evolución en los últimos años y sus proyecciones futuras, así como el posicionamiento de la Compañía y sus competidores en el mismo.

En tercer lugar, se realiza un análisis económico y financiero de Mondelêz en base a la situación y evolución de distintos indicadores de rentabilidad, gestión operativa y situación financiera de corto y de largo plazo, comparando su desempeño actual con el observado en años anteriores.

A partir de la información que se obtuvo de los análisis mencionados anteriormente, se desarrollaron las estimaciones y escenarios que resultaron la base del ejercicio de valuación

Para la valuación del capital accionario se emplearon dos metodologías complementarias:

- (a) el método de Flujo de Fondos Descontados o DCF y
- (b) el de Valuación por Múltiplos de Mercado.

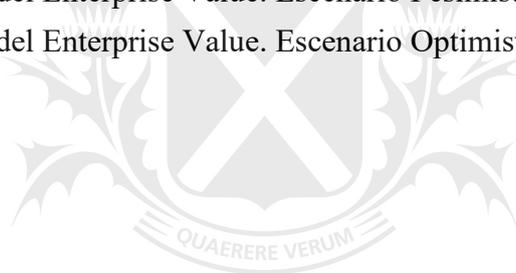
La valuación por DCF se realizó a partir de las proyecciones de los Flujos de Fondos disponibles para la Firma o FCFF, aplicando como tasa de descuento, el Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC por sus siglas en inglés, estimada en base al “Capital Asset Pricing Model (CAPM)”. Como resultado de este ejercicio de valuación, se obtuvo un valor del capital accionario de Mondelêz de USD 66,74 por acción. El valor de cotización de la acción en el Nasdaq al cierre del último día hábil del año finalizado el 31 de diciembre de 2022, fue de USD 66,65, muy similar a los resultados obtenidos en la valuación. Esto puede significar que el precio de mercado observado reflejaba expectativas de crecimiento y/o rentabilidad similares a las utilizadas en el ejercicio de valuación. Como complemento, se desarrolló un análisis de sensibilidad de ciertas variables claves del modelo de valuación, lo cual arrojó como conclusión que la valuación de USD 66,74 por acción, puede variar en un rango entre USD 56,37 y USD 75,02.

Para la Valuación por Múltiplos de Mercado, se seleccionó el múltiplo EV/EBITDA, muy utilizado en valuaciones en el mercado de capitales en empresas de consumo masivo, correspondiente a una muestra de compañías dedicadas a la producción y comercialización de productos de confitería y galletas, comparables con Mondelêz. El resultado obtenido por este método sitúa el valor de la acción de Mondelêz al 31 de diciembre de 2022 en un rango entre USD 64,98 y USD 70,92 con un punto medio en USD 67,95.

Índice

| | | |
|--------|---|----|
| 1. | Descripción del Negocio..... | 1 |
| 1.1. | Introducción | 1 |
| 1.2. | Historia..... | 3 |
| 1.3. | Categorías de productos | 4 |
| 1.4. | Segmentos geográficos..... | 6 |
| 1.5. | Fusiones y adquisiciones..... | 11 |
| 1.6. | Plantas de producción | 13 |
| 1.7. | Propiedad | 14 |
| 1.8. | Estrategia y perspectivas de crecimiento | 17 |
| 2. | Análisis de la Industria | 18 |
| 2.1. | El Mercado Global de Alimentos..... | 18 |
| 2.2. | El Mercado de Confitería y Snacks..... | 20 |
| 2.2.1. | Productos de Confitería | 22 |
| 2.2.2. | Galletas | 30 |
| 2.3. | Posicionamiento competitivo de Mondelez | 37 |
| 3. | Análisis Financiero | 40 |
| 3.1. | Crecimiento de las ventas..... | 40 |
| 3.2. | Indicadores de rentabilidad | 47 |
| 3.3. | Indicadores de gestión operativa..... | 56 |
| 3.4. | Estructura de capital. Indicadores de gestión financiera..... | 57 |
| 3.5. | CAPEX y Adquisiciones..... | 59 |
| 3.6. | Depreciaciones y amortizaciones..... | 61 |
| 3.7. | Comparación con pares de mercado | 62 |
| 4. | Valuación por Flujos de Fondos Descontados..... | 64 |
| 4.1. | Flujo de Fondos disponible para la Firma..... | 64 |
| 4.1.1. | Proyección de ventas | 67 |
| 4.1.2. | Proyección de EBITDA..... | 69 |
| 4.1.3. | Depreciaciones y amortizaciones | 70 |
| 4.1.4. | Impuesto a las ganancias | 70 |
| 4.1.5. | Capital de trabajo..... | 71 |
| 4.1.6. | Inversiones de capital – CAPEX de expansión | 71 |
| 4.2. | Tasa de descuento | 72 |
| 4.2.1. | Costo del capital propio (Ke) | 72 |

| | | |
|----------|--|----|
| 4.2.1.1. | Tasa libre de riesgo | 73 |
| 4.2.1.2. | Prima de riesgo de mercado..... | 74 |
| 4.2.1.3. | Beta | 74 |
| 4.2.2. | Costo de la deuda (Kd)..... | 78 |
| 4.2.3. | Estructura de capital | 79 |
| 4.2.4. | Costo promedio ponderado de capital (WACC) | 80 |
| 4.3. | Valor Terminal | 81 |
| 4.4. | Resultados de la valuación por Flujos de Fondos Descontados..... | 82 |
| 4.5. | Análisis de sensibilidad..... | 83 |
| 5. | Valuación por Múltiplos | 85 |
| 6. | Conclusiones..... | 89 |
| | Referencias bibliográficas..... | 90 |
| | Anexo A: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Base | 92 |
| | Anexo B: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Pesimista..... | 93 |
| | Anexo C: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Optimista | 94 |



Universidad de
San Andrés

Glosario

| Concepto | Definición |
|------------------------|--|
| AMEA: | Del inglés “Asia, Middle East and Africa”. Sector geográfico comprendido por Asia, Medio Oriente y África. |
| CAGR: | Del inglés “Compound Annual Growth Rate”. Tasa de crecimiento anual compuesta. |
| CAPEX: | Del inglés “Capital Expenditures”. Inversiones en bienes de capital. |
| CAPM: | Del inglés “Capital Asset Pricing Model”. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado en forma simultánea por John Lintner, William Sharpe, Jack Treynor y Jan Mossin, que permite estimar el rendimiento requerido por un activo financiero. |
| CORE / NO CORE | Expresión en inglés que hace referencia a principal o central. Se utiliza en el caso de este trabajo, para identificar aquellos negocios centrales de Mondelêz, es decir aquellos que son el foco de la estrategia de crecimiento. Por el contrario, los negocios “no core”, son aquellos que no son el núcleo del crecimiento estratégico y que han sido desinvertidos en los últimos años. |
| DCF: | Del inglés “Discounted Cash Flow”. Flujo de fondos descontados. |
| Deuda Financiera Neta: | Comprende la deuda con los proveedores de financiamiento (préstamos bancarios, deuda con obligacionistas / bonistas, pasivos por arrendamiento, etc.) neto del efectivo y equivalentes de efectivo. |
| D&A: | Depreciaciones y amortizaciones. |
| D2C | Venta directa al consumidor. Es una adaptación de la expresión en inglés “Direct to Consumer”. |
| EBIT: | Del inglés “Earning Before Interest and Taxes”. Utilidades antes de intereses e impuestos. |
| EBITDA: | Del inglés “Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”. Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. |
| EV: | Valor de la Firma o “Enterprise Value” por su expresión en inglés. |
| FMI | Fondo Monetario Internacional. |
| FV | Valor razonable o “Fair Value” por su expresión en inglés. |
| FCFF: | Del inglés “Free Cash Flow to the Firm”. Flujos de fondos disponibles para la Firma. |
| GAAP | Del inglés “Generally Accepted Accounting Principles”. Normas contables o principios de contabilidad generalmente aceptados. MDLZ aplica las normas contables de Estados Unidos o US GAAP para la confección de sus estados financieros que publica ante la SEC. |
| HSY | The Hershey Co. (o indistintamente “Hershey”). |

| Concepto | Definición |
|------------------|--|
| Kd: | Costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa para tomar deuda financiera y está expresado como una tasa de interés. También puede ser definida como la rentabilidad exigida por los proveedores de financiamiento. |
| Ke: | Costo del capital propio. Es la tasa de retorno requerida por los propietarios de la Compañía. |
| LISN | Lindt & Sprüngli AG (o indistintamente “Lindt”). |
| MDLZ: | Mondelêz International Inc. (en forma indistinta “Mondelêz”, la “Compañía”). |
| NASDAQ: | Acrónimo de “National Association of Securities Dealers Automated Quotation”. Es la segunda bolsa de valores más grande de Estados Unidos. |
| NON-GAAP | Se utiliza ésta expresión, para hacer referencia a alguna medida incluida en la información financiera que acompaña a los estados financieros que no es preparada de conformidad y exigencia por las normas contables. |
| NSRGY | Nestlé S.A. (o indistintamente “Nestlé”). |
| OA No Operativos | Otros activos no operativos. Otros activos no afectados a la operación. En otras palabras, no generan flujos de fondos a ser incluidos en el ejercicio de proyección. Se incorporan a la valuación por su valor de libros (se asume se recuperan por su venta y que su FV no difiere significativamente del valor de libros). Incluye otros activos y pasivos diversos |
| OPEX: | Del inglés “Operational Expenditures”. Gastos operativos. |
| PPE: | Propiedad, planta y equipos / Bienes de uso. |
| ROA: | Del inglés “Return on Assets”. Rendimiento sobre activos. Se calcula como: $\frac{\text{EBIT}}{\text{Activos}}$ |
| ROE: | Del inglés “Return on Equity. Rendimiento del capital accionario o de los propietarios. Se calcula como: $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Neto}}$ |
| SEC | Comisión de bolsas y valores de Estados Unidos. Es el regulador del mercado de capitales de ese país. |
| TR | Tootsie Roll Industries, Inc. (o indistintamente “Tootsie”). |

| Concepto | Definición |
|-----------------|---|
| USD: | Código ISO 4217 para el dólar estadounidense (número 840). Es la moneda de curso legal de Estados Unidos y de otros países / dependencias. |
| WACC: | Del inglés “Weighted Average Cost of Capital”. Costo promedio ponderado del capital. |
| WC: | Capital de trabajo. |
| White Zones: | Países o conjuntos de países con baja presencia de competidores de MDLZ. |
| YTM: | Del inglés “Yield to Maturity”. Es el rendimiento que paga un bono que se adquiere hoy, suponiendo que el inversor lo mantiene hasta el vencimiento, reinvertiendo los pagos intermedios recibidos a la misma tasa. |



Universidad de
San Andrés

1. Descripción del Negocio

1.1. Introducción

Mondelêz International Inc. es un grupo multinacional dedicado principalmente a las industrias de productos de confitería y de galletas y en menor medida a las industrias de bebidas, quesos y alimentos en general. Como Mondelêz, es conocida desde 2012, luego de la fusión de los negocios de confitería de Kraft Food Inc. y Cadbury en 2009 y la separación de la primera en Kraft Food Group, que conservó el negocio de alimentos en general en América del Norte y Mondelêz. Su casa central se encuentra en Deerfield (Chicago; Illinois, Estados Unidos).

Algunas de sus marcas más conocidas son Cadbury, Milka, Toblerone, Tang, Trident, Halls, Oreo, Lacta, Club Social, Philadelphia, Ritz, LU, 7 Days, Clorets, Cadbury Dairy Milk, etc.

Ilustración 1: Principales Marcas de Mondelêz

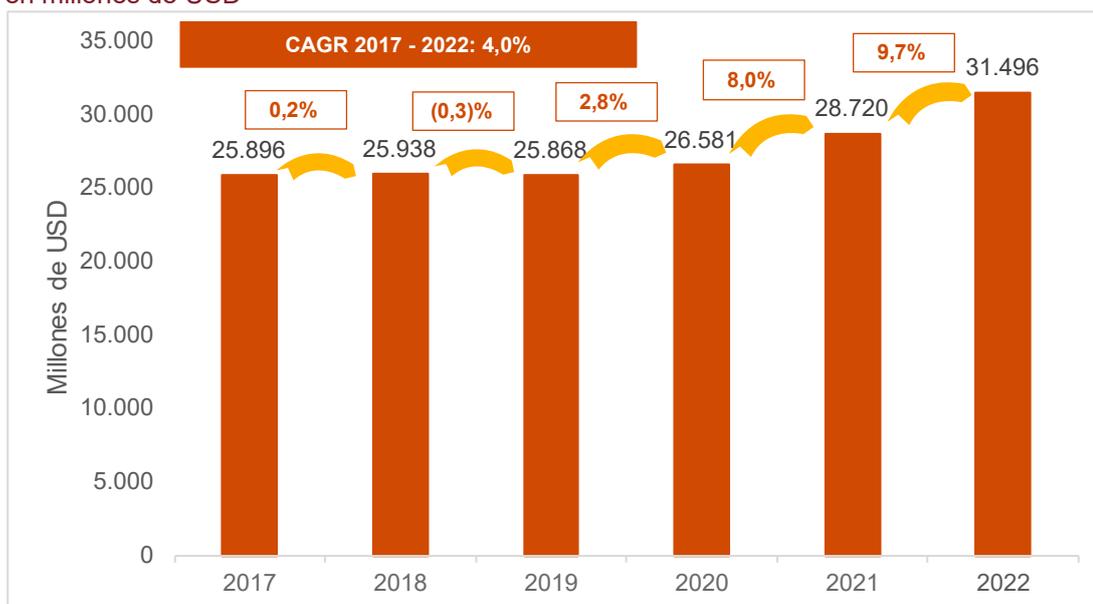


Fuente: Elaboración propia en base a www.mondelezinternational.com.

El mercado de productos de confitería y galletas donde opera la Compañía es un mercado maduro y altamente competitivo, que incluye además de MDLZ, competidores globales como Mars Inc., The Ferrero Group, Nestlé S.A., The Hershey Co., Chocola-defabriken Lindt & Sprüngli AG, etc. y competidores regionales y locales. La competencia se basa en la calidad de los productos, en el reconocimiento de las marcas y en la lealtad de los consumidores a ellas, en la innovación de productos (especialmente la capacidad para identificar cambios de tendencia como, por ejemplo, la nueva ola relacionado con productos saludables), en la logística comercial, en la amplitud de la red de distribución y en la presencia en el punto de venta.

Por el ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2022, MDLZ reportó ventas por USD 31.496 millones, lo cual implicó un crecimiento del 9,7% respecto de los USD 28.720 millones que se informaron en el ejercicio económico anterior. Asimismo, según se observa en el Gráfico 1, las ventas de MDLZ han crecido de manera sostenida en el período 2017 – 2022 a un CAGR del 4,0%.

Gráfico 1: Evolución de las ventas totales de MDLZ 2017 – 2022
en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

El CAGR del 4,0% observado en el Gráfico 1 anterior, incluye además del crecimiento orgánico, el impacto de fusiones y adquisiciones de negocios, las ventas de negocios que implican su desconsolidación en los estados financieros y el efecto cambiario originado en el hecho de que Mondelez consolida información contable de operaciones con moneda funcional distinta del USD que es la moneda de presentación utilizada en sus reportes financieros. Si depuramos estos últimos efectos, el crecimiento orgánico mostró un CAGR del 5,5% en el período 2017 - 2022.

En el Gráfico 2, se expone la evolución del EBIT en el mismo período 2017 – 2022:

Gráfico 2: Evolución del EBIT y del Margen de EBIT de MDLZ 2017 – 2022
En millones de USD y en %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

Cómo puede observarse en el Gráfico 2, por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, la Compañía reportó un EBIT de USD 3.534 millones, frente a los USD 4.653 millones informado en el ejercicio anterior, lo cual implicó una caída del 24,0%, pasando el margen de EBIT del 16% en el 2021 a 11% en el 2022, siendo éste el menor margen de EBIT de los últimos cinco años.

El EBIT 2022 estuvo particularmente afectado por resultados no recurrentes que afectan la comparabilidad, tales como costos incrementales ocasionados por la guerra entre Rusia y Ucrania desatada en febrero de 2022; mayores costos por la resolución de una disputa judicial relacionado con defensa de la competencia que mantenía MDLZ con la Comisión Europea; costos directos por adquisiciones y gastos de integración de nuevos negocios que en el 2022 fueron particularmente importantes; reestructuraciones; etc. En tal sentido, MDLZ publica información financiera “Non-GAAP”, donde se eliminan los efectos de este tipo de conceptos. Una de las medidas “Non-GAAP” que reporta, es el EBIT “Normalizado” y el Margen de EBIT “Normalizado”. Cómo puede observarse en el Gráfico 2, eliminando los efectos no recurrentes que afectan la comparabilidad, el margen de EBIT es del 17%, en niveles similares a los observados en años anteriores.

MDLZ comercializa sus productos a través de distintos canales tales como grandes tiendas, cadenas de supermercados, mayoristas, distribuidores, tiendas de conveniencia, estaciones de servicio / gasolineras, farmacias y otros puntos de venta mayorista y minorista. También vende directamente a empresas y consumidores a través de varias plataformas digitales, a través del D2C web sites y a través de redes sociales.

1.2. Historia

La historia de Mondeléz se remonta al año 1903, cuando James L. Kraft fundó la empresa J.L. Kraft & Bros. Company (“Kraft Food”) en Chicago, que se dedicaba inicialmente a la fabricación de queso procesado. A lo largo del Siglo 20, Kraft Food experimentó un crecimiento significativo y una expansión a nivel internacional, adquiriendo numerosas marcas reconocidas en el mercado alimentario e incorporando otras categorías de productos a su portafolio, en especial galletitas y productos de confitería.

Una de las adquisiciones más importantes de Kraft Food fue la de Nabisco Holdings Corporation en el año 2000, una compañía estadounidense líder en el mercado de galletas. Esta adquisición incluyó marcas emblemáticas como Oreo, Chips Ahoy!, Ritz y Triscuit. En el año 2007 y como parte de su plan de expansión internacional, Kraft Food adquiere al fabricante francés de galletas LU, empresa fundada en 1846 y conocida por sus famosas galletas como Petit Beurre, Leibniz y Prince. Hasta el año 2010, Kraft Food era uno de los jugadores más importantes en el negocio mundial de galletas con poca presencia en el negocio de confitería. Como parte de una estrategia de diversificación adquiere en ese año a la compañía británica Cadbury, una de las empresas de confitería más importantes del mundo. La compra de Cadbury proporcionó a Kraft Food una cartera de marcas icónicas, como Dairy Milk, Creme Egg, Milka, Trident, Halls y Flake. En el año 2012, Kraft Food tomó la decisión estratégica de escindir su negocio de alimentos en Estados Unidos de su negocio de galletas y productos de confitería, dando lugar al nacimiento de lo que hoy se conoce como Kraft Heinz Company por un lado y a una nueva compañía, denominada Mondeléz por otro, heredando esta última, marcas como Oreo, Milka, Toblerone, Trident, Cadbury y Halls, entre otras.

1.3. Categorías de productos

A los efectos de gestionar el portafolio de productos, MDLZ los agrupa en las siguientes categorías de productos:

Negocio de Snacks o Negocio “Core”.

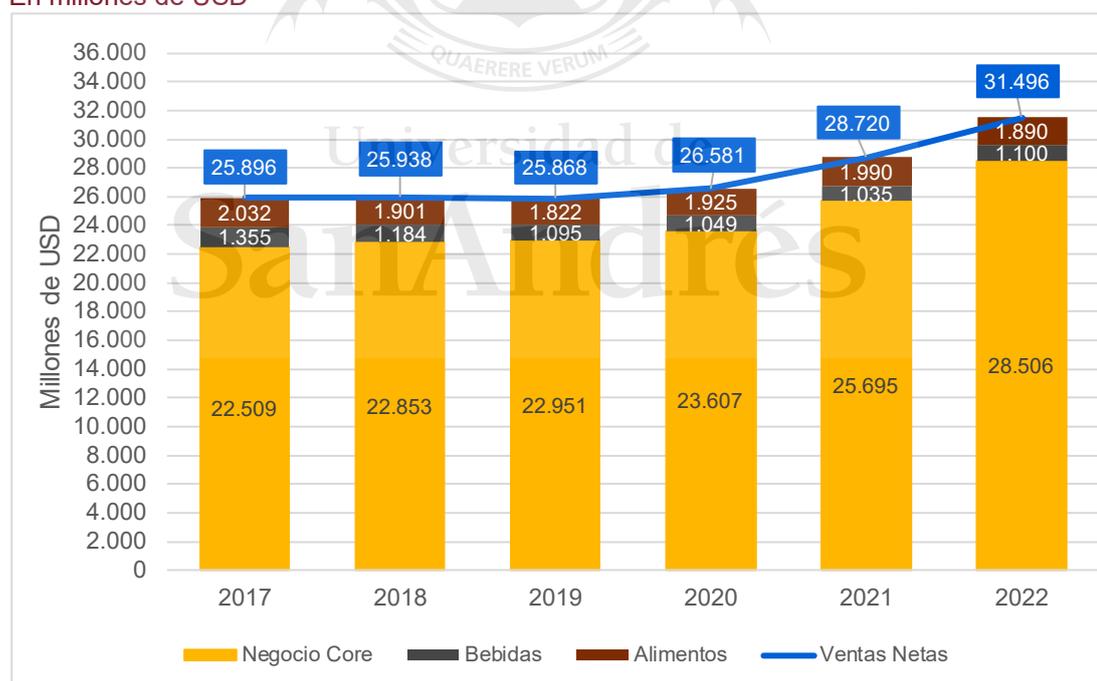
- **Confitería de chocolates:** incluye principalmente tabletas y bombones.
- **Confitería de azúcar:** incluye caramelos duros, caramelos masticables, pastillas, caramelos reducidos en azúcar, chicles, chicles reducidos en azúcar, turrone, etc.
- **Galletas:** incluye galletas saladas, galletas dulces y barras de cereal.

Otros Negocios

- **Bebidas:** incluye principalmente jugos en polvo.
- **Alimentos en general:** incluye queso para untar, preparaciones en polvo, etc.

Tal cual surge del Gráfico 3, el 90,5% de las ventas de MDLZ en el ejercicio fiscal cerrado el 31 de diciembre de 2022, son explicadas por el negocio “Core”, lo cual equivale a USD 28.506 millones. Los negocios de bebidas y alimentos son negocios marginales que año a año pierden participación, fruto de ventas o desinversiones.

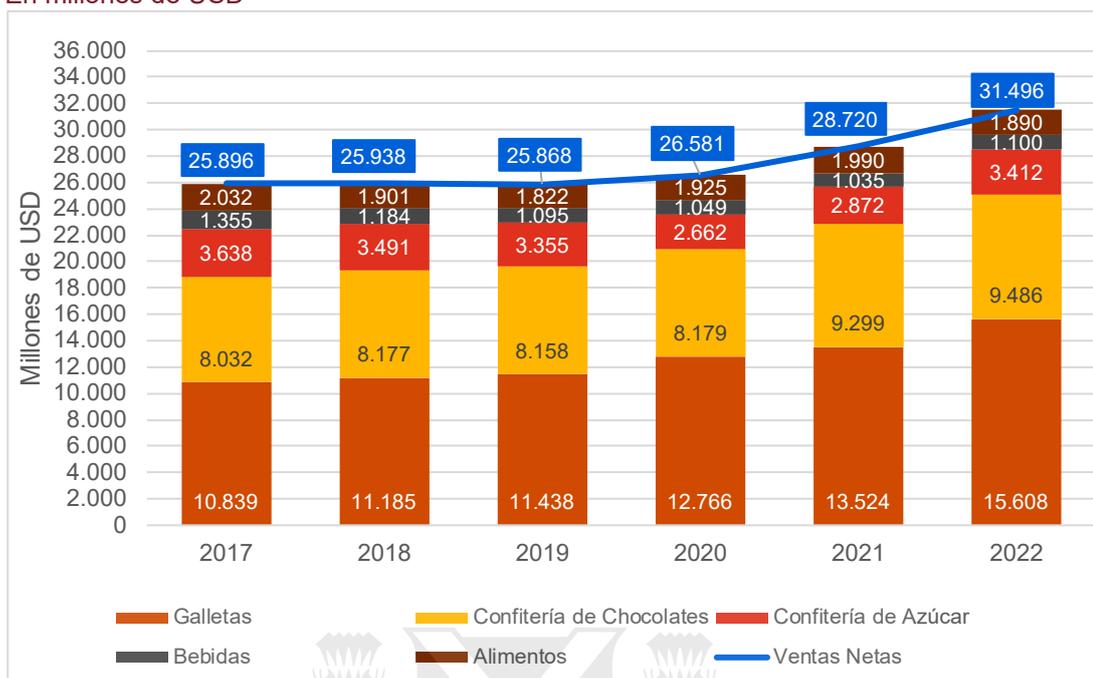
Gráfico 3: Evolución de las Ventas. Negocios Core y otros - Período 2017 | 2022
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

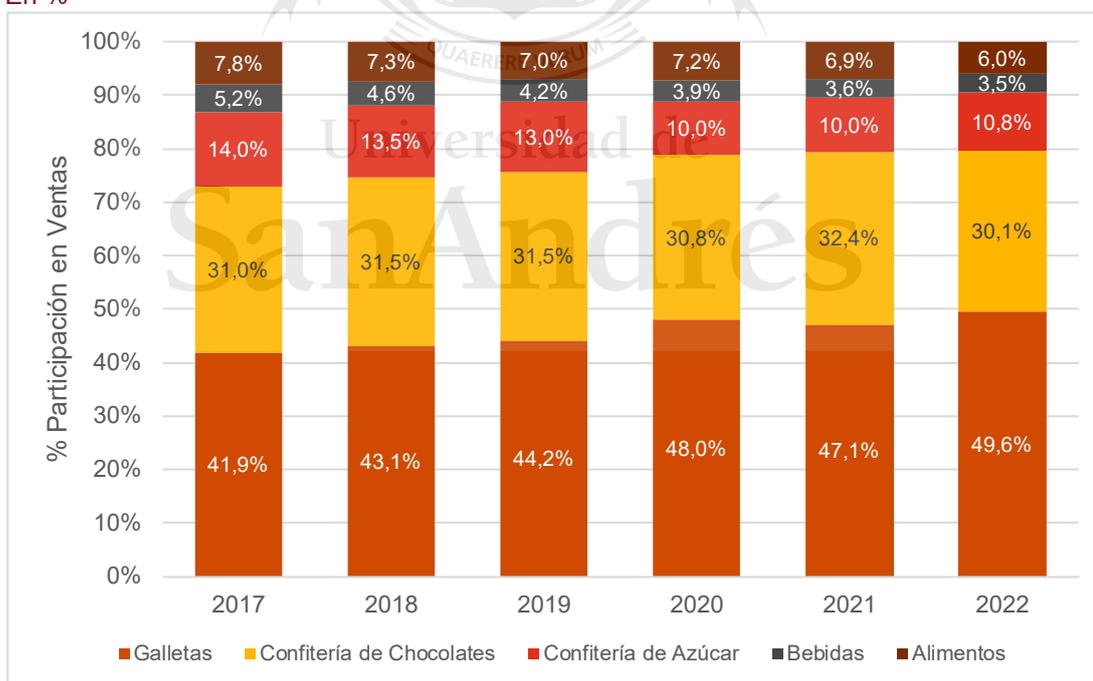
Los Gráficos 4 y 5, exponen la evolución de las distintas categorías de productos y su participación sobre el total de ventas, respectivamente, en el período 2017 – 2022:

Gráfico 4: Evolución de las Ventas por Categorías de Productos - Período 2017 | 2022
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

Gráfico 5: Participación de las Categorías de Productos sobre las Ventas Totales – Período 2017 | 2022
En %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

En lo que respecta al Negocio Core, la categoría de galletas además de ser la más importante, es la única que muestra un incremento en su participación sobre las ventas totales de MDLZ en los últimos seis años, en detrimento del resto de las categorías, pasando del 41,9% en el 2017 al 49,6% en el 2022.

En términos monetarios, galletas aportó USD 15.608 millones en el ejercicio fiscal finalizado el 31 de diciembre de 2022, mientras que las categorías de confitería de chocolate y de azúcar, sumaron USD 12.898 millones en el mismo período.

1.4. Segmentos geográficos

Dado el carácter multinacional de sus operaciones, MDLZ organiza sus negocios de galletas y productos de confitería en los siguientes segmentos geográficos:

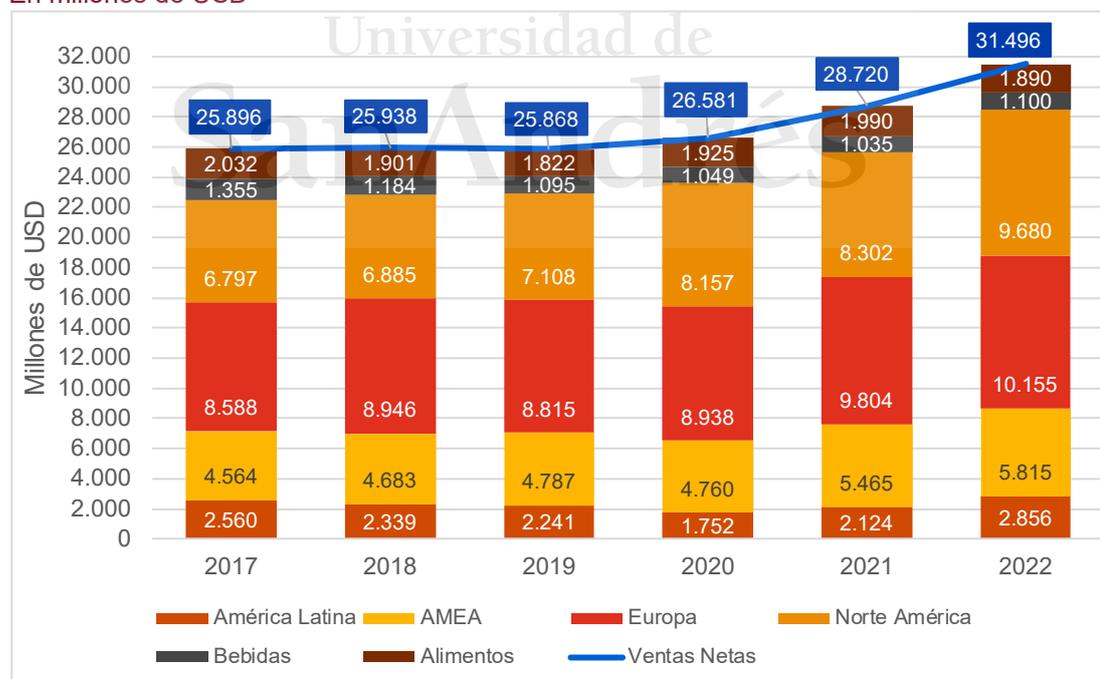
- **América Latina:** América del Sur, América Central y México.
- **AMEA:** Asia, Oceanía y África.
- **Europa:** Europa, incluyendo Rusia.
- **América del Norte:** Estados Unidos y Canadá (no incluye México que se adiciona a América Latina).

Cada segmento geográfico es responsable por las decisiones de negocio, las categorías de productos y los resultados financieros. Ventas netas y EBIT son las medidas de performance principales que MDLZ usa en la gestión de los segmentos geográficos.

Los negocios de bebidas y alimentos en general, dado su carácter “No Core”, se gestionan por separado.

El Gráficos 6 a continuación, expone la evolución de cada uno de los segmentos geográficos de MDZL en el período 2017 – 2022:

Gráfico 6: Evolución de las Ventas por Segmentos Geográficos – Período 2017 | 2022
En millones de USD



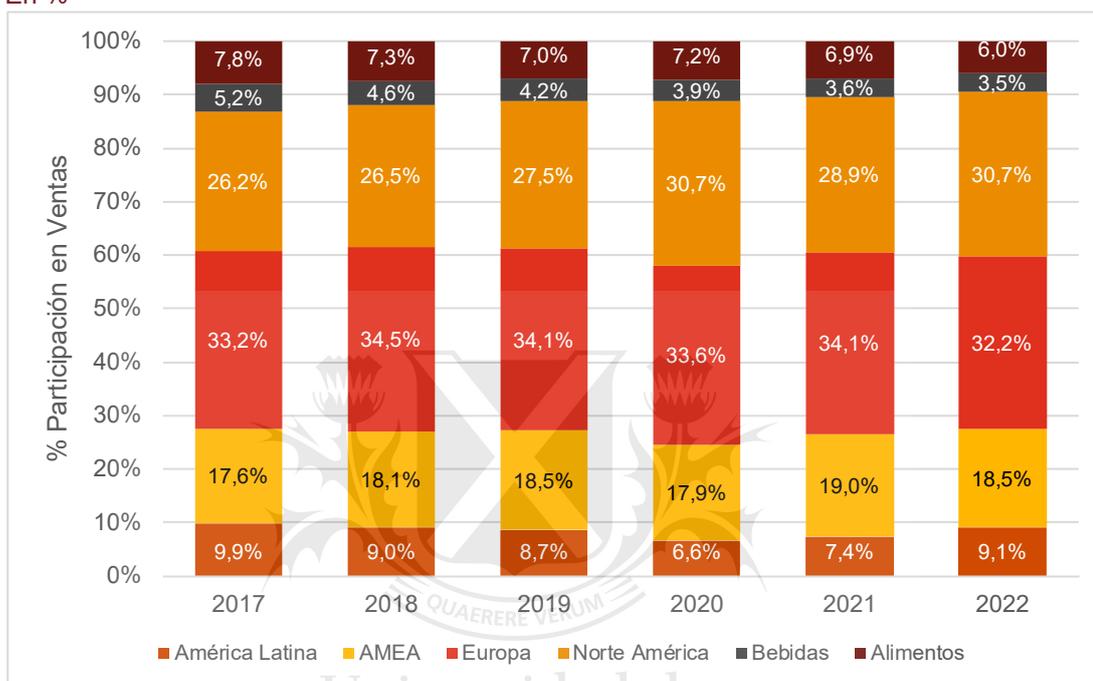
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

Tal cual surge del Gráfico 7 a continuación, las operaciones en Europa y América del Norte concentran la mayor participación sobre el total de ventas, coincidente con el origen de MDLZ. Ambos negocios suman el 62,9% de las ventas (base año 2022). A

su vez, América del Norte ha sido la región que mostró el mayor dinamismo en los últimos cinco años (orgánico y por adquisiciones), mostrando CAGR del 7,3%, frente al 4,0% de CAGR de las ventas totales de MDLZ. Esto le permitió incrementar su participación sobre el total, pasando del 26,2% en el 2017 al 30,7% en el 2022. Europa, por el contrario, perdió un punto porcentual de participación en el mismo período, pasando del 33,2% en el 2017 al 32,2% en el 2022.

Gráfico 7: Participación de los Segmentos Geográficos sobre las ventas totales – Período 2017 | 2022

En %



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

La operación en AMEA muestra un moderado incremento de participación, pasando el 17,6% en el 2017 al 18,5% en el 2022. Por el contrario, en el caso de América Latina, la participación sobre el total de ventas cayó, desde el 9,9% en el 2017 al 9,1% en el 2022.

América Latina

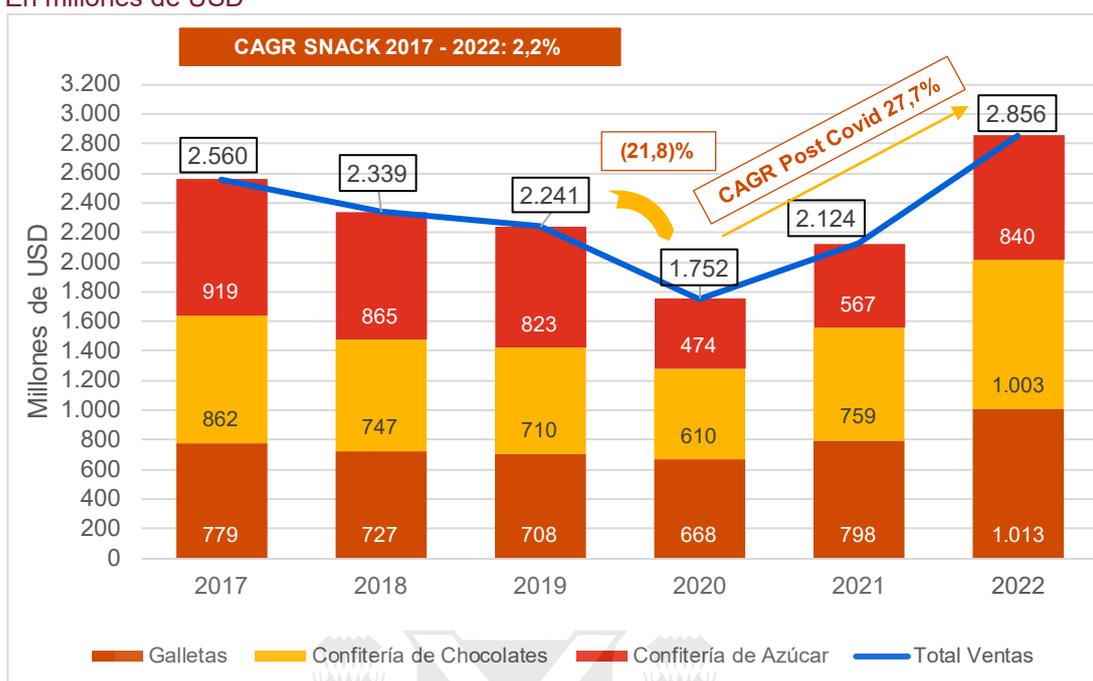
América Latina comprende las operaciones de América del Sur, América Central y México. En este sentido, éste último país y Brasil son los más relevantes en esta región.

MDLZ cuenta con dieciséis plantas productivas en América Latina y once centros de distribución.

Como se observa en el Gráfico 7 anterior, América Latina es el segmento geográfico con menor participación en el total de las ventas de MDLZ, siendo el 9,1% al cierre del ejercicio fiscal finalizado el 31 de diciembre de 2022.

Tal cual surge del Gráfico 8 a continuación, el CAGR del negocio de MDLZ en América Latina en los últimos cinco años fue del 2,2%, por debajo del CAGR del total de ventas de la Compañía del 4,0%. Esto explica, tal cual ha sido señalado anteriormente, que la participación de esta región haya disminuido en ese mismo período de tiempo.

Gráfico 8: Evolución de las Ventas de. Segmento América Latina – Período 2017 | 2022
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

Los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre la economía en general de los países, especialmente durante el año 2020, tuvieron un particular impacto sobre los negocios de MDLZ en América Latina. En tal sentido, las ventas de la región en el ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2020, cayeron un 21,8%, para luego recuperarse en el 2021 y el 2022 a una CAGR del 27,7%.

En términos monetarios, en el año 2022 las ventas en este segmento alcanzaron los USD 2.856 millones, de los cuales USD 1.013 millones (35%), corresponden a la categoría de galletas y USD 1.843 (65%) corresponden a la categoría de productos de confitería.

AMEA

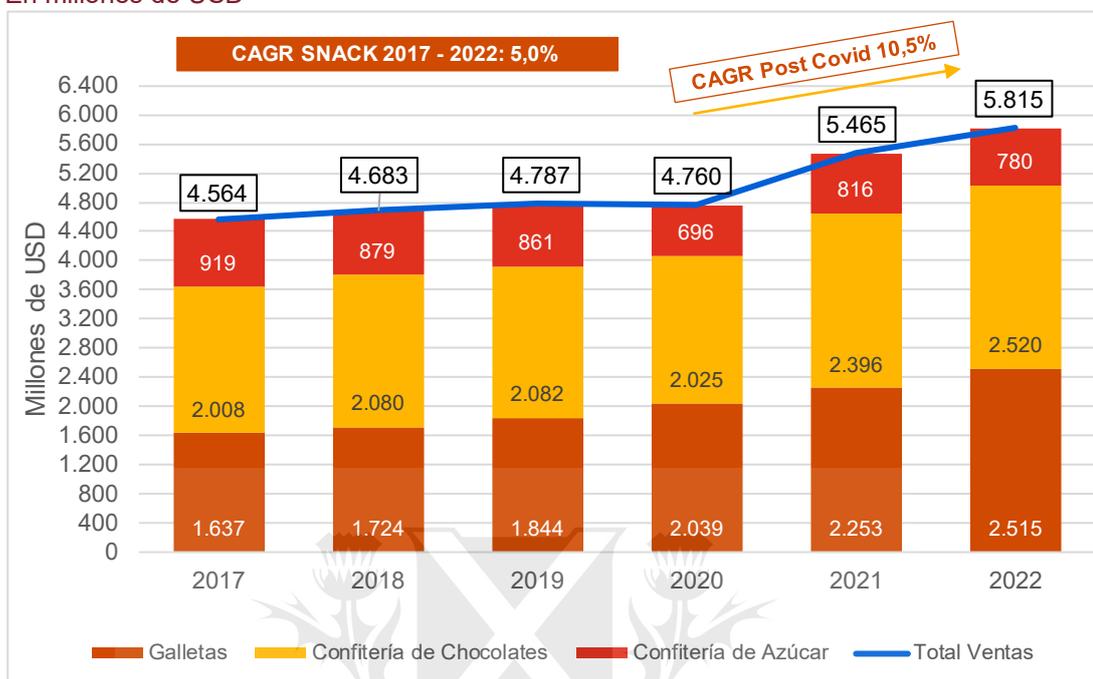
Como se observa en el Gráfico 7 anterior, AMEA representa el 18,5% del total de las ventas de MDLZ en el ejercicio fiscal finalizado el 31 de diciembre de 2022. China, India, Australia y Nueva Zelanda, son los países más relevantes en esta región.

MDLZ cuenta con cuarenta y cinco plantas productivas en AMEA y veintinueve centros de distribución.

Tal cual surge del Gráfico 9 a continuación, el crecimiento promedio anual del negocio de MDLZ en AMEA en los últimos cinco años fue del 5,0%, un punto porcentual por encima del crecimiento promedio anual del total de ventas de la Compañía. Esto explica, tal cual ha sido señalado anteriormente, que la participación de esta región se haya incrementado en 0,9 puntos porcentuales en ese mismo período de tiempo, pasando del 17,6% en el 2017 al 18,5% en el 2022. Al igual que la región de Latinoamérica, los efectos económicos de la pandemia de COVID-19 también afectaron a esta región, aunque con un impacto mucho menor: sus ventas en el 2020 cayeron sólo un 0,14%. A partir de allí y cómo puede observarse en el Gráfico 9, en el 2021 y en el

2022, las ventas se aceleran, logrando un CAGR del 10,5%, casi el doble del CAGR observado en los últimos cinco años.

Gráfico 9: Evolución de las Ventas del Segmento AMEA – Período 2017 | 2022
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

En términos monetarios, en el año 2022 las ventas en este segmento alcanzaron los USD 5.815 millones, de los cuales USD 2.515 millones (43%), corresponden a la categoría de galletas y USD 3.300 (57%) corresponden a la categoría de productos de confitería.

Europa

Como se observa en el Gráfico 7 anterior, Europa es el segmento geográfico principal, representando el 32,2% del total de las ventas de MDLZ en el ejercicio fiscal finalizado el 31 de diciembre de 2022.

MDLZ cuenta con sesenta y tres plantas productivas en Europa y diez centros de distribución.

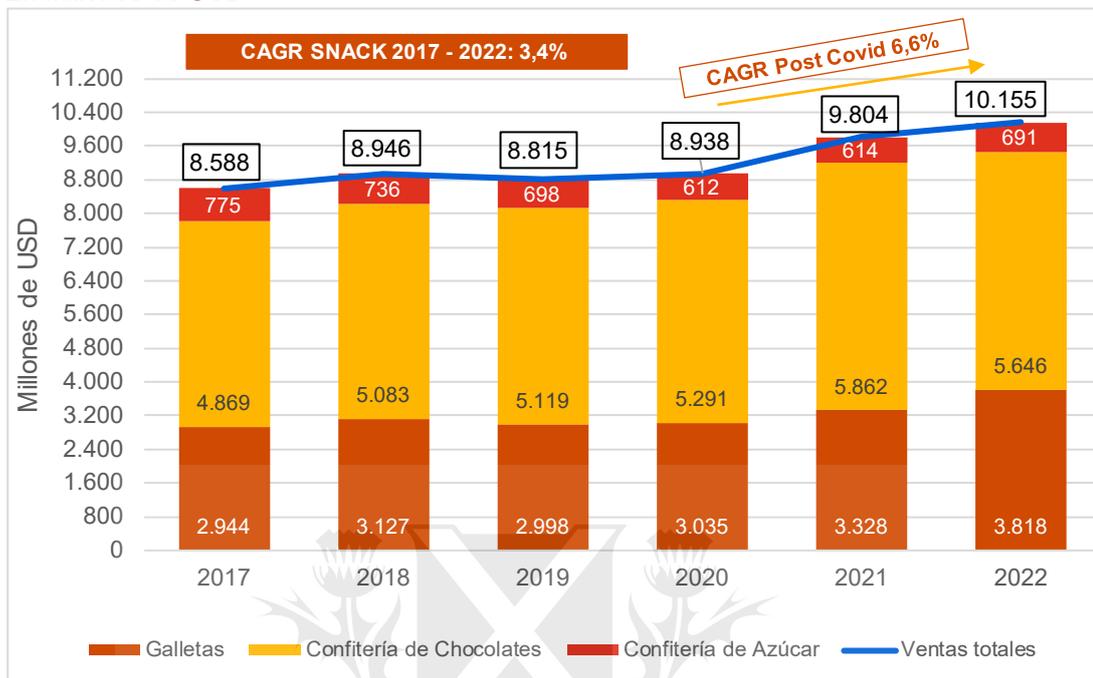
Tal cual surge del Gráfico 10 a continuación, el CAGR del negocio de MDLZ en Europa en los últimos cinco años fue del 3,4%, levemente por debajo del 4,0% que crecieron en promedio anual, las ventas de la Compañía. Esto explica la caída en la participación de esta región en relación con el total, pasando del 33,2% en el 2017 al 32,2% en el 2022.

A diferencia de AMEA donde las ventas durante la pandemia de COVID-19 disminuyeron levemente, en el caso de Europa aumentaron, aunque marginalmente (1,4%), para luego iniciar un proceso importante de crecimiento en el período 2020 – 2022, alcanzando un CAGR del 6,6%.

En términos monetarios, en el año 2022 las ventas en este segmento alcanzaron los USD 10.155 millones, de los cuales USD 3.818 millones (37%), corresponden a la

categoría de galletas y USD 6.337 (63%) corresponden a la categoría de productos de confitería.

Gráfico 10: Evolución de las Ventas del Segmento Europa – Período 2017 | 2022
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

América del Norte

Cómo mencionamos, América del Norte representa el segundo segmento geográfico de mayor participación sobre el total de ventas de MDLZ, siendo el 30,7% de las ventas totales al cierre del ejercicio fiscal finalizado del 31 de diciembre de 2022.

MDLZ cuenta con veinticuatro plantas productivas en Norte América y la mayoría de los centros de distribución, siendo sesenta y uno a fines del 2022.

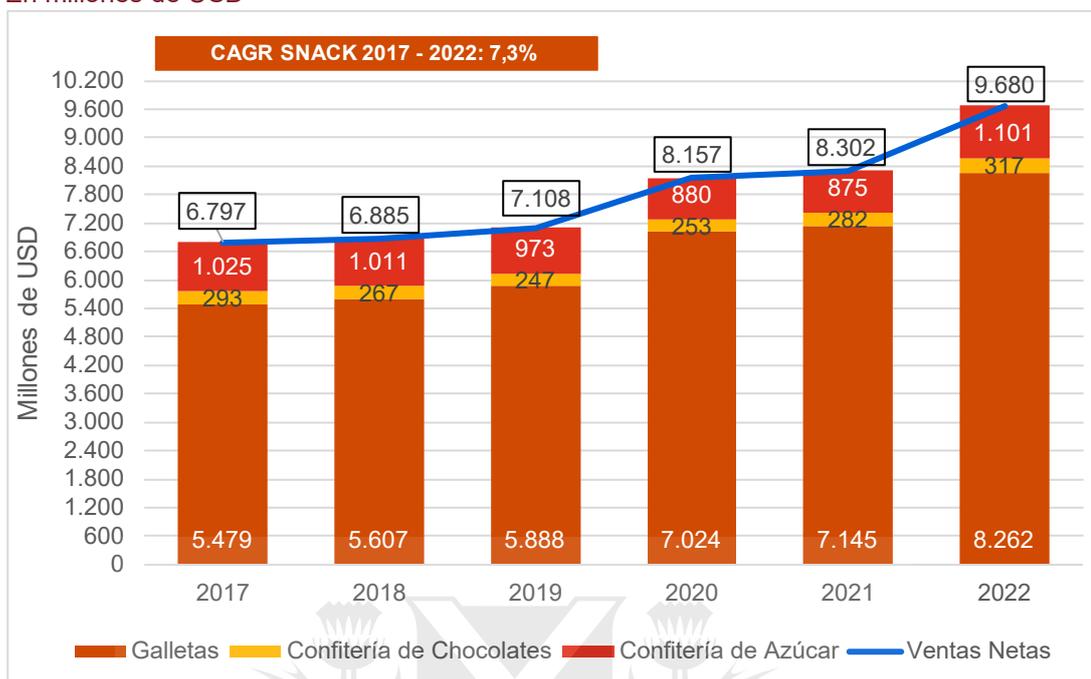
Tal cual surge del Gráfico 11 a continuación, el CAGR del negocio de MDLZ en América del Norte en los últimos cinco años fue del 7,3%, por encima del 4,0% que crecieron en promedio anual, las ventas de la Compañía. Esto explica, como se ha señalado anteriormente, el incremento en la participación de esta región en relación con el total, pasando del 26,2% en el 2017 al 30,7% en el 2022.

Otra de las características de esta región en la evolución de sus ventas en el período 2020 – 2022, es que no se vieron afectadas por la pandemia de COVID-19, a diferencia de lo ocurrido en el resto de las regiones. Por el contrario, las ventas tuvieron un crecimiento del 14,8% en ese período de tiempo.

En términos monetarios, en el año 2022, las ventas en este segmento alcanzaron los USD 9.680 millones, de los cuales, USD 8.262 millones (85%), corresponden a la categoría de Galletas.

Gráfico 11: Evolución de las Ventas del Segmento América del Norte – Período 2017 | 2022

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

En Tabla 1 a continuación, se resumen los CAGR observados en los últimos cinco años, abiertos por segmentos geográficos y categorías de productos:

Tabla 1: CAGR 5 años. Apertura por Segmento de Negocios y Geográfico

| CAGR 5 Años | América Latina | AMEA | Europa | América del Norte | Total |
|---------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
| Galletas | 5,4% | 9,0% | 5,3% | 8,6% | 7,6% |
| Confitería de Chocolates | 3,1% | 4,6% | 3,0% | 1,6% | 3,4% |
| Confitería de Azúcar | -1,8% | -3,2% | -2,3% | 1,4% | -1,3% |
| Sub Total - Snacks | 2,2% | 5,0% | 3,4% | 7,3% | 4,8% |
| Bebidas | | | | | -4,1% |
| Alimentos | | | | | -1,4% |
| Ventas Netas | | | | | 4,0% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

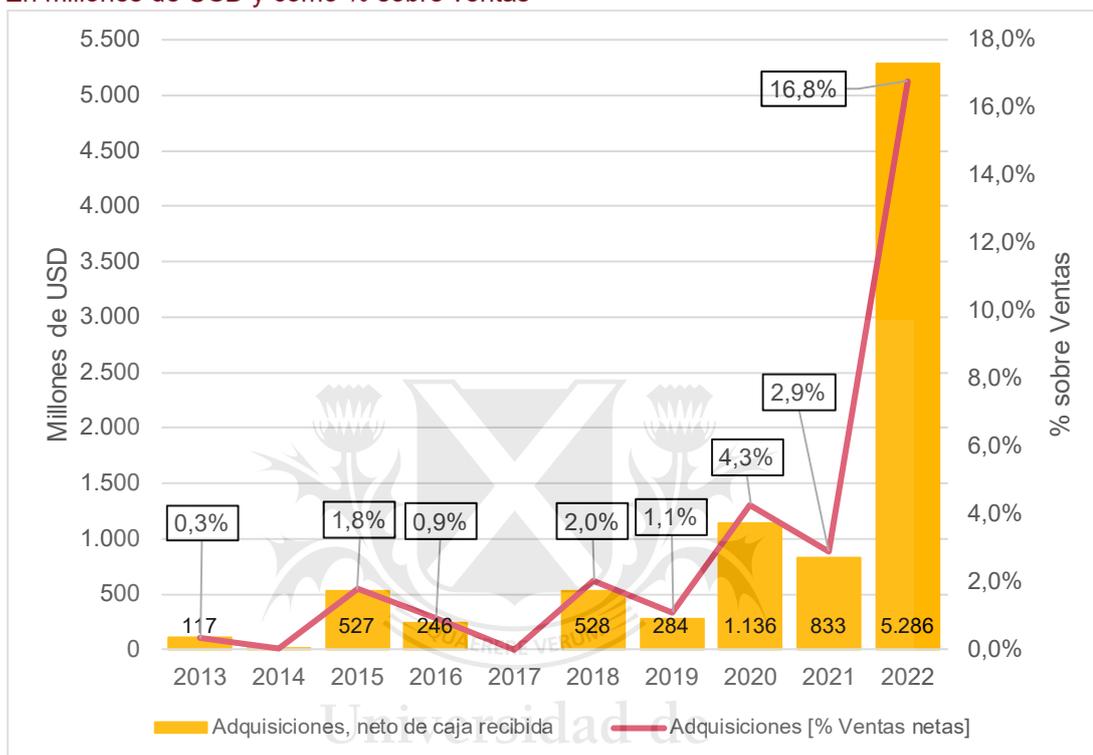
1.5. Fusiones y adquisiciones

A lo largo de su historia, MDLZ ha crecido inorgánicamente a través de fusiones y adquisiciones como parte de su estrategia global. Los principales objetivos estratégicos que MDLZ busca a través de sus operaciones de fusiones y adquisiciones son:

- Acelerar el crecimiento, buscando capturar participación de mercado adicional.
- Obtener valor a partir de una fuerte proceso de integración.
- Adquirir oportunidades globales o en regiones y mercados específicos.

En los últimos diez años, la Compañía ha realizado inversiones en adquisiciones por un valor de USD 8.966 millones, lo que representa aproximadamente un 3,1% de sus ventas en dicho período. Esta estrategia tuvo un particular incremento en los últimos tres años, teniendo su momento más importante en el año 2022, con las adquisiciones de Ricolino, Cliff Bar y Chipita, que implicaron desembolsos consolidados por USD 5.286 millones.

Gráfico 12: Fusiones y adquisiciones concretadas por MDLZ en el período 2013 – 2022
En millones de USD y cómo % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2013 – 2022.

La estrategia de MDLZ es aportar un crecimiento adicional al crecimiento orgánico, a través de la adquisición de negocios del mercado de galletas y confitería principalmente, algo que ha ocurrido en ocho de los últimos diez años. En ese período, el crecimiento a través de adquisiciones aportó 0,9% promedio anual de incremento de las ventas. La Tabla 2 a continuación, resume cada una de las operaciones de fusiones y adquisiciones realizadas en los últimos diez años, el desembolso efectuado y su impacto en el crecimiento, medido como porcentaje sobre la venta agregada.

Tabla 2: Fusiones y Adquisiciones - Período 2013 | 2022

| Año | Target | Categoría de Producto | Precio neto de caja recibida | Ventas netas agregadas [USD Millones] | Precio Pagado / Ventas Totales | % de Ventas Agregadas |
|--|----------------------------------|-----------------------|------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| 2022 | Ricolino | Snack | 1.308 | 105 | | |
| 2022 | Cliff Bar | Snack | 2.576 | 361 | | |
| 2022 | Chipita | Snack | 1.402 | 651 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 99 | |
| Sub Total 2022 | | | 5.286 | 1.216 | 16,8% | 4,2% |
| 2021 | Gourmet Food | Alimentos | 343 | 49 | | |
| 2021 | Grenade | Snack | 261 | 67 | | |
| 2021 | Hu | Snack | 229 | 38 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 100 | |
| Sub Total 2021 | | | 833 | 254 | 2,9% | 1,0% |
| 2020 | Give & Go | Snack | 1.136 | 390 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 55 | |
| Sub Total 2020 | | | 1.136 | 445 | 4,3% | 1,7% |
| 2019 | Perfect Snack | Snack | 284 | 53 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 35 | |
| Sub Total 2019 | | | 284 | 88 | 1,1% | 0,4% |
| 2018 | Tate's Bake | Snack | 528 | 52 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 59 | |
| Sub Total 2018 | | | 528 | 111 | 2,0% | 0,2% |
| 2017 | No hubo | | 0 | 0 | | |
| Sub Total 2017 | | | 0 | 0 | 0,0% | 0,2% |
| 2016 | Burton's Biscuit | Snack | 246 | 16 | | |
| Efecto en ventas del ejercicio de adquisiciones año anterior | | | | | 71 | |
| Sub Total 2016 | | | 246 | 87 | 0,9% | 0,3% |
| 2015 | Negocio de galletas en Vietnam | Snack | 446 | 121 | | |
| 2015 | Enjoy Life Foods | Snack | 81 | 0 | | |
| Sub Total 2015 | | | 527 | 121 | 1,8% | 0,6% |
| 2014 | Diversos | | 7 | 0 | | |
| Sub Total 2014 | | | 7 | 0 | 0,0% | 0,1% |
| 2013 | Negocio de galletas en Marruecos | | 119 | | | |
| Sub Total 2013 | | | 119 | 0 | 0,3% | 0,2% |
| Total Período 2013 - 2022 | | | 8.966 | 2.322 | | |
| Promedio últimos 10 años | | | | | 3,1% | 0,9% |
| Máximo | | | | | | 4,2% |
| Mínimo | | | | | | 0,1% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2013 – 2022.

1.6. Plantas de producción

En términos de activos fijos, la Compañía posee ciento cuarenta y ocho plantas en cuarenta y seis países y ciento once centros de distribución, comercializando sus productos a más de ciento cincuenta países en el mundo. Tal como se observa en la Tabla 3, la mayoría de las plantas productoras se concentra en las regiones de Europa y AMEA, mientras que la mayoría de los centros de distribución se localizan en América del Norte.

Tabla 3: Plantas de Producción y Centros de Distribución de MDLZ al 31/12/2022

| | Número de Plantas de Producción | Número de Centros de Distribución |
|-------------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| América Latina | 16 | 11 |
| AMEA | 45 | 29 |
| Europa | 63 | 10 |
| América del Norte | 24 | 61 |
| Total | 148 | 111 |
| Propias | 128 | 15 |
| Arrendadas | 20 | 96 |
| Total | 148 | 111 |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

1.7. Propiedad

Mondelez cotiza en el NASDAQ bajo el símbolo MDLZ y es parte del índice Standard & Poor 500 (S&P 500). Al 31 de diciembre de 2022, MDLZ tenía emitidas 1.996.537.778 acciones ordinarias de Clase A, de las cuales 630.646.687 fueron recompradas por la Compañía (acciones propias en cartera o “treasury shares” por su denominación en inglés) y 1.365.891.091 permanecen en circulación. En Tabla 4 a continuación, se resume la composición del capital social de MDLZ y la participación de cada concepto sobre el total de acciones emitidas.

Tabla 4: Capital accionario de MDLZ al 31 de diciembre de 2022

| Miles de acciones | Cantidad | % |
|--------------------------------|------------------|--------------|
| Acciones emitidas | 1.996.538 | 100,0% |
| Acciones propias en cartera | (630.647) | -31,6% |
| Acciones en circulación | 1.365.891 | 68,4% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

La evolución de la cantidad de acciones en los último cinco años, puede ser observado en la Tabla 5 a continuación:

Tabla 5: Capital accionario de MDLZ Evolución 2018 - 2022

| Año | Acciones emitidas | Acciones Recompadas | Acciones en Circulación |
|------|-------------------|---------------------|-------------------------|
| 2018 | 1.996.538 | (545.538) | 1.451.000 |
| 2019 | 1.996.538 | (561.532) | 1.435.006 |
| 2020 | 1.996.538 | (577.364) | 1.419.174 |
| 2021 | 1.996.538 | (604.907) | 1.391.631 |
| 2022 | 1.996.538 | (630.647) | 1.365.891 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

Del 68,4% de las acciones emitidas que se encuentran en flotación, la mayoría están en poder fondos de inversión, fondos de pensión y otras instituciones de inversión. La distribución de la propiedad está muy diversificada, no habiendo ningún inversor con

una propiedad mayor al 9% al 31 de diciembre de 2022. La Tabla 6 a continuación, identifica los diez principales accionistas al 31 de diciembre de 2022 y su participación accionaria a esa fecha:

Tabla 6: Principales Accionistas
Tenencias al 31 de diciembre de 2022

| Nro. | Inversores | Cantidad de Acciones | % | % Acum. |
|--------------|---|----------------------|---------------|---------|
| 1 | The Vanguard Group, Inc. | 121.926 | 8,9% | 8,9% |
| 2 | BlackRock Institutional Trust Company, N.A. | 63.933 | 4,7% | 13,6% |
| 3 | State Street Global Advisors (US) | 60.999 | 4,5% | 18,1% |
| 4 | T. Rowe Price Associates, Inc. | 29.801 | 2,2% | 20,3% |
| 5 | Fidelity Management & Research Company LLC | 24.900 | 1,8% | 22,1% |
| 6 | Geode Capital Management, L.L.C. | 24.987 | 1,8% | 23,9% |
| 7 | JP Morgan Asset Management | 20.007 | 1,5% | 25,4% |
| 8 | Wellington Management Company, LLP | 22.549 | 1,7% | 27,0% |
| 9 | Lindsell Train Limited | 19.946 | 1,5% | 28,5% |
| 10 | Invesco Capital Management (QQQ Trust) | 18.217 | 1,3% | 29,8% |
| 3.135 | Otros accionistas | 958.625 | 70,2% | 70,2% |
| Total | | 1.365.891 | 100,0% | |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

Al cierre del último día hábil del ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2022, el precio de la acción de MDLZ es de USD 66,65. En Gráfico 13 a continuación se expone la evolución del precio de la acción de MDLZ desde enero 2018 hasta el 30 de diciembre de 2022, último día hábil de comercialización en el mercado de valores del año 2022.

Gráfico 13: Evolución del Precio de la Acción de MDLZ – Período 31/12/2017 | 31/12/2022
USD por acción. Precios con frecuencia diaria



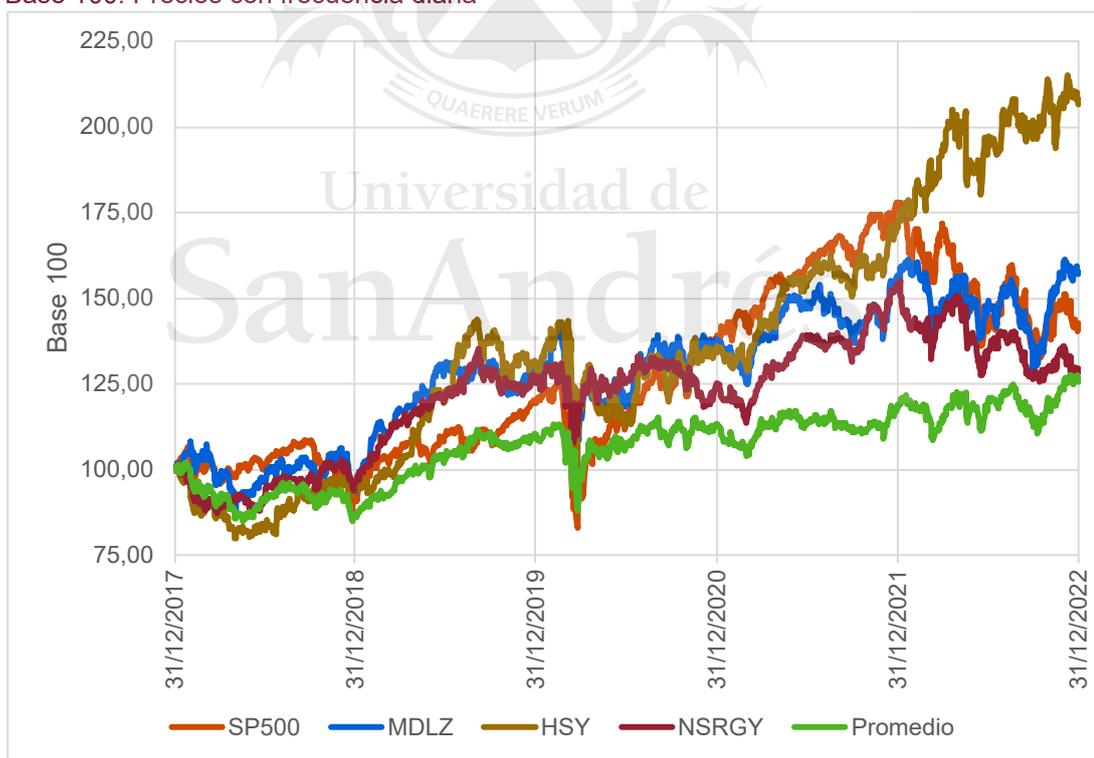
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

Hasta fines de 2018 el precio de la acción osciló entre los USD 35 y USD 45. Desde ese período, comienza una senda de crecimiento, alcanzando los USD 55 en febrero de 2020. La pandemia hizo que el valor de la acción retorne a los USD 40 para luego volver a crecer hasta sus máximos de USD 68 en enero de 2022. Como mencionamos, al cierre del último día hábil del 2022, el valor de la acción resultó en USD 66,65.

Para analizar el desempeño de la acción de MDLZ, se calculó el rendimiento acumulado desde el 2 de enero de 2018 y hasta el 31 de diciembre de 2022, incluyendo las ganancias de capital e intereses y se lo comparó en un primer lugar con un “proxy” del mercado como es el índice S&P 500, al cual pertenece MDLZ; en segundo lugar con dos de sus competidores más importantes, tales como Nestlé S.A. (“NSRGY”) y The Hershey Company (“HSY”); y por último con el promedio de los rendimientos de las acciones de un grupo de compañías que, de acuerdo con la gerencia de MDLZ, son considerados “pares de mercado”, tales como Campbell Soup Company (“CPB”), The Coca-Cola Company (“KO”), Colgate-Palmolive Company (“CL”), Danone S.A. (“DANO”), General Mills, Inc. (“GIS”), Kellogg Company (“K”), PepsiCo, Inc. (“PEP”), The Procter & Gamble Company (“PG”) y Unilever PLC (“UL”). Los resultados de la comparación mencionada pueden observarse en el Gráfico 14 a continuación:

Gráfico 14: Comparación de Retornos Acumulados de MDLZ versus Índice S&P 500 y empresas comparables – Período 31/12/2017 | 31/12/2022

Base 100. Precios con frecuencia diaria



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

Asimismo, en Tabla 7 se incluye el número del retorno acumulado por cada una de las acciones (o grupos de acciones) mencionadas en el período 2018 – 2022.

Tabla 7: Rendimientos Acumulados de MDLZ vs el Mercado y sus Pares

| Ticket | Rendimiento Acumulado 2022 - 2018 |
|-----------------|-----------------------------------|
| SP500 [Mercado] | 42,4% |
| MDLZ | 57,2% |
| HSY | 106,6% |
| NSRGY | 28,2% |
| Promedio | 25,5% |

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

Tal cual surge del Gráfico 14 y la Tabla 7, el retorno acumulado por MDLZ fue de aproximadamente un 57,2%, sólo superado en el período señalado por HSY, que tuvo un retorno muy significativo del 106,6%. En síntesis, el retorno de MDLZ acompañó el movimiento del mercado, capturado a través del rendimiento del S&P 500 y estuvo por encima de sus pares de mercado.

1.8. Estrategia y perspectivas de crecimiento

MDLZ es la compañía líder en el mercado mundial de galletas y el segundo participante en el mercado mundial de confitería. La Compañía viene creciendo de manera orgánica, copiando la evolución de ambos mercados, lo cual se traduce en que su participación en ellos se ha mantenido relativamente estable, al menos en los últimos tres años, de acuerdo con Euromonitor International (Categorías Confectionery. Chocolate Confectionery. Gum. Sugar Confectionery. Extraído el 2/9/2022).

Los objetivos estratégicos de la Compañía, vinculados a aspectos financieros, pueden resumirse en los siguientes:

- **Concentración en el Negocio “Core”** de galletas y confitería. Desinvertir en los negocios “No Core”.
- **Crecer basado en un modelo sustentable** que permita replicar el crecimiento del mercado de manera orgánica e incrementar participación a través de adquisiciones, buscando aprovechar oportunidades en los negocios “Core”, identificando espacios geográficos no aprovechados por la competencia (“geographic white spaces”).
- **Mantener los niveles de márgenes brutos actuales**, lo cual implica continuar trasladando a precio la volatilidad en los costos, en especial los derivados de commodities.
- **Continuar impulsando la eficiencia y la productividad.** En mayo de 2014, MDLZ lanzó un programa de reestructuración denominado “Simplificar para Crecer” (“Simplify to Grow”) que implicaba originalmente, el desembolso de USD 3.500 millones en el período 2014-2018 y un Capex adicional de USD 2.200. El objetivo principal de este programa era la reducción de los costos operativos, tanto en la cadena de suministros como los gastos generales fijos de estructura. El programa cubría cargos por despidos, enajenación de activos y otros. Después de distintas modificaciones, el programa fue extendido hasta fines del 2023. El programa ha sido efectivo en lograr márgenes de EBIT cada vez mayores (en el 2014 el

margen de EBIT fue del 9% llegando al 16% en el 2021). No se esperarían mejoras significativas en este indicador a futuro, como consecuencia directa de acciones de eficiencia, ya que el programa está llegando a su fin. Con lo cual, en caso de observarse mejoras a futuro, las mismas obedecerían a un incremento de ventas por encima de la inflación promedio, que es el driver principal de incremento de este tipo de gastos.

2. Análisis de la Industria

2.1.El Mercado Global de Alimentos

Mondelêz participa en general, del mercado mundial de alimentos y en particular, del mercado de productos de confitería y galletas. En menor medida, también es parte del mercado de bebidas (bebidas en polvo) y en el de productos lácteos (quesos untables) y comestibles.

El mercado de alimentos comprende todo tipo de productos frescos y procesados. Una forma de segmentarlo es a través de las siguientes categorías:

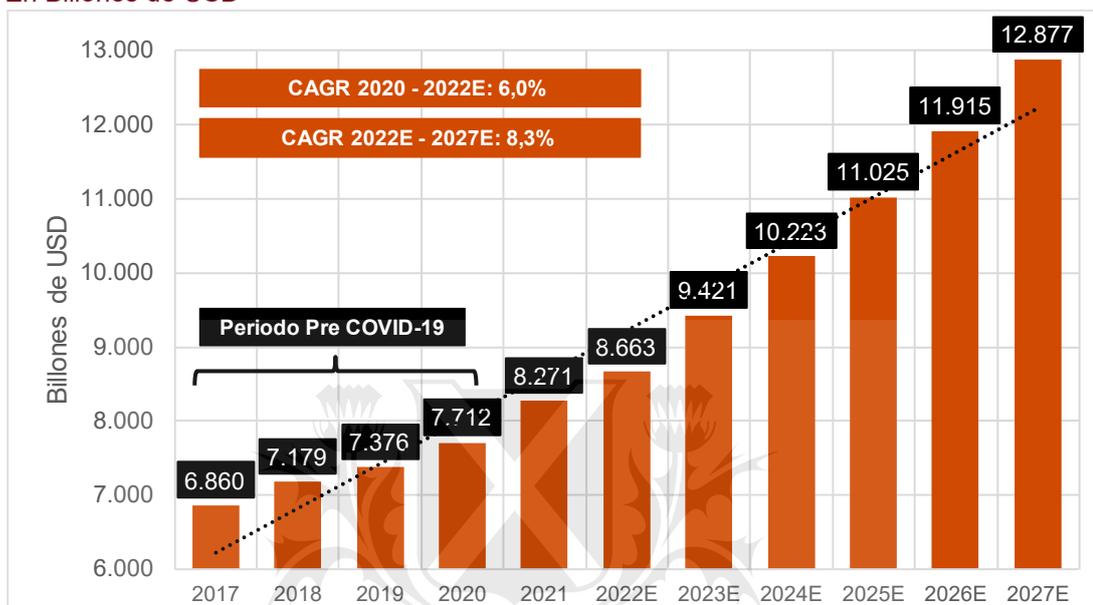
| | |
|----------------------------------|-----------------------------------|
| Alimento para bebé | Carnes |
| Panificados y cereales | Aceites y grasas |
| Productos de confitería y snacks | Alimentos para mascotas |
| Alimentos preparados | Salsas y especias |
| Productos lácteos | Productos untables y edulcorantes |
| Pescados y mariscos | Vegetales |
| Futas (frescas y secas) | |

A los efectos de analizar la evolución de los ingresos del mercado en el período 2017 – 2022 y de obtener una fuente de datos sobre proyecciones para el período 2022 - 2027, se utilizará la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023) (“Statista”). Statista publica los datos sobre cifras de ventas del mercado (pasadas y proyectadas), en la moneda nominal de cada uno de los países, convertidas a USD, utilizando el mismo tipo de cambio correspondiente al cierre del ejercicio que se quiere reportar. A los efectos de este documento, el tipo de cambio promedio del ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2022. De acuerdo con esta metodología, se aísla el efecto en la comparación de las devaluaciones y/o revaluación de la moneda funcional respecto del USD y las variaciones observadas incluyen además de cambios en el volumen, cambios en los precios en moneda local.

Tal cual se observa en el Gráfico 15 a continuación, en el año 2022 el mercado mundial de alimentos alcanzó ventas por aproximadamente USD 8.663 billones, habiendo crecido en el período de cinco años comprendidos entre el 2017 – 2022 a una CAGR del 4,8%. Para el año 2027, se estima que el mercado mundial de alimentos generará ingresos por aproximadamente USD 12.877 billones, lo cual implica un CAGR del 8,3% en los próximos cinco años, de confirmarse estas estimaciones. No obstante la comparación realizada, se debe considerar que en el período 2017 – 2022, ocurrió la pandemia de COVID-19 que, entre otras muchas cosas, implicó procesos de cierres en la economía que dispusieron en mayor o menor medida, todos los países del mundo. Esto particularmente afectó y de manera significativa a las ventas del año 2020, en la mayoría de las industrias. Debido a ello, a los efectos de comparar el CAGR

proyectado para el período 2022 – 2027, del mercado mundial de alimentos y de cada uno de los segmentos y subsegmentos que serán analizados, con información comparativa histórica representativa, se considera el CAGR del período de dos años 2020 – 2022 (dos años), en lugar del CAGR del período 2017 – 2022 (cinco años). De esta manera, el CAGR 2020 – 2022 del mercado mundial de alimentos fue del 6,0%, que compara con el CAGR 2022 – 2027 del 8,3.

Gráfico 15: Mercado Mundial de Alimentos – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD

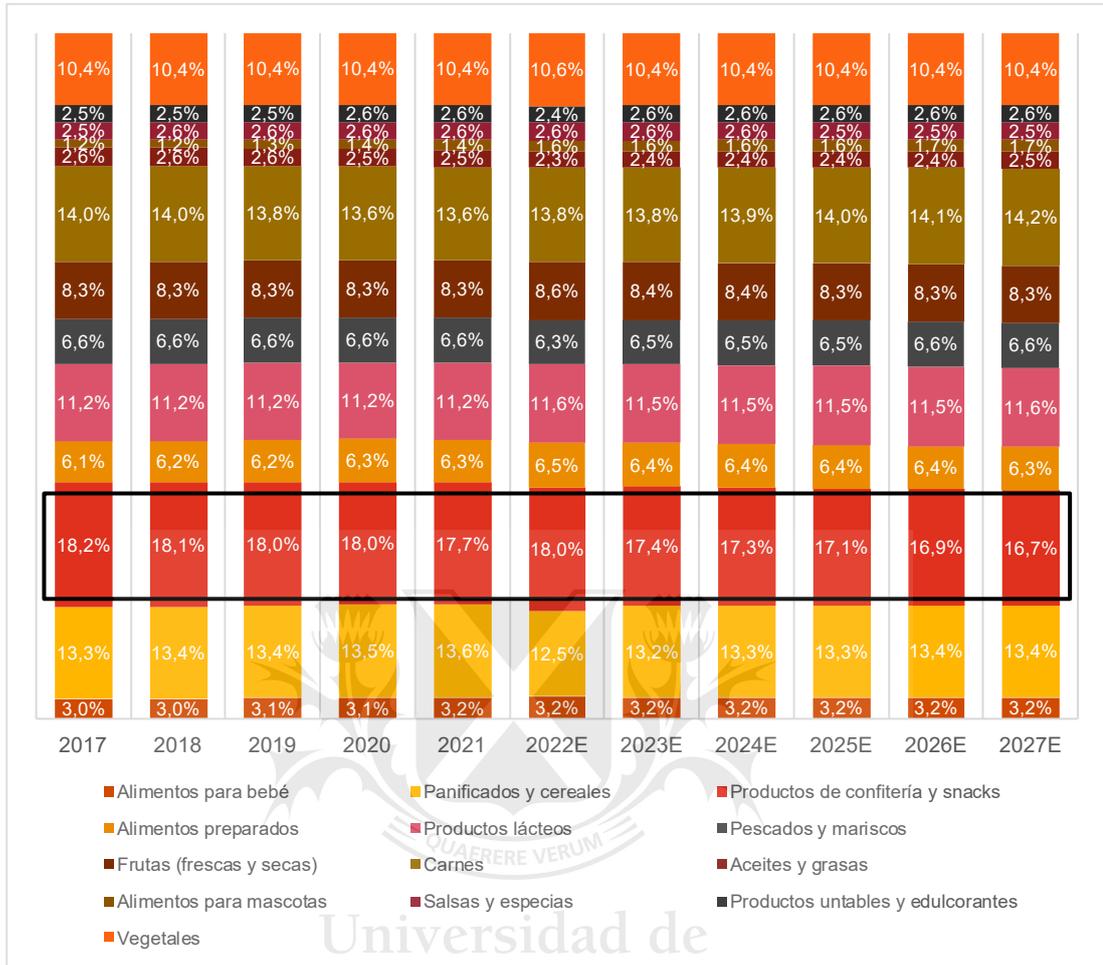


Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mayor crecimiento promedio anual previsto en el período 2022 – 2027 respecto del período 2020 – 2022, está concentrado fundamentalmente en los subsectores Panificados y Cereales y en Pescados y Mariscos.

El mercado de productos de confitería y snack participa aproximadamente en un 18,0% del mercado global de alimentos, siendo esta participación relativamente estable, aunque con tendencia decreciente a futuro, tal cual surge del Gráfico 16 a continuación:

Gráfico 16: Mercado Mundial de Alimentos – Participación en las ventas de cada tipo de productos – Período 2017 | 2027E
% sobre ventas totales



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

2.2.El Mercado de Confitería y Snacks

El mercado de productos de confitería y snacks representa uno de los segmentos de mayor participación, medida en USD vendidos, del total de segmentos que conforman el mercado mundial de alimentos. Tal cual lo mencionado anteriormente, este mercado participa en aproximadamente un 18,0 % del total, al 31 de diciembre de 2022. El mercado de productos de confitería y snacks puede ser segmentado de la siguiente manera:

Productos de Confitería

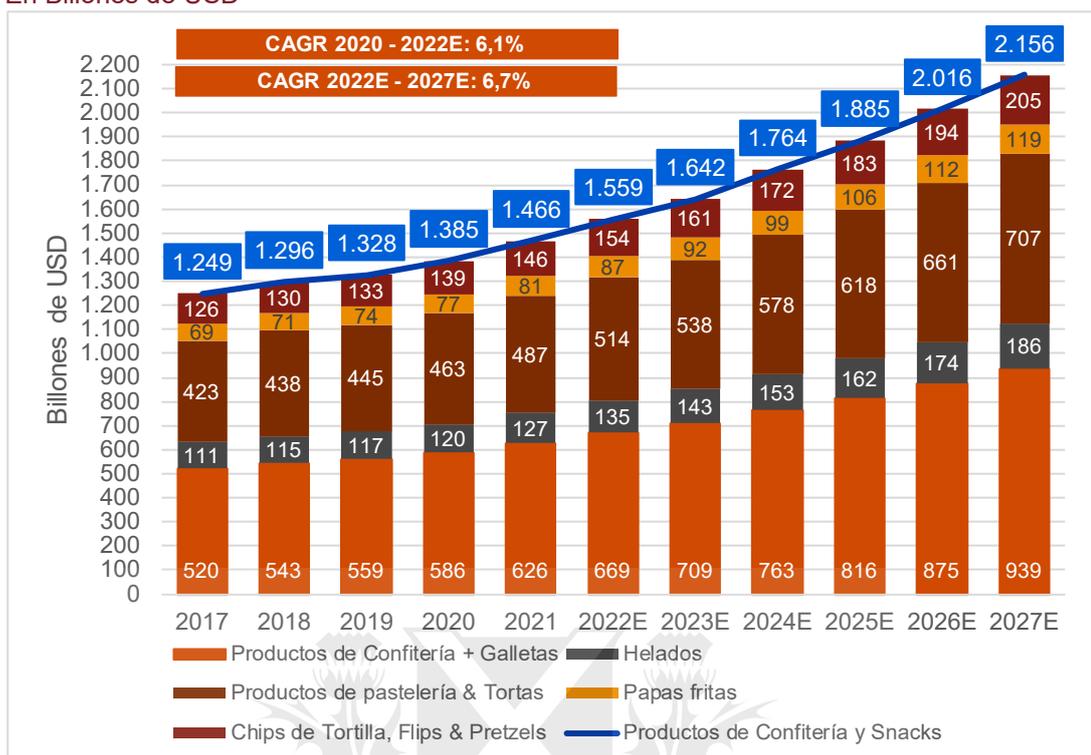
Confitería de Chocolate
Confitería de Azúcar
Helados

Snacks

Galletas
Productos de pastelería y tortas
Papas fritas
Chips de Tortilla, Flips y Pretzels

En el Gráfico 17 se expone la evolución del mercado de productos de confitería y snack y de sus componentes. A los efectos de este gráfico, se agrupa la información sobre confitería de chocolate, de azúcar y galletas, en un único subgrupo denominado “Productos de Confitería + Galletas”, que son los negocios en los que participa MDLZ y al que se hará referencia como el “mercado de productos de confitería y galletas.

Gráfico 17: Productos de Confitería y Snacks – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



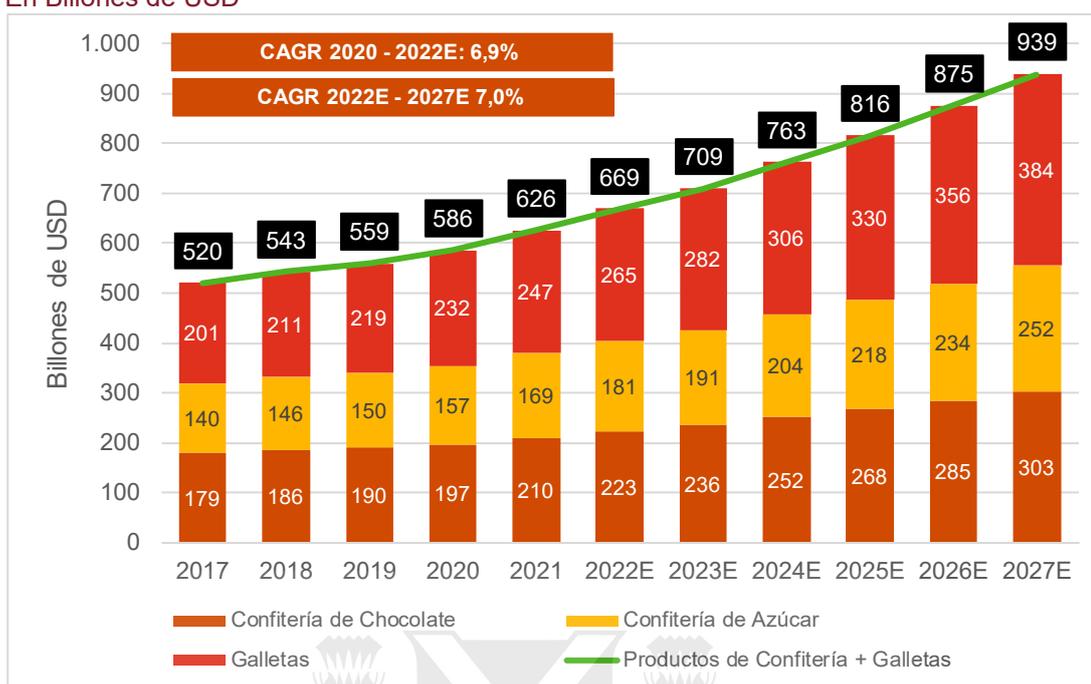
Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Como se observa en el Gráfico 17, el mercado de productos de confitería y snack alcanzó en el año 2022, ventas por aproximadamente USD 1.559 billones.

Los siete subsegmentos que conforman este mercado son claramente diferenciales. Como ha sido señalado, Mondeléz participa principalmente de los segmentos de confitería de chocolate, confitería de azúcar (incluye caramelos y gomas de mascar) y galletas. En el período 2020 – 2022, post COVID-19, estos tres subsegmentos, tomados en forma consolidada, tuvieron un CAGR del 6,9%, levemente superior al 6,0% promedio anual del total del mercado mundial de alimentos y del 6,1% del total del mercado de productos de confitería y snacks, pasando de USD 586 billones en el 2020 a USD 669 billones aproximadamente en el 2022.

En cuanto a la proyección del mercado de confitería y galletas para el período 2022 – 2027, Statista estima un CAGR 2022 del 7,0%, levemente por arriba del crecimiento observado en los años 2021 y 2022,. El Gráfico 18 resume la información mencionada anteriormente:

Gráfico 18: Productos de Confeitería y Galletas – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

2.2.1. Productos de Confeitería

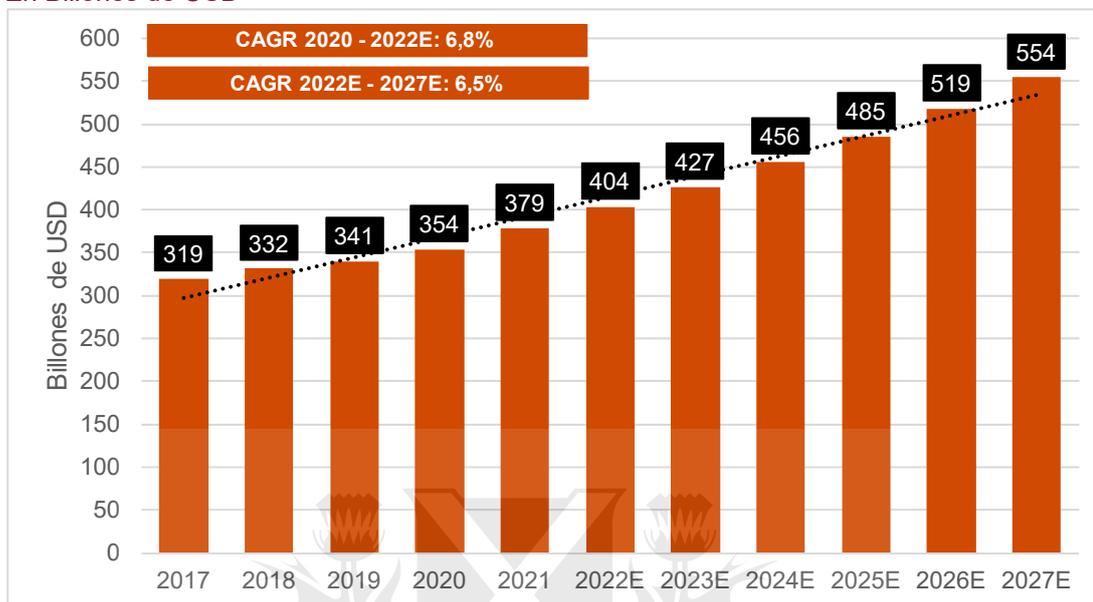
A los efectos del presente análisis, se ha considerado como mercado de productos de confitería, a la suma de las categorías de confiterías de chocolate y confiterías de azúcar, excluyendo a la categoría helados que normalmente se incluye en este mercado.

En el período de dos años comprendido entre el 2020 y el 2022, el mercado de productos de confitería creció a una CAGR del 6,8%, muy similar al 6,9% de crecimiento del mercado de producto de confitería y galletas y levemente superior al mercado mundial de alimentos. Con relación al crecimiento esperado para el período de cinco años 2022 – 2027, Statista estima un CAGR del 6,5% promedio anual, muy similar a la evolución pasada mencionada, levemente por debajo del 7,0% de crecimiento esperado promedio anual del mercado de confitería y galletas, y por debajo del CAGR del 8,0% del mercado mundial de alimentos.

La estabilidad en la evolución del mercado de confiterías es una evidencia de su madurez, el cual es controlado por pocas empresas con escala global, dentro de las cuales MDLZ ocupa un lugar relevante. En este mercado, las empresas compiten en base al reconocimiento de sus marcas, la calidad de sus productos, precios, innovación comercial en el canal (promociones, visibilidad del producto en el punto de venta, acciones comerciales en momentos específicos – pascuas, navidad, inicio de clases, Halloween, packaging, etc. -), innovación de productos (productos saludables, nuevos sabores, formas, etc.) y alcance del canal de comercialización / distribución.

El Gráfico 19 a continuación, resume la evolución del mercado de productos de confitería en el período de cinco años entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y las proyecciones para los próximos cinco años:

Gráfico 19: Productos de Confitería – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



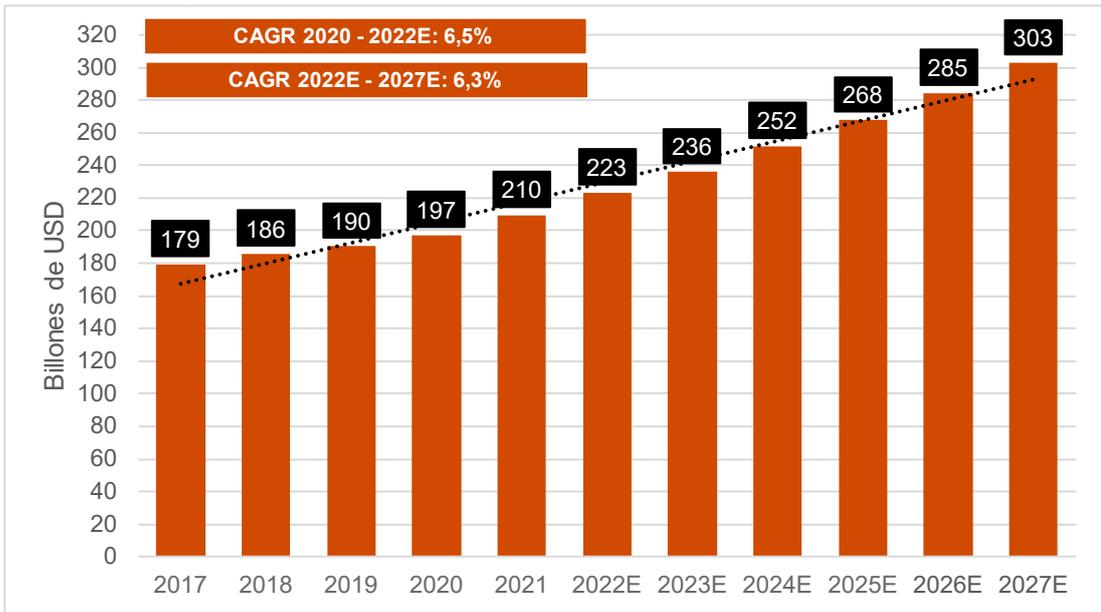
Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

La fuerte competencia en este mercado, que en muchas ocasiones se traduce en acciones de precio, genera presiones para trasladarle al cliente los incrementos en los costos de materias primas (muchas de los cuales son commodities o derivados – cacao, azúcar, glucosa, leche, etc.) y del resto de los costos de operación.

Con respecto a la categoría confecciones de chocolate que integra el mercado de productos de confitería, la evolución en el período de dos años comprendido entre el 2020 y el 2022, implicó un CAGR del 6,5%, levemente por debajo del 6,9% del mercado de confitería y galletas. Con respecto al período 2022 – 2027, se estima un CAGR del 6,3%, levemente por debajo del 7,0% proyectado para ese mercado.

El Gráfico 20 a continuación, resume la evolución de la categoría confitería de chocolate en el período de cinco años entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y las proyecciones para los próximos cinco años:

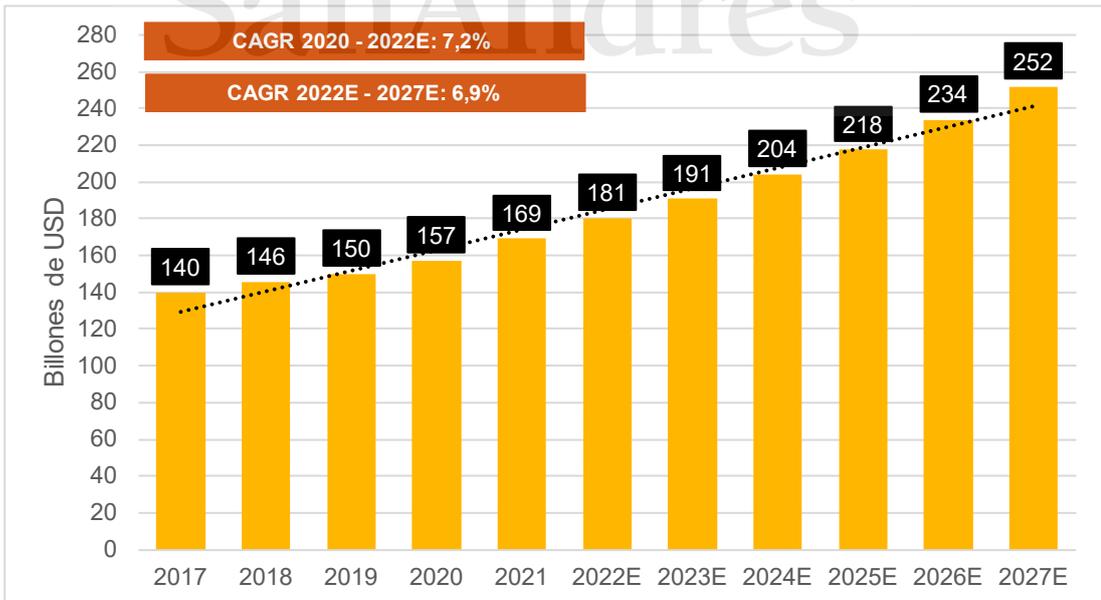
Gráfico 20: Productos de Confeitería de Chocolates – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Por el caso de la categoría confitería de azúcar, el CAGR 2020 – 2022 fue del 7,2%, levemente por encima del 6,9% del mercado de productos de confitería y galletas. En lo que respecta al período 2022 – 2027, se estima un CAGR del 6,9%, muy similar al 7,0% de crecimiento esperado del mercado. El Gráfico 21 a continuación, resume la evolución de la categoría confitería de azúcar en el período 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y las proyecciones para los próximos cinco años:

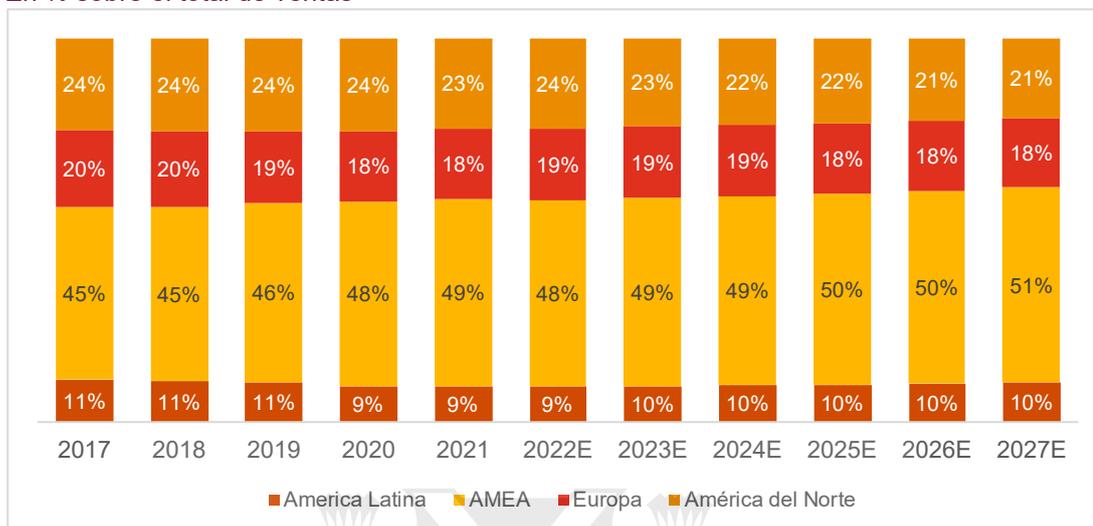
Gráfico 21: Productos de Confeitería de Azúcar – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Si se efectúa un análisis regional del mercado de confitería, AMEA concentra el 48% de las ventas en el 2022, seguido por América del Norte con el 24% y Europa con el 19%. Finalmente, América Latina explica el 9% restante.

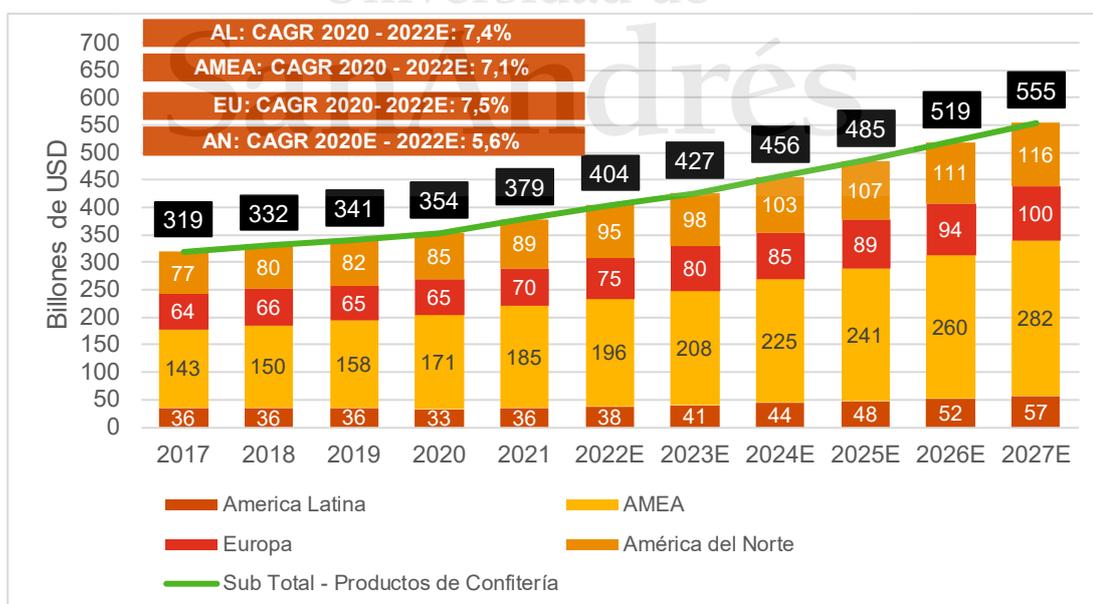
Gráfico 22: Productos de Confitería – Ventas por geografía – Evolución 2017 | 2027E
En % sobre el total de ventas



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

Si se observa el período post COVID-19, América Latina, AMEA y Europa, crecieron nominalmente un 7,4%, 7,1% y 7,5% promedio anual, por encima del 5,6% de América del Norte. El Gráficos 23 a continuación, resume esta información.

Gráfico 23: Productos de Confitería – Ventas por geografía
En Billones de USD

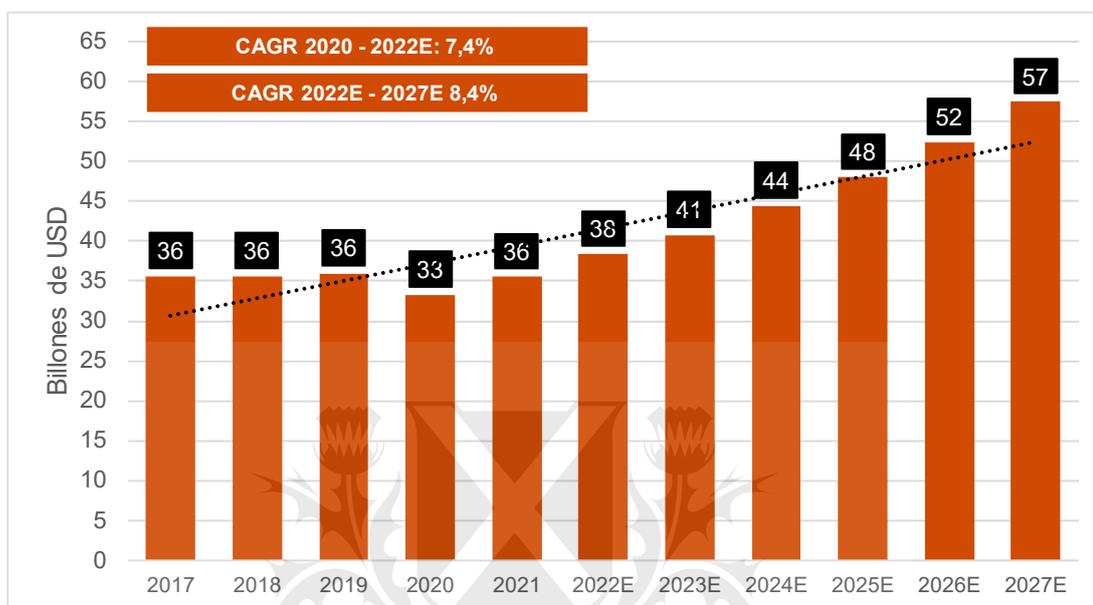


Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

América Latina

En Gráfico 24 a continuación, se observa la evolución del mercado de productos de confitería en América Latina en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 24: Productos de Confitería – América Latina – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mercado de productos de confitería en América Latina mostró un CAGR del 7,4% anual en el período de dos años comprendido entre el 2020 y el 2022, pasando de ingresos por USD 33 billones en el 2020 a USD 38 billones en el 2022. Esta evolución nominal estuvo por encima del crecimiento del mercado de confitería a nivel global donde, como se señaló anteriormente, el CAGR 2020 – 2022 fue del 6,8%. Por otro lado, de acuerdo con Statista, se espera que el mercado de confitería crezca nominalmente en América Latina a un ritmo promedio anual del 8,4% en los siguientes cinco años, es decir un punto porcentual por encima del crecimiento observado en el período 2020 - 2022.

Como se ha señalado anteriormente, los números sobre performance histórica y proyecciones que publica Statista son nominales, no habiendo sido ajustadas por inflación. A los efectos de separar crecimiento real versus inflación, se incluye Tabla 8 a continuación, con la información publicada en el FMI World Economic Outlook - Abril 2023 sobre la inflación observada en el período 2017 – 2022 y las estimaciones de inflación para el período 2022 – 2027, de cada una de las regiones donde MDLZ participa (para el caso de AMEA, la Tabla 8 sólo muestra la inflación de Asia y Oceanía. No se incluyó de manera ponderada, la inflación de África. Dado que el tamaño económico de esta región no es tan relevante, esto no invalida las conclusiones que se puedan obtener del análisis de la información contenida en esta tabla).

Tabla 8: Tasas de Inflación por Regiones s/FMI

| % Anual | América Latina | Asia y Oceanía | Europa | América del Norte |
|-------------------------|----------------|----------------|-------------|-------------------|
| 2018 | 6,6% | 3,0% | 1,9% | 2,7% |
| 2019 | 7,7% | 3,4% | 1,4% | 2,0% |
| 2020 | 6,4% | 3,2% | 0,7% | 1,4% |
| 2021 | 9,8% | 3,0% | 2,9% | 4,7% |
| 2022 | 14,0% | 6,6% | 9,3% | 7,9% |
| 2023E | 13,3% | 5,8% | 6,3% | 4,6% |
| 2024E | 9,0% | 4,6% | 3,3% | 2,5% |
| 2025E | 6,9% | 3,8% | 2,4% | 2,2% |
| 2026E | 6,5% | 3,5% | 2,1% | 2,1% |
| 2027E | 6,1% | 3,5% | 2,0% | 2,1% |
| CAGR 2017 - 2022 | 8,9% | 3,8% | 3,2% | 3,7% |
| CAGR 2020 - 2022 | 11,9% | 4,8% | 6,1% | 6,3% |
| CAGR 2022 - 2027 | 8,3% | 4,2% | 3,2% | 2,7% |

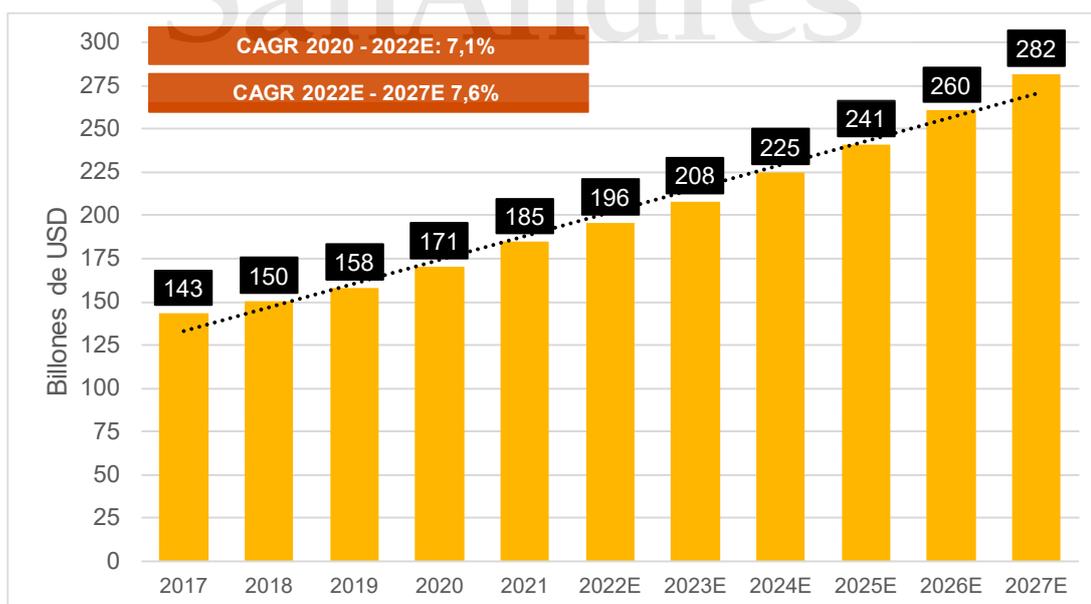
Fuente: elaboración propia en base a FMI World Economic Outlook - Abril 2023

El CAGR 2020 – 2022 del 7,4% obtenido por América Latina, compara con una inflación en el mismo período del 11,9%, lo cual implica que en términos reales, el mercado de confitería en esta región sufrió una caída de más de 4 puntos porcentuales en ese período, en promedio. Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 del 8,4%, compara con una estimación futura de inflación promedio anual del 8,3%. Esto refleja que no se espera crecimiento real futuro de este mercado en esta región.

AMEA

En Gráfico 25 a continuación, se observa la evolución del mercado de productos de confitería en AMEA en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 – 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 25: Productos de Confitería – AMEA – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en

reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Los productos de confitería en AMEA mostraron un CAGR 2020 – 2022 del 7,1% frente a un 6,8% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 anterior, la tasa de inflación observada en ese mismo período para las dos subregiones más importantes, Asia y Oceanía, fue del 3,8%, lo cual explica una parte de la evolución. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 del 1,8%. La porción no explicada de la variación corresponde a incrementos de precios en este mercado por encima del promedio.

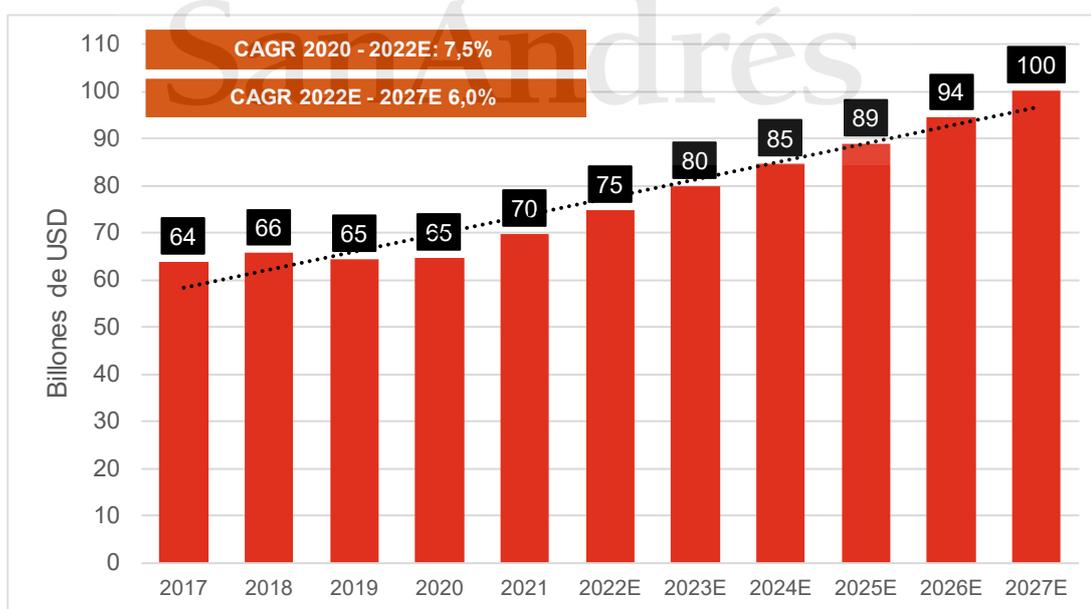
Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 7,6% muy similar al 7,1% observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 4,2% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es también del 4,2%.

La urbanización de sociedades como la china y la hindú, sumado a mayores tasas de desarrollo, hacen que las mismas incrementen el consumo por gratificación, que es uno de los motores de este mercado. Esto implica un mayor consumo per cápita que, sumado al crecimiento poblacional explican el crecimiento de los volúmenes en este mercado.

Europa

En Gráfico 26 a continuación, se observa la evolución del mercado de productos de confitería en Europa en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 26: Productos de Confitería – Europa – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Los productos de confitería en Europa mostraron un CAGR 2020 – 2022 del 7,5% frente a un 6,8% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 anterior, la tasa promedio de inflación en ese mismo período fue del 3,2%, lo cual explica una parte de la evolución. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 negativo del 1,6%. La porción no explicada de la variación corresponde a incrementos de precios en este mercado por encima del promedio.

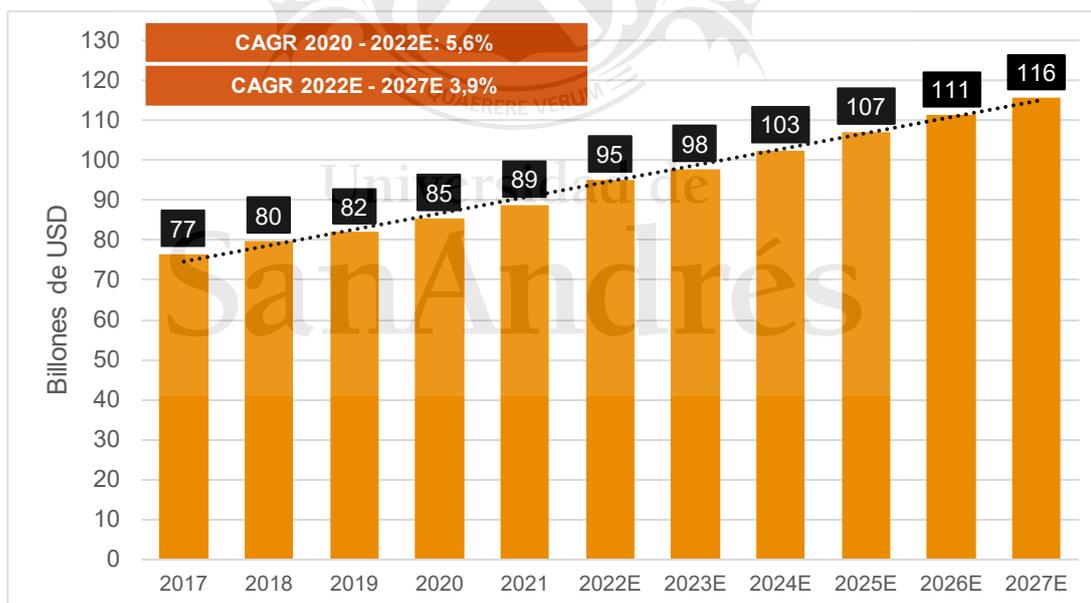
Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 6,0% por debajo del 7,5% observado en el período 2020 – 2022 y por debajo del crecimiento esperado en Latino América y AMEA. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 3,2% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es también del 1,9%, debido a una recuperación en el consumo per cápita de estos productos.

América del Norte

En Gráfico 27 a continuación, se observa la evolución del mercado de productos de confitería en América del Norte en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 27: Productos de Confitería – América del Norte – Evolución de ventas 2017 | 2027E

En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

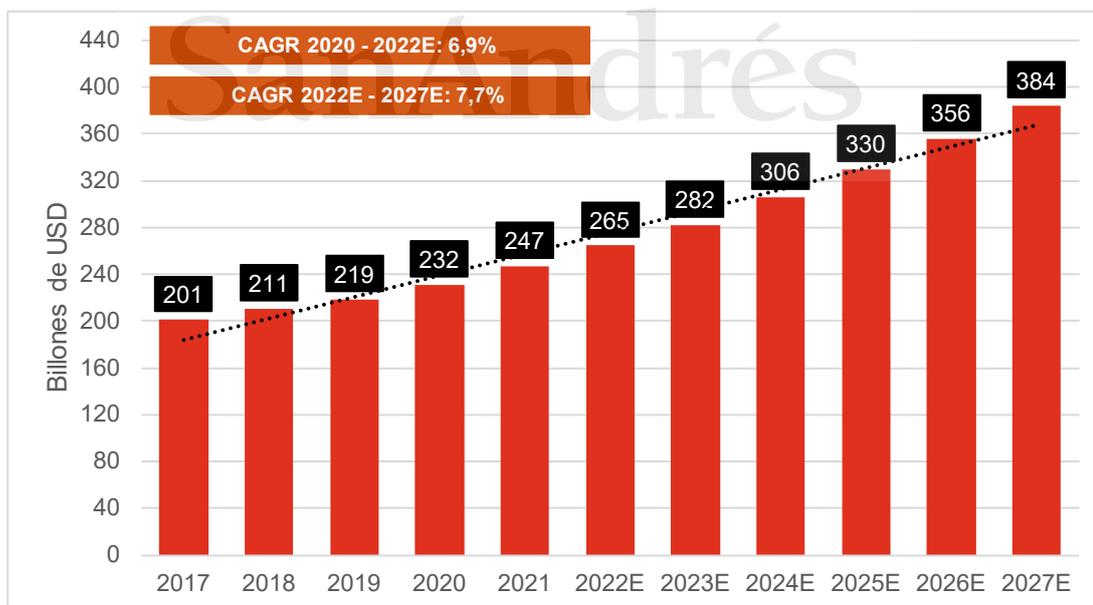
Los productos de confitería en América del Norte mostraron un CAGR 2020 – 2022 del 5,6%, por debajo del 6,8% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 anterior, la tasa de inflación observada en esta región en ese mismo período fue del 3,7%, lo cual explica una parte de la evolución. Por otro lado, según Statista no hubo variación en los volúmenes comercializados. La porción no explicada de la variación corresponde a incrementos de precios en este mercado por encima del promedio.

Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 3,9% por debajo del 5,6% observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 2,7% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es del orden del 1,7%, debido principalmente a un incremento en el consumo per cápita de estos productos. El mercado muestra una importante madurez y competencia, siendo el escenario donde actúan los principales jugadores del mercado mundial. Esto se traduce en tasas de crecimiento esperadas menores que las observadas en mercados no desarrollados o emergentes como AMEA y América Latina.

2.2.2. Galletas

En el período de dos años comprendido entre el 2020 y el 2022, el mercado de galletas creció a una CAGR del 6,9%, en el mismo nivel de crecimiento del mercado de confitería y galletas y levemente por arriba del mercado mundial de alimentos que, como se ha señalado, fue del 6,0%. Cuando se observan las estimaciones sobre el crecimiento para los próximos cinco años (período 2022 – 2027), se espera crecer a tasas del 7,7% promedio anual. A diferencia del mercado de productos de confitería, el mercado de galletas se caracteriza por la presencia de un líder global, Mondelèz, con una participación de mercado no decisiva de aproximadamente 15%, compitiendo con marcas globales que no poseen más del 3,5% de participación y con marcas locales/regionales que en ciertos países le disputan el liderazgo. Es decir, es un mercado que muestra zonas sin presencia o baja presencia de marcas globales (“White Zones”), muy competitivo, donde en determinadas categorías el precio es la variable clave (p.e. en crackers y en surtidas). El Gráfico 28 a continuación, resume la evolución en el período de cinco años entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 – 2022 y las proyecciones para los próximos cinco años:

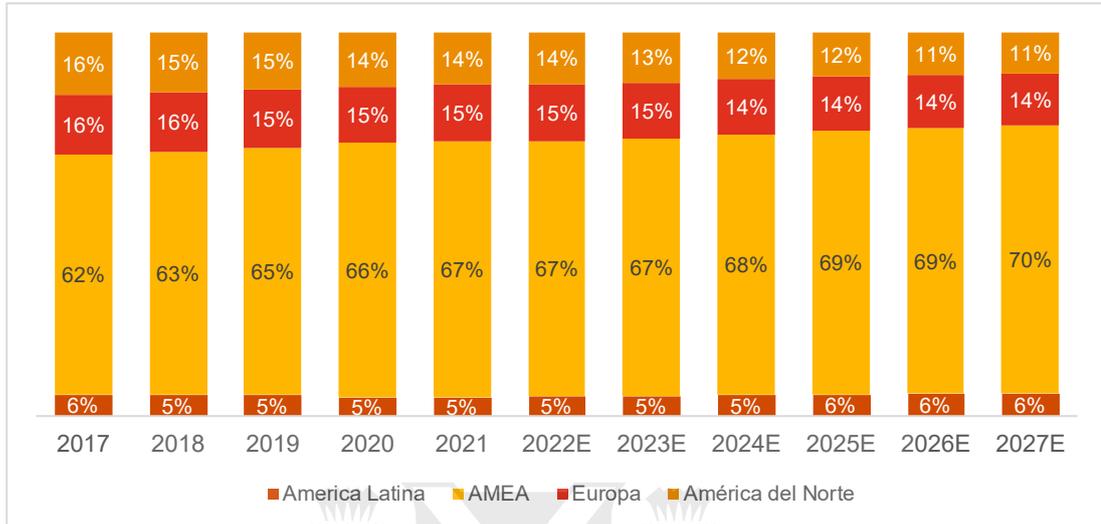
Gráfico 28: Galletas – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

Si efectuamos un análisis regional del mercado de galletas, AMEA concentra el 67% de las ventas en el 2022, seguido por Europa y América del Norte con el 15% y el 14% respectivamente. Finalmente, América Latina explica el 5% restante.

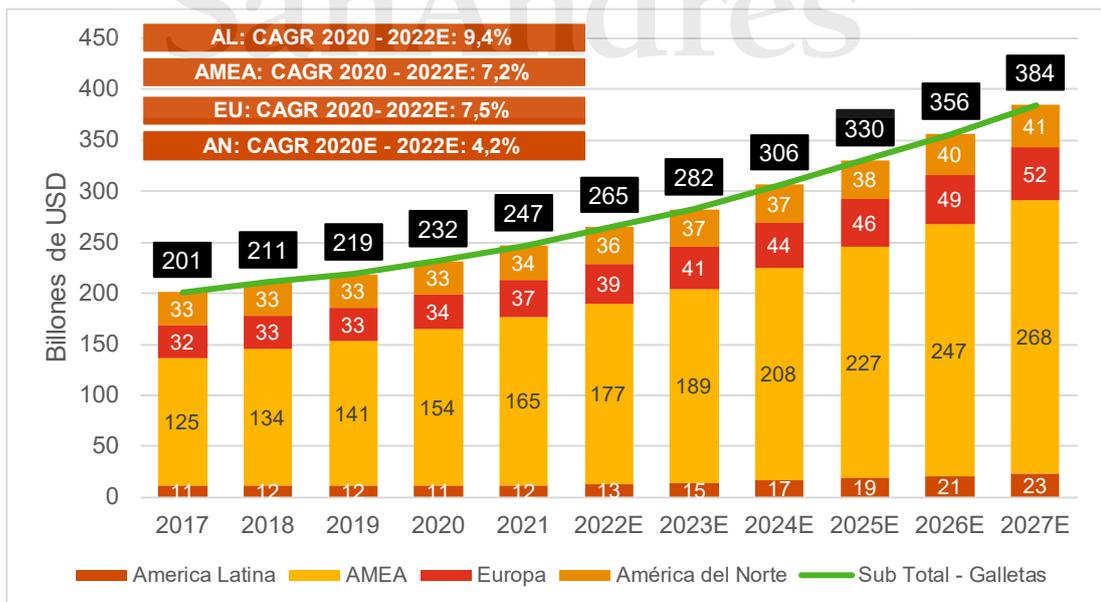
Gráfico 29: Galletas – Ventas por geografía – Evolución 2017 | 2027E
En % sobre el total de ventas



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

En términos de crecimiento nominal, si se observa el período post pandemia de COVID-19, América Latina creció a un CAGR del 9,4%, AMEA y Europa crecieron al 7,2% y 7,5% respectivamente y América del Norte fue la que reportó la menor tasa de crecimiento nominal, del 4,2%. El Gráficos 30 a continuación, resume esta información y los importes en billones de USD de cada una de las regiones.

Gráfico 30: Galletas – Ventas por geografía
En Billones de USD

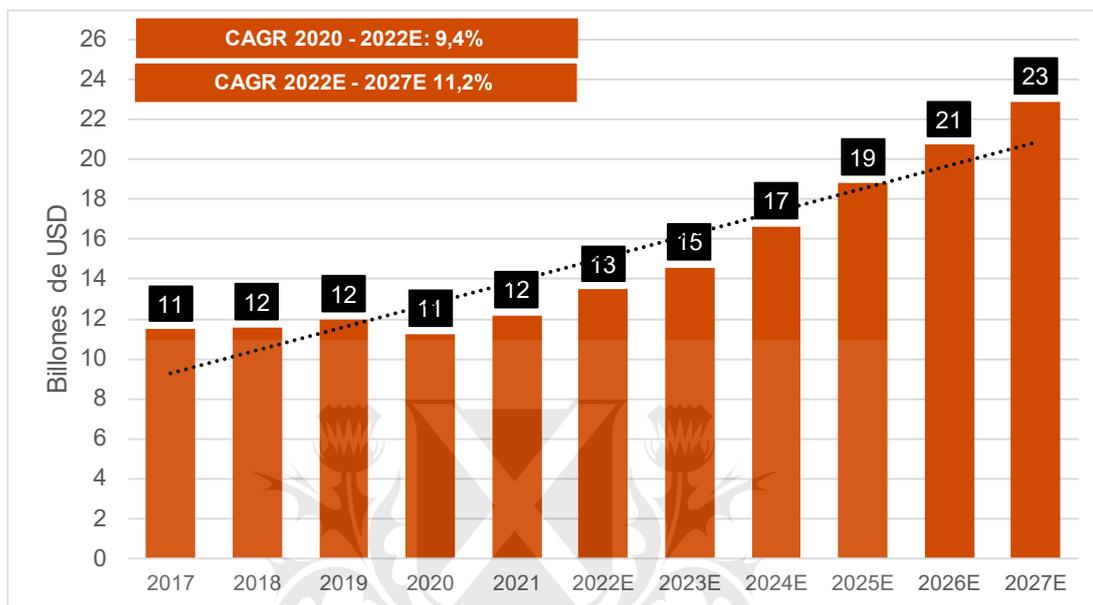


Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

América Latina

En Gráfico 31 a continuación, se observa la evolución del mercado de galletas en América Latina en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 31: Galletas – América Latina – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mercado de galletas en América Latina mostró un CAGR 2020 – 2022 del 9,4% frente a un 6,9% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 expuesta anteriormente, la tasa de inflación observada en ese mismo período fue del 8,9%, lo cual explica mayoritariamente la evolución. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 del 1,4%.

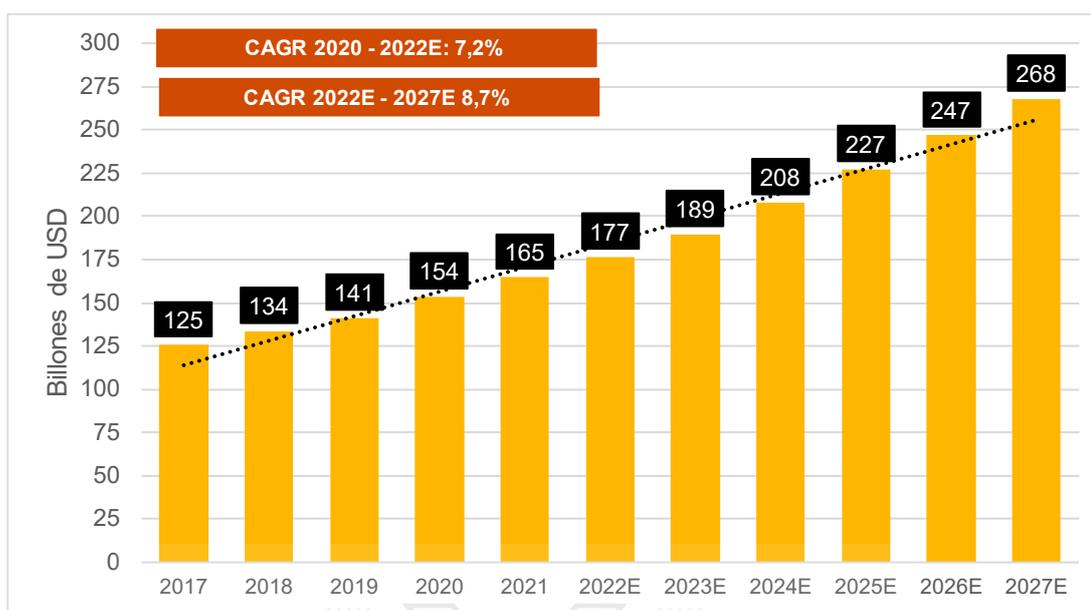
Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 11,2%, 1,8 puntos porcentuales por encima de lo observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 8,2% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es 4,6%, debido a un incremento en el consumo per cápita de estos productos y al crecimiento poblacional.

AMEA

En Gráfico 32 a continuación, se observa la evolución del mercado de galletas en AMEA en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 32: Galletas – AMEA – Evolución de ventas 2017 | 2027E

En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mercado de galletas en AMEA mostró un CAGR 2020 – 2022 del 7,2% frente a un 6,9% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 expuesta anteriormente, la tasa de inflación observada en ese mismo período para las dos subregiones más importantes, Asia y Oceanía, fue del 3,8%, lo cual explica una parte de la evolución. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 del 2,7%. La porción no explicada de la variación corresponde a incrementos de precios en este mercado por encima del promedio.

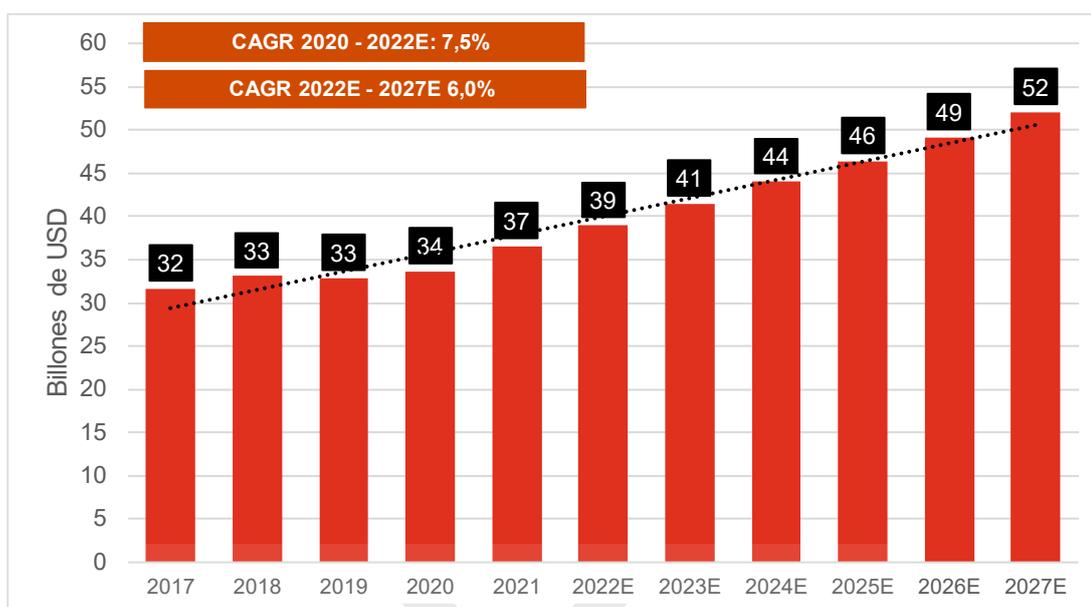
Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 8,7%, 1,5 puntos porcentuales por encima del 7,2% observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 4,2% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es del 5,0%, debido a un incremento en el consumo per cápita de estos productos y al crecimiento poblacional.

Como ha sido señalado para el caso del Mercado de Productos de Confitería, es la urbanización de sociedades como la de China y la de India, sumado a mayores tasas de desarrollo, hacen que las mismas incrementen el consumo por sustitución, siendo las galletas, sustitutos de los panificados en determinadas categorías. Esta es una de las causas que explican el incremento en el consumo per cápita.

Europa

En Gráfico 33 a continuación, se observa la evolución del mercado de galletas en Europa en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 33: Galletas – Europa – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mercado de galletas en Europa mostró un CAGR 2020 – 2022 del 7,5% frente a un 6,9% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 expuesta anteriormente, la tasa de inflación observada en ese mismo período fue del 3,2%. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 negativo del 1,6%. Los seis puntos porcentuales no explicados de la variación corresponden a incrementos de precios y cambios en el mix de ventas en este mercado por encima del promedio.

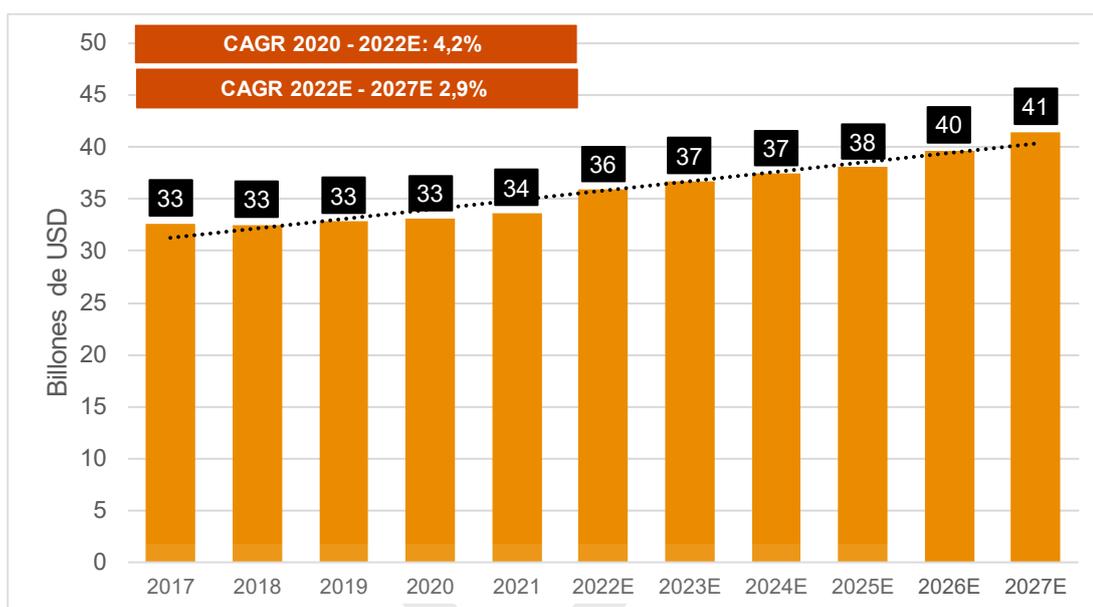
Por otro lado, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 6,0%, 1,5 puntos porcentuales por debajo de lo observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 3,2% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es 1,9%, debido a un incremento en el consumo per cápita de estos productos.

Es decir, se espera que el Mercado de Galletas crezca nominalmente en Europa a un ritmo por debajo del crecimiento esperado en zonas menos desarrolladas como América Latina (CARG 11,2%) y AMEA (8,7%).

América del Norte

En Gráfico 34 a continuación, se observa la evolución del mercado de galletas en América del Norte en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022, el CAGR 2020 - 2022 y la proyección para los próximos cinco.

Gráfico 34: Galletas – América del Norte – Evolución de ventas 2017 | 2027E
En Billones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023). Se considera el CAGR 2020 – 2022 (dos años) en reemplazo del CAGR 2017 – 2022 (cinco años), debido al impacto de la pandemia del COVID-19 sobre las cifras a comparar.

El mercado de galletas en América del Norte mostró un CAGR 2020 – 2022 del 4,2%, por debajo del 6,9% de crecimiento nominal de este mercado a nivel global. De acuerdo con la Tabla 8 expuesta anteriormente, la tasa de inflación observada en ese mismo período fue del 3,7%, lo cual explica una parte importante de la evolución. Por otro lado, según Statista los volúmenes comercializados tuvieron un CAGR 2020 – 2022 negativo del 0,9%. La porción no explicada de la variación corresponde a incrementos de precios y cambios de mix en este mercado por encima del promedio.

Asimismo, el CAGR 2022 – 2027 se estima en 2,9%, 1,3 puntos porcentuales por debajo de lo observado en el período 2020 – 2022. La inflación proyectada por el FMI en ese período, según la Tabla 8 anterior, se espera en un 2,7% y el crecimiento proyectado de volúmenes vendidos según Statista es 0,6%, debido a un incremento en el consumo per cápita de estos productos.

Las dificultades para continuar creciendo a tasas por encima o al menos en el promedio del mercado de galletas a nivel global, pone en evidencia el grado de madurez y competitividad de este mercado en América del Norte, donde será necesario crecer inorgánicamente, en el caso de querer mantener posiciones globales, frente a otros competidores que centren su estrategia en crecer en mercados emergentes, buscando tomar ventajas de “White Zones”. Como lo hemos señalado, MDLZ ha identificado esta necesidad en su estrategia de crecimiento.

Resumen de la evolución del mercado de confitería y de galletas en el período 2020 – 2022 y las proyecciones para el período 2022 - 2027

A los efectos de resumir la evolución nominal de los segmentos geográficos y las categorías de productos en el período de dos años post COVID-19, comprendido entre el 2020 y el 2022, así como compararlo con el crecimiento nominal proyectado para el período 2022 – 2027, se incluye Tabla 9 siguiente:

Tabla 9: Mercado de Confitería y Galletas. Resumen de la evolución en el período 2020 - 2022 y proyecciones para los próximos 5 años

| % | CAGR 2020 - 2022 | CAGR 2022 - 2027 | Inflación Real FMI - Período 2020 - 2027 | Inflación Estimada FMI - Período 2022 - 2027 | Mayor Volumen Período 2020 - 2022 | Mayor Volumen Período 2022 - 2027 |
|--------------------------------|------------------------|------------------------|--|---|---|---|
| América Latina | 9,4% | 11,2% | 8,9% | 8,3% | 1,4% | 4,6% |
| AMEA | 7,2% | 8,7% | 3,8% | 4,2% | 2,7% | 5,0% |
| Europa | 7,5% | 6,0% | 3,2% | 3,2% | -1,6% | 1,9% |
| América del Norte | 4,2% | 2,9% | 3,7% | 2,7% | -0,9% | 0,6% |
| Galletas | 6,9% | 7,7% | | | 1,6% | 4,1% |
| América Latina | 7,4% | 8,4% | 8,9% | 8,3% | -0,8% | 2,6% |
| AMEA | 7,1% | 7,6% | 3,8% | 4,2% | 1,8% | 4,2% |
| Europa | 7,5% | 6,0% | 3,2% | 3,2% | -1,6% | 1,9% |
| América del Norte | 5,6% | 3,9% | 3,7% | 2,7% | 0,0% | 1,7% |
| Productos de Confitería | 6,8% | 6,6% | | | 0,5% | 3,2% |
| Total | 6,9% | 7,0% | | | 1,1% | 3,7% |

Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023) y FMI World Economic Outlook - Abril 2023

Comparación de proyecciones de Statista con otras fuentes

A los efectos de agregar nuevos elementos para verificar la confiabilidad de las proyecciones de Statista en relación con el mercado de productos de confitería y galletas, se efectuó comparación del CAGR 2022 – 2027 estimado por Statista con el CARG de períodos futuros estimados por otras fuentes que preparan proyecciones con metodologías similares. En Tabla 10 a continuación, se incluye los resultados de dicha comparación:

Tabla 10: CAGR s/Statista versus Otras Fuentes

| Fuente | Segmento | Fecha Publicación | Año Final de Proyección | CAGR | CAGR Statista |
|----------------------------|---------------------|----------------------|-------------------------------|------|------------------|
| MarketLine | Ptos. de Confitería | Julio 2023 | 2027 | 5,7% | 6,6% |
| Future Market Insights | Ptos. de Confitería | Julio 2023 | 2033 | 7,3% | 6,6% |
| Global Data | Ptos. de Confitería | Mayo 2023 | 2027 | > 6% | 6,6% |
| Statistics Market Research | Galletas | Octubre 2022 | 2028 | 7,0% | 7,7% |
| Future Market Insights | Galletas | Junio 2023 | 2033 | 9,5% | 7,7% |
| The Business Research Co. | Galletas | Julio 2023 | 2027 | 6,6% | 7,7% |

Fuente: elaboración propia en base a:

- (1) *Market Line. Confectionery Market Summary, Competitive Analysis and Dorecast To 2027* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://store.marketline.com/report/confectionery-market-analysis/>
- (2) *Future Market Insights. Confectionery Market Snapshot (2023 – 2033)* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.futuremarketinsights.com/reports/asean-confectionery-market>
- (3) *Global Data. Confectionery Market Opportunities, Trends, Growth Analysis and Forecast to 2027* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.globaldata.com/store/report/confectionery-market-analysis/>
- (4) *Statistics Market Research. Biscuit Market Forecast to 2028. Global Analysis by Flavor, Type and Others* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.giiresearch.com/report/smrc1144131-biscuits-market-forecasts-global-analysis-by.html>
- (5) *Future Market Insights. Biscuit Mixes Market Snapshot (2023 – 2033)* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.futuremarketinsights.com/reports/biscuit-mixes-market>
- (6) *The Business Research Company. Biscuit Global Market Report 2023* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.thebusinessresearchcompany.com/report/biscuits-global-market-report>

Cómo puede observarse en Tabla 10, no hay una gran dispersión entre las medidas de CAGR publicadas por Statista versus otras fuentes. Con lo cual, se concluye sobre la razonabilidad de las proyecciones preparadas por aquella y utilizadas en este ejercicio de valuación.

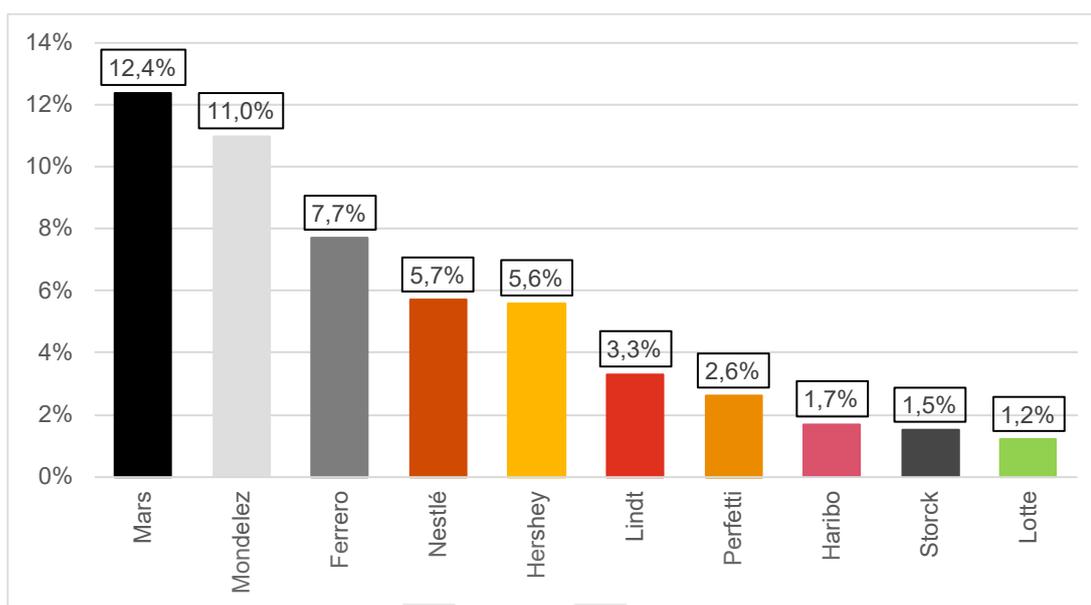
2.3.Posicionamiento competitivo de Mondelez

Mercado de Confitería

El mercado de productos de confitería a nivel global es dominado por pocas empresas, de carácter multinacional, de gran tamaño y reconocida trayectoria. La mayoría de las empresas son de origen norteamericano o europeo, siendo estas regiones donde concentran la mayoría de sus ventas, como es el caso de MDLZ, tal cual lo desarrollado en el Capítulo 1. Las menores tasas de crecimiento del mercado de confitería en estas regiones, frente a regiones emergentes, hacen que la competencia por el mantenimiento de las cuotas de participación sea muy intensa. Además, se observa un crecimiento de las principales empresas en países emergentes, en muchos casos apalancados en operaciones de fusiones y adquisiciones, tratando de tomar ventaja de un ambiente menos competitivo (por falta de presencia de algunos de los jugadores globales) y con mayor potencialidad de crecimiento, dado el proceso de desarrollo en el que se encuentra la población, lo cual es un motor de esta industria.

En el año 2022, Mars ostenta el liderazgo del mercado con una cuota de mercado del 12,4%, seguido por MDLZ con el 11,0%. En un segundo grupo, se observan empresas emblemáticas como Ferrero, Nestlé, Hershey, Lindt, etc. No obstante ello, los diez primeros jugadores concentran más del 50% del mercado global. El Gráfico 35 nos muestra la participación en el Mercado de Productos de Confitería en el año 2022, por compañía.

Gráfico 35: Mercado de Productos de Confeitería – Participación de Mercado al 31/12/2022
En %



Fuente: elaboración propia en base a Euromonitor International (Categorías Confectionery. Chocolate Confectionery. Gum. Sugar Confectionery). Extraído el 2/9/2022.

A su vez, en la Tabla 11 a continuación, se muestra la evolución de la participación de mercado entre los años 2017 y 2022.

Tabla 11: Mercado de Confeitería - Participación de Mercado por Empresa

| Empresa | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Mars | 12,9% | 13,0% | 12,9% | 12,5% | 12,5% | 12,4% |
| Mondelez | 11,8% | 11,5% | 11,2% | 10,9% | 10,9% | 11,0% |
| Ferrero | 6,4% | 7,2% | 7,3% | 7,6% | 7,8% | 7,7% |
| Nestlé | 6,5% | 5,9% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,7% |
| Hershey | 4,9% | 4,8% | 5,0% | 5,3% | 5,4% | 5,6% |
| Lindt | 2,9% | 3,0% | 3,1% | 3,1% | 3,3% | 3,3% |
| Perfetti | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,6% |
| Haribo | 1,5% | 1,6% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| Storck | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,5% | 1,6% | 1,5% |
| Lotte | 1,3% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% |
| Otros | 47,6% | 47,4% | 47,6% | 47,6% | 47,2% | 47,3% |
| Total | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Fuente: elaboración propia en base a Euromonitor International (Categorías Confectionery. Chocolate Confectionery. Gum. Sugar Confectionery). Extraído el 2/9/2022.

A pesar de pequeñas variaciones en las participaciones de mercado de las compañías, el mercado muestra mucha estabilidad en su estructura competitiva a lo largo de los últimos seis años. Las pequeñas variaciones se explican principalmente por operaciones de fusiones y adquisiciones que dotan a estas compañías de una cuota de crecimiento a través de fusiones y adquisiciones de carácter recurrente. Además, el carácter multinacional les permite tener una cobertura natural frente a los ciclos de apreciación y depreciación del dólar con relación al resto de las monedas y su correspondiente impacto en los resultados y en el valor de la acción.

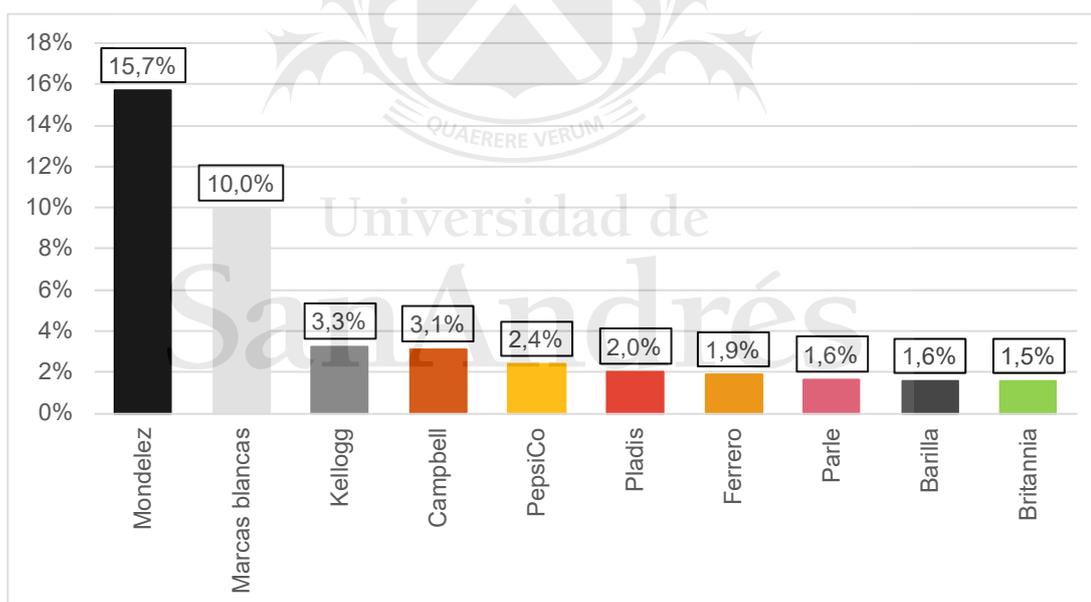
Mercado de Galletas

A diferencia del mercado de productos de confitería, el mercado de galletas muestra una menor concentración. MDLZ es el claro líder de este mercado, con una participación del 15,7% en el 2022, a partir del uso de marcas icónicas como Oreo. En segundo lugar, con una participación del 10,0%, se encuentra las distintas marcas blancas usadas por las grandes cadenas de supermercados. El resto de los jugadores que conforman los diez primeros lugares poseen una participación de mercado que en ningún caso supera el 3,5%. En este mercado el liderazgo no otorga una posición dominante ni decisiva en términos de fijación de precios y estrategias comerciales. Hay liderazgos regionales o por países, lo cual refuerza aún más el carácter competitivo de este mercado.

Si bien la calidad del producto, la innovación en desarrollo de producto y comercial, el poder de la red de distribución, la presencia en el canal y el prestigio de la marca son factores competitivos relevantes, es el precio del producto el factor decisivo en muchas de las subcategorías como es el caso de crackers y surtidas. Esto explica la importante participación de “marcas blancas”.

El Gráfico 36 nos muestra la participación en el Mercado de Galletas en el año 2022, por compañía.

Gráfico 36: Mercado de Galletas – Participación de Mercado al 31/12/2022
En %



Fuente: elaboración propia en base a Euromonitor International (Categorías Confectionery. Chocolate Confectionery. Gum. Sugar Confectionery). Extraído el 2/9/2022.

A su vez, en la Tabla 12 a continuación, se muestra la evolución de la cuota de mercado entre los años 2017 y 2022.

Tabla 12: Mercado de Galletas - Participación de Mercado por Empresa

| Empresa | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Mondelez | 14,6% | 14,9% | 15,0% | 15,7% | 15,8% | 15,7% |
| Marcas blancas | 9,8% | 10,0% | 9,8% | 10,1% | 10,2% | 10,0% |
| Kellogg | 4,2% | 4,1% | 3,4% | 3,3% | 3,2% | 3,3% |
| Campbell | 2,6% | 3,0% | 2,9% | 3,0% | 3,1% | 3,1% |
| PepsiCo | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,2% | 2,3% | 2,4% |
| Pladis | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Ferrero | 0,4% | 0,5% | 1,3% | 1,7% | 1,9% | 1,9% |
| Parle | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,6% |
| Barilla | 1,5% | 1,6% | 1,5% | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| Britannia | 1,4% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| Otros | 59,3% | 58,3% | 58,6% | 57,1% | 56,7% | 56,9% |
| Total | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Fuente: elaboración propia en base a Euromonitor International (Categorías Confectionery. Chocolate Confectionery. Gum. Sugar Confectionery). Extraído el 2/9/2022.

Cómo puede observarse en la Tabla 12, MDLZ muestra un liderazgo consolidado en este mercado a lo largo de los últimos seis años, pasando del 14,6% en el 2017 al 15,7% en el 2022, en detrimento del tercer jugador, Kellogg, que pasó del 4,2% al 3,3% en el mismo período. El resto de los actores no muestran variaciones significativas.

Al igual que lo que se explicó para el caso del mercado de productos de confitería, las pequeñas variaciones en la cuota de mercado se explican principalmente por operaciones de fusiones y adquisiciones.

3. Análisis Financiero

En este capítulo se efectuará un análisis económico y financiero de Mondeléz a los efectos de entender su situación actual y, a partir de esta información y la información del comportamiento esperado del mercado, poder hacer predicciones de variables claves para el ejercicio de valuación.

Para ello se analizan para los ejercicios comprendidos entre los años 2017 y 2022, el crecimiento observado por MDLZ, orgánico y a través de adquisiciones y su comparación con los mercados en los que participa. Asimismo, también se analizan la situación y evolución de ciertos indicadores de rentabilidad, de gestión operativa y financiera que muestran la capacidad de generación de resultados y de flujos de efectivo para la firma.

3.1.Crecimiento de las ventas

Evolución General

Como ha sido señalado, las ventas de MDLZ han crecido de manera sostenida a un ritmo del 4,0% promedio anual, en el período de cinco años comprendido entre el 2017 y el 2022.

Si desagregamos la evolución de las ventas tal cual lo presentado en la Tabla 13 a continuación, podemos distinguir las siguientes causas:

Tabla 13: Evolución de las ventas de MDLZ 2017 - 2022. Causas del crecimiento

| Cambios (%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | CAGR |
|--|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Cambio en Ventas (en %) | 0,2% | -0,3% | 2,8% | 8,0% | 9,7% | 4,0% |
| (-) Ítems que afectan la comparabilidad: | | | | | | |
| Efectos monetarios | 1,4% | 4,5% | 2,4% | -1,7% | 6,6% | 2,6% |
| Impacto adquisiciones | -0,2% | -0,4% | -1,7% | -1,0% | -4,2% | -1,5% |
| Impacto desinversiones | 1,0% | 0,3% | 0,2% | -0,1% | 0,2% | 0,3% |
| Ítem que afectan comparab. | 2,2% | 4,4% | 0,9% | -2,8% | 2,6% | 1,4% |
| Crecimiento Orgánico | 2,4% | 4,1% | 3,7% | 5,2% | 12,3% | 5,5% |
| Cambios en vol. / mix | 1,1% | 1,9% | 1,8% | 2,6% | 2,7% | 2,0% |
| Cambios en precios | 1,3% | 2,2% | 1,9% | 2,6% | 9,6% | 3,5% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2017 – 2022.

- El crecimiento orgánico, es decir, eliminando los impactos de las fusiones y las adquisiciones, de las desinversiones y los efectos monetarios que implican las devaluaciones y apreciaciones de las monedas funcionales distintas del USD (moneda de presentación de los estados financieros de MDLZ), con respecto a ella, muestra un crecimiento promedio anual del 5,5% en el período de cinco años 2017 – 2022.
- El CAGR del 5,5% de crecimiento orgánico, puede ser desagregado en un CARG del 3,5% de efecto precio y un CAGR del 2,0% de efecto volumen / mix.
- El crecimiento a través de fusiones y adquisiciones aportó en promedio un 1,5% de ventas adicionales, con impacto significativo en el año 2022, por las adquisiciones de Ricolino, Cliff Bar y Chipita por USD 5.286 millones (neto de la caja recibida).
- El proceso de desinversión a través de la realización de negocios “No Core”, parece haber alcanzado cierto límite. El impacto en ventas en los últimos cuatro años fue poco significativo.

Si analizamos la evolución de las ventas año a año en el período 2017 – 2022, se observa:

Evolución de las ventas 2022 versus 2021

Como puede observarse en la Tabla 12, en el 2022 las ventas crecieron un 9,7% en relación con el 2021, siendo 12,3% el crecimiento orgánico, es decir, eliminando aquellos ítems que afectan la comparabilidad.

El crecimiento orgánico se explica principalmente por un incremento significativo en los precios, que en promedio alcanzó el 9,6% y un incremento en los volúmenes comercializados del 2,7%.

En Tabla 14 a continuación, se pueden observar los impactos de los ítems que afectan la comparabilidad y que explican la diferencia entre el crecimiento orgánico y el crecimiento total de las ventas de MDLZ en el 2022 respecto del 2021:

Tabla 14: Ítems que afectan la comparabilidad de las ventas 2022 versus 2021

| | 31/12/2021 | 31/12/2022 | Variación USD | Variación % |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas netas | 28.720 | 31.496 | 2.776 | 9,7% |
| Efectos monetarios | 0 | 1.905 | 1.905 | |
| Impacto de adquisiciones | 0 | (1.216) | (1.216) | |
| Impacto de desinversiones | (78) | (22) | 56 | |
| Ventas "orgánicas" | 28.642 | 32.163 | 3.521 | 12,3% |
| Efectos monetarios | | | | 6,6% |
| Impacto de adquisiciones | | | | -4,2% |
| Impacto de desinversiones | | | | 0,2% |
| Ítems que afectan comparabilidad | | | | 2,6% |
| Crecimiento "orgánico" | | | | 12,3% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

Las adquisiciones de los negocios de Chipita, Cliff Bar y Ricolino, aportaron en el 2022, 4,2% de ventas adicionales, compensado por el efecto de la apreciación del USD respecto del resto de las monedas funcionales de los países donde MDLZ opera (8,21% fue la apreciación del Dólar Index, de punta a punta en el 2022).

Evolución de las ventas 2021 versus 2020

Las ventas en el 2021 crecieron un 8,0% en relación con el 2020, de los cuales, 5,2% es crecimiento orgánico.

El crecimiento orgánico se explica principalmente por un incremento en los precios y en los volúmenes comercializados, ambos de 2,6%.

En Tabla 15 a continuación, se pueden observar los impactos de los ítems que afectan la comparabilidad y que explican la diferencia entre el crecimiento orgánico y el crecimiento total de las ventas de MDLZ en el 2021 respecto del 2020:

Tabla 15: Ítems que afectan la comparabilidad de las ventas 2021 versus 2020

| | 31/12/2020 | 31/12/2021 | Variación USD | Variación % |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas netas | 26.581 | 28.720 | 2.139 | 8,0% |
| Efectos monetarios | 0 | (462) | (462) | |
| Impacto de adquisiciones | 0 | (254) | (254) | |
| Impacto de desinversiones | 0 | (35) | (35) | |
| Ventas "orgánicas" | 26.581 | 27.969 | 1.388 | 5,2% |
| Efectos monetarios | | | | -1,7% |
| Impacto de adquisiciones | | | | -1,0% |
| Impacto de desinversiones | | | | -0,1% |
| Sub Total Ítems que afectan comparabilidad | | | | -2,8% |
| Crecimiento "orgánico" | | | | 5,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2021.

En el año 2021 el impacto de las adquisiciones no fue tan significativo como lo fue en el 2022.

Las adquisiciones de los negocios de Hu, Grenade y Gourmet Foods en el 2021, aportaron un incremento de ventas del 1,0%, equivalente a USD 254 millones.

Evolución de las ventas 2020 versus 2019

Las ventas en el 2020 crecieron un 2,8% en relación con el 2019, de los cuales, 3,7% es crecimiento orgánico.

El crecimiento orgánico se explica principalmente por un incremento en los precios del 1,9% y un incremento en los volúmenes comercializados del 1,8%.

En Tabla 16 a continuación, se pueden observar los impactos de los ítems que afectan la comparabilidad y que explican la diferencia entre el crecimiento orgánico y el crecimiento total de las ventas de MDLZ en el 2020 respecto del 2019:

Tabla 16: Ítems que afectan la comparabilidad de las ventas 2020 versus 2019

| | 31/12/2019 | 31/12/2020 | Variación USD | Variación % |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas netas | 25.868 | 26.581 | 713 | 2,8% |
| Efectos monetarios | 0 | 637 | 637 | |
| Impacto de adquisiciones | 0 | (445) | (445) | |
| Impacto de desinversiones | (55) | 0 | 55 | |
| Ventas "orgánicas" | 25.813 | 26.773 | 960 | 3,7% |
| Efectos monetarios | | | | 2,5% |
| Impacto de adquisiciones | | | | -1,7% |
| Impacto de desinversiones | | | | 0,2% |
| Sub Total Ítems que afectan comparabilidad | | | | 1,0% |
| Crecimiento "orgánico" | | | | 3,7% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2020.

El impacto de las adquisiciones en el 2020 se relaciona con la compra de Give & Co que implicó un incremento inorgánico en las ventas en ese año del 1,7%.

Evolución de las ventas 2019 versus 2018

Las ventas en el 2019 cayeron un 0,3% en relación con el 2018. No obstante ello, si separamos el efecto de los ítems que afectan la comparabilidad, observamos que en dicho período, la Compañía creció un 4,1% de manera orgánica.

El crecimiento orgánico se explica principalmente por un incremento en los precios del 2,2% y un incremento en los volúmenes comercializados del 1,9%.

En Tabla 17 a continuación, se pueden observar los impactos de los ítems que afectan la comparabilidad y que explican la diferencia entre el crecimiento orgánico y el crecimiento total de las ventas de MDLZ en el 2019 respecto del 2018:

Tabla 17: Ítems que afectan la comparabilidad de las ventas 2019 versus 2018

| | 31/12/2018 | 31/12/2019 | Variación USD | Variación % |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas netas | 25.938 | 25.868 | (70) | -0,3% |
| Efectos monetarios | 0 | 1.154 | 1.154 | |
| Impacto de adquisiciones | 0 | (88) | (88) | |
| Impacto de desinversiones | (126) | (55) | 71 | |
| Ventas "orgánicas" | 25.812 | 26.879 | 1.067 | 4,1% |
| Efectos monetarios | | | | 4,4% |
| Impacto de adquisiciones | | | | -0,3% |
| Impacto de desinversiones | | | | 0,3% |
| Sub Total Ítems que afectan comparabilidad | | | | 4,4% |
| Crecimiento "orgánico" | | | | 4,1% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2019.

El impacto de las adquisiciones en el 2019 fue poco significativo y se relaciona con la compra de Perfect Snack que implicó un incremento inorgánico en las ventas en ese año del 0,3%.

Evolución de las ventas 2018 versus 2017

Las ventas en el 2018 crecieron un 0,2% en relación con el 2017, de los cuales, 2,4% es crecimiento orgánico.

El crecimiento orgánico se explica principalmente por un incremento en los precios del 1,3% y un incremento en los volúmenes comercializados del 1,1%.

En Tabla 18 a continuación, se pueden observar los impactos de los ítems que afectan la comparabilidad y que explican la diferencia entre el crecimiento orgánico y el crecimiento total de las ventas de MDLZ en el 2018 respecto del 2017:

Tabla 18: Ítems que afectan la comparabilidad de las ventas 2018 versus 2017

| | 31/12/2017 | 31/12/2018 | Variación USD | Variación % |
|---|---------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas netas | 25.896 | 25.938 | 42 | 0,2% |
| Efectos monetarios | 0 | 343 | 343 | |
| Impacto de adquisiciones | 0 | (52) | (52) | |
| Impacto de desinversiones | (270) | 0 | 270 | |
| Ventas "orgánicas" | 25.626 | 26.229 | 603 | 2,4% |
| Efectos monetarios | | | | 1,3% |
| Impacto de adquisiciones | | | | -0,2% |
| Impacto de desinversiones | | | | 1,1% |
| Sub Total Ítems que afectan comparabilidad | | | | 2,2% |
| Crecimiento "orgánico" | | | | 2,3% |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2018.

El impacto de las adquisiciones en el 2018 fue poco significativo y se relaciona con la compra de Tate's Bake que implicó un incremento inorgánico en las ventas en ese año del 0,2%.

Evolución de MDLZ frente al mercado

La Tabla 19 a continuación, compara la evolución de MDLZ en los últimos cinco años, medido en términos de CAGR, en relación con el mercado.

Tabla 19: MDLZ frente al Mercado

| | CAGR [2017 - 2022] |
|--|-------------------------------------|
| MDLZ Total | 4,0% |
| MDLZ Core (sin bebidas y alimentos) | 4,8% |
| MDLZ "Orgánico" | 5,5% |
| MDLZ "Orgánico" Core [sin Bebidas y Alimentos] | 5,7% |
| Mercado Confitería y Galletas | 5,1% |
| Mercado de Confitería y Snack | 4,5% |
| Mercado Mundial de Alimentos | 4,8% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

Es decir, en términos de crecimiento orgánico, MDLZ ha tenido la capacidad de copiar la evolución del mercado de confitería y de galletas, lo cual se traduce en cierta estabilidad en su cuota de mercado, tal cual lo descrito en el Punto 2.3. del Capítulo 2 anterior. Así, si se compara el crecimiento “orgánico” total versus el mercado, MDLZ creció un 5,5%, versus el mercado de confitería y galletas, que creció un 5,1%. Si eliminamos las categorías de “Bebidas” y “Alimentos” que incluye MDLZ en sus ventas, el crecimiento “orgánico” fue del 5,7% que, como se ha mencionado, compara con el 5,1% de CAGR en el período de cinco años 2017 – 2022.

En Tabla 20 a continuación, se compara por categoría de productos, los CAGR 5 años de MDLZ versus el Mercado.

Tabla 20: CAGR 5 años MDLZ vs Mercado

| CAGR (5 Años) | MDLZ - Orgánico | Mercado |
|----------------------|------------------------|----------------|
| Galletas | 6,1% | 5,6% |
| Chocolates | 6,7% | 4,5% |
| Azúcar | 2,1% | 5,2% |
| Total "Core" | 5,7% | 5,1% |
| Bebidas | 4,2% | |
| Alimentos | 3,7% | |
| Total | 5,5% | |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

Como puede ser observado en la Tabla 20 anterior, excepto en la categoría de productos de confitería de azúcar (chicles y caramelos), en el resto de las categorías MDLZ tuvo una performance levemente por arriba del mercado.

Evolución de MDLZ por segmento geográfico frente al Mercado

En Tabla 21 a continuación, se compara por regiones, los CAGR 5 años de MDLZ versus el Mercado.

Tabla 21: CAGR 5 años MDLZ vs Mercado

| CAGR (5 Años) | MDLZ - Orgánico | Mercado |
|-------------------|-----------------|-------------|
| América Latina | 12,2% | 1,9% |
| AMEA | 6,0% | 6,7% |
| Europa | 4,2% | 3,6% |
| América del Norte | 4,5% | 3,7% |
| Total | 5,5% | 5,1% |

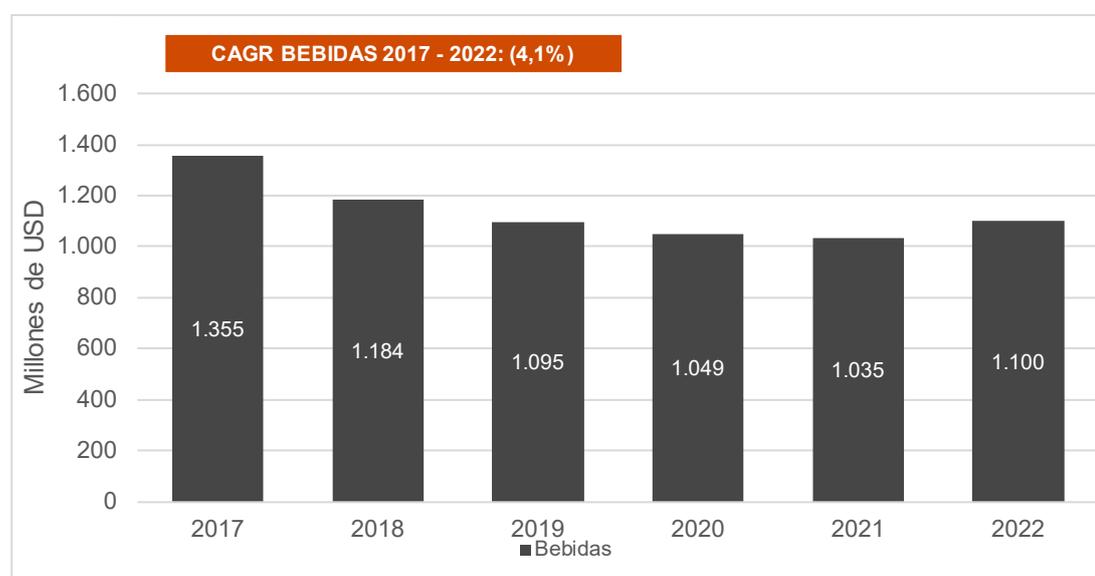
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

En las áreas desarrolladas (América del Norte y Europa), que son las regiones primarias de MDLZ, la evolución estuvo levemente por encima del mercado. En AMEA la evolución de las ventas estuvo levemente por debajo. En el caso de América Latina, si bien su participación en el total de las ventas no es muy significativa, MDLZ tuvo un incremento promedio anual “orgánico” muy superior a la evolución del mercado. En esa región, en el año 2020 el crecimiento fue sólo del 0,2%, muy afectada por las cuarentenas decretadas por la mayoría de los gobiernos como respuesta a la pandemia de COVID-19. En el 2021 y en el 2022, el rebote fue muy significativo, con tasas de crecimiento del 20,4% y del 31,9% respectivamente. MDLZ pudo gestionar el período de pandemia de una manera mas eficiente que el mercado en general.

Evolución de los negocios “No Core”

En el Gráfico 37 a continuación, se incluye la evolución del negocio de bebidas en el período 2017 – 2022:

Gráfico 37: Segmento Bebidas – Evolución de las ventas período 2017 | 2022
En Millones de USD

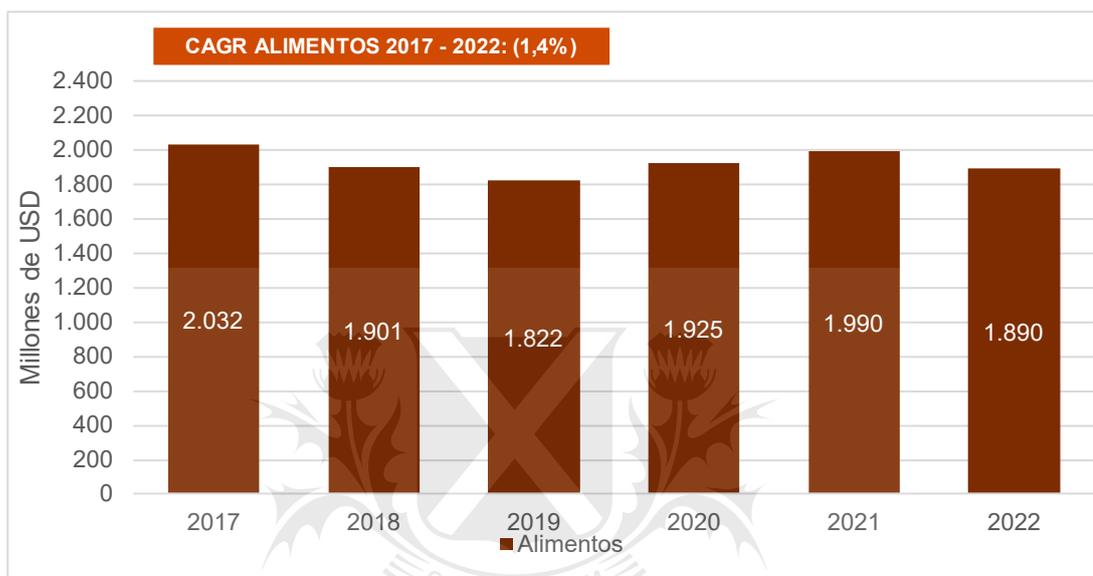


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

En los años 2017 y 2018 se procedió a la venta / desinversión del negocio de café, como parte de la estrategia de focalización en los negocios “Core”. A partir de allí, el negocio de bebidas no muestra prácticamente crecimiento, pasando de una facturación de USD 1.095 millones en el 2019 a USD 1.100 en 2022.

En el Gráfico 38 a continuación, se muestra la evolución del negocios de alimentos (básicamente quesos untables) en el mismo período de tiempo.

Gráfico 38: Segmento Alimentos – Evolución de las ventas período 2017 | 2022
En Millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

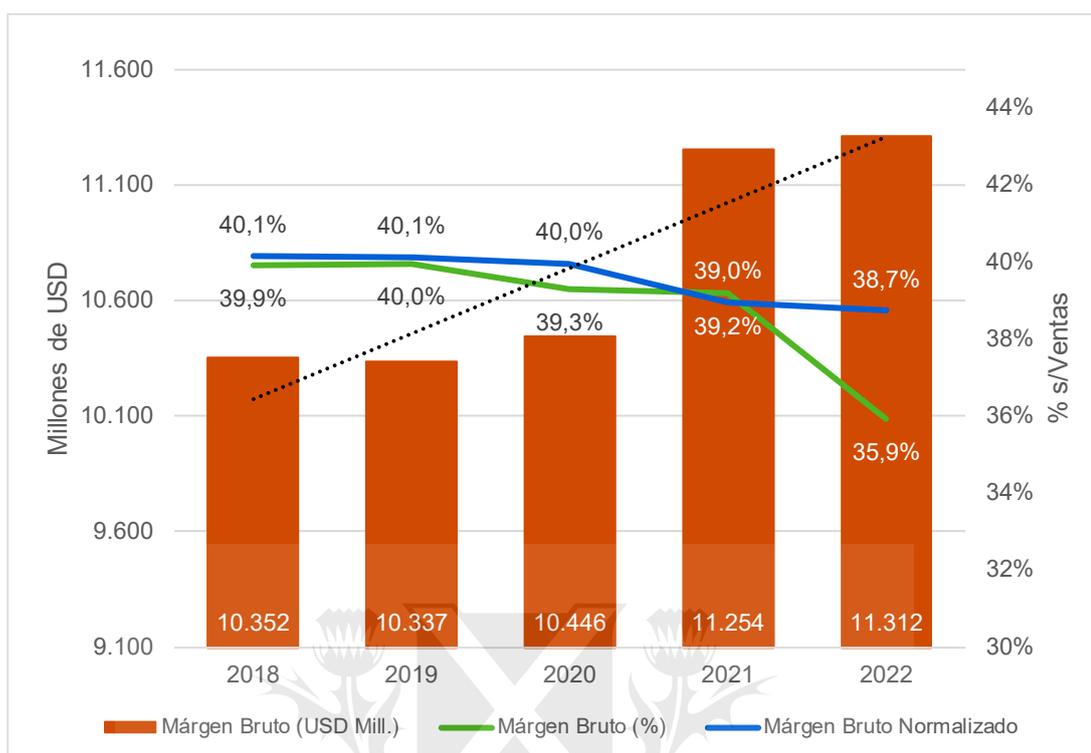
Al igual que el negocio de bebidas, tampoco se observa crecimiento. El negocio ha girado en estos últimos años, alrededor de USD 2.000 de ventas, sin grande variaciones.

3.2. Indicadores de rentabilidad

Evolución del margen bruto

El Gráfico 39 a continuación, expone la evolución del margen bruto de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 39: Margen Bruto – Evolución período 2018 | 2022
En Millones de USD y en % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

El margen bruto surge de deducirle a las ventas, el costo de la mercadería vendida y de los servicios prestados, expresando dicho resultado como un porcentaje sobre las ventas. Además de esta medida, MDLZ publica una medida de margen bruto “normalizado” (Non-GAAP), consistente con la medida de ventas, netas de efectos que afectan la comparabilidad, donde a la medida del margen bruto que se publica en los estados financieros, se efectúan una serie de ajustes con impacto en el costo de la mercadería vendida, que también afectan la comparabilidad, tales como:

- **Eliminación de gastos no recurrentes o puntuales** (p.e. los relacionados con planes de reestructuración). En este ítem se eliminan los cargos realizados en el marco del denominado proyecto “*Simplify to Grow*”, relacionado con la transformación de la cadena de suministros y también de la estructura central. Este programa fue aprobado por el Directorio en el año 2014 y originalmente culminaba en el 2018. Luego se extendió hasta el 2022 y recientemente hasta el 2023. No se espera incurrir en costos incrementales adicionales por este concepto en años posteriores. El importe que se espera gastar por este programa en el 2023 no es significativo.
- **Eliminación de Ganancias o Pérdidas por cambios en el valor razonable de instrumentos financieros derivados**, utilizados como cobertura del precio de materias primas (ítems que afectan el costo de la mercadería vendida).
- **Eliminación de costos de integración de negocios adquiridos**. Así como se eliminan las ventas generadas en el año de la adquisición para no afectar la comparabilidad, se eliminan los costos de integración y otros costos directos relacionados con la combinación de los negocios.

- **Costos directos por adquisiciones o desinversiones.** Tal cual lo señalado anteriormente, al eliminar los efectos de las ventas de los negocios adquiridos o vendidos, se eliminan también, los costos directos relacionados con tales transacciones, tales como honorarios de abogados, honorarios de los expertos financieros que trabajaron en la estructuración del negocio, impuestos directos si los hubiere, etc.
- **Eliminación de ajustes a valor razonable de los inventarios incorporados en las combinaciones de negocios** (adquisiciones).
- Eliminación de los resultados reconocidos por la baja de los activos en las desinversiones (resultados entre el valor de venta y el valor de libros de los activos entregados).
- Eliminación de efectos puntuales por hechos excepcionales del contexto (COVID-19, guerra de Ucrania, etc.).
- Eliminación de efectos puntuales por hechos excepcionales de la Compañía, que no ocurrieron en el pasado y que no espera repetir en el futuro (p.e. incidentes puntuales de ciberseguridad, siniestros, etc.).
- Eliminación de efectos en el resultado del ejercicio, de cambios en las condiciones de planes de pensiones a los empleados que implican el reconocimiento en el período actual, de beneficios del pasado.

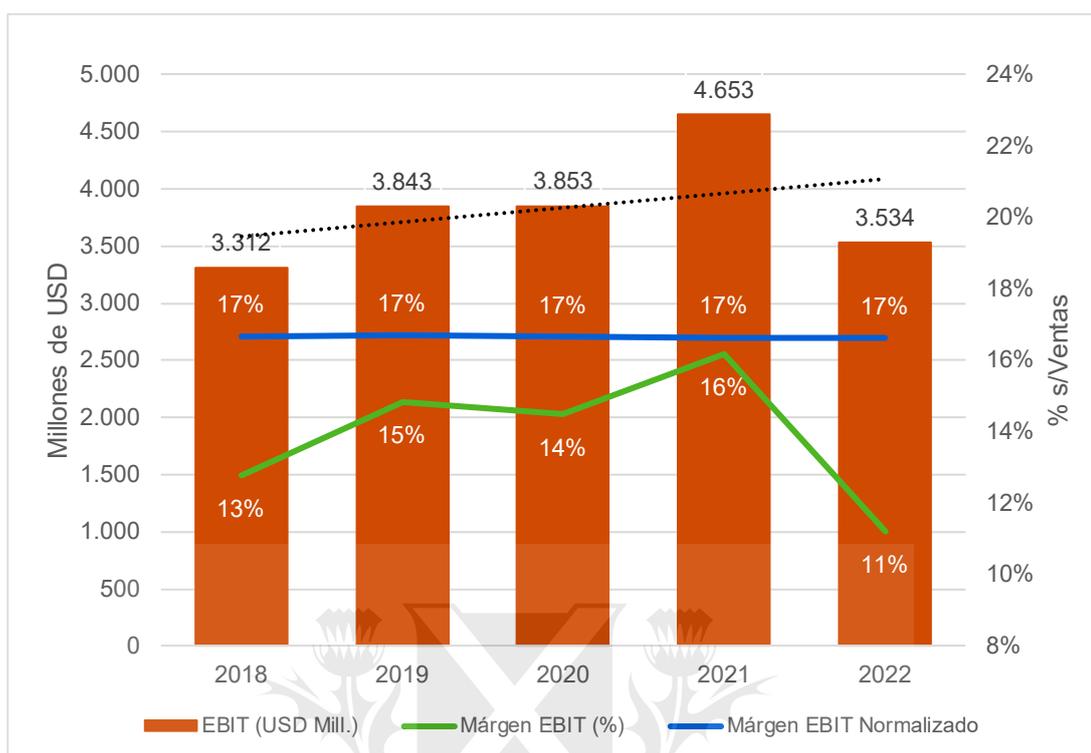
En términos porcentuales, el margen bruto osciló en un rango entre 39% y 40%, excepto en el ejercicio 2022, donde cae al 36%. No obstante, si se eliminan los efectos que afectan la comparabilidad mencionados en el párrafo anterior, el margen bruto “normalizado” del ejercicio 2022 es del 39%.

La estabilidad del margen bruto refleja también, la capacidad que ha tenido MDLZ para trasladar a precios, los incrementos de costos en las materias primas (en particular los relacionados con commodities en forma directa o derivados de ellos, como es el caso del maíz – del cual se deriva p.e. el jarabe de glucosa – cacao, azúcar, petróleo - del cual se deriva el polipropileno y el BOPP a partir del cual se elabora el packaging de los productos de la Compañía), en la mano de obra directa y en los gastos de transformación (logística de compras – en particular como consecuencia del COVID-19, energía, servicios de terceros, etc.).

Evolución del margen operativo o EBIT

El Gráfico 40 a continuación, expone la evolución del margen operativo de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 40: EBIT y Margen EBIT – Evolución período 2018 | 2022
En Millones de USD y en % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

El resultado operativo o EBIT surge de deducirle al margen bruto los gastos de comercialización (fletes de venta, impuestos directos de ventas, promoción y publicidad, compensaciones a empleados de la estructura comercial, etc.), administración (compensaciones al órgano de administración, compensaciones a empleados de la estructura administrativa, honorarios legales y administrativos, arrendamientos no capitalizables, depreciaciones de propiedad, planta y equipo, etc.) y otros gastos de estructura. También se deducen depreciaciones de bienes de uso, amortizaciones de intangibles, cargos por desvalorización de activos de largo plazo, ganancias y pérdidas por la realización de negocios y/o activos fijos, etc. El importe obtenido, se denomina resultado operativo o EBIT. El margen operativo surge de expresar el EBIT como porcentaje de las ventas.

Al igual que en el caso de las ventas y del margen bruto, MDLZ además de informar en sus estados financieros al resultado operativo, también incluye una medida “Non-GAAP” que surge de eliminar de este último, conceptos no recurrentes o que afectan la comparabilidad, como los mencionados en la explicación del margen bruto (además de aquellos, se incluyen otros que impactan por debajo del margen bruto, tales como cargos no recurrentes por litigios - provisiones).

En términos porcentuales, el margen operativo osciló en un rango entre 13% y 16%, excepto en el ejercicio 2022, donde cae al 11%. No obstante, si se eliminan los efectos que afectan la comparabilidad mencionados en el párrafo anterior, el margen operativo o de EBIT “normalizado” de los cinco ejercicios comprendidos entre el 2018 y el 2022, está totalmente estabilizado en un 17%.

Algunos de los conceptos no recurrentes eliminados del EBIT para determinar el EBIT normalizado son:

- **Costos incrementales por guerra en Ucrania:** mayores costos por aprox. USD 121 millones. En febrero de 2022, Rusia inició una invasión militar a Ucrania. Como consecuencia de ello, MDLZ detuvo la producción y procedió al cierre de sus instalaciones en Ucrania, lo cual implicó el reconocimiento de cargos incrementales por deterioro de propiedad, planta y equipo e inventario; el reconocimiento de provisiones por incobrabilidad y costos por desvinculaciones. Estos costos se consideran puntales y no se espera repetir en próximos ejercicios.
- **Asunto legal Comisión Europea:** mayores costos por aprox. USD 318 millones. Corresponde a la estimación de costos a incurrir por MDLZ, respecto de la resolución de un proceso iniciado por la Comisión Europea, en relación con ciertas prácticas de la Compañía que eventualmente restringirían el comercio transfronterizo dentro del Área Económica Europea. El reconocimiento de esta provisión es la mejor estimación realizada por MDLZ respecto de la resolución de este conflicto y no se espera el desembolso de importes mayores en el futuro.
- **Costos directos relacionados con adquisiciones:** mayores costos por USD 305 millones. Corresponde a gastos de asesores financieros externos (negociadores, valuadores, due diligencie, etc.), banca de inversión, asesores legales, etc., directamente relacionados con las adquisiciones. Si bien el crecimiento inorgánico es parte de la estrategia de crecimiento de MDLZ, tal cual lo mencionado anteriormente, el año 2022 fue particularmente intenso en adquisiciones, ya que se incorporaron tres negocios importes, tales como Chipita, Cliff Bar y Ricolino. En tal sentido, los USD 330 millones devengados en el 2022, comparan con USD 25 millones en el 2021.
- **Costos de integración de adquisiciones:** mayores costos por aprox. USD 176 millones. Corresponde con costos incurridos por única vez como parte del proceso de integración de negocios, así como cualquier ajuste en los eventuales pagos contingentes acordados en las combinaciones de negocios. Al igual que el anterior, este concepto tuvo un impacto significativo en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, por la cantidad de adquisiciones y por la envergadura de las mismas.
- **(Ganancia) / Pérdida por valuación a valor razonable (“Fair Value” o “FV” por sus siglas en ingles) de derivados:** en el año 2022 se reconoció una pérdida de USD 326 millones frente a una ganancia de USD 279 millones devengada en el 2021, lo cual implicó una evolución negativa de USD 605 millones. Se corresponde principalmente con derivados utilizados para cubrir el riesgo de mercado de monedas y de materias primas cotizadas. Se eliminan estos efectos de valuación contable a valor razonable, hasta el momento en el cual el riesgo cubierto afecto efectivamente el estado de resultados.
- **Costos de reestructuración:** en el 2022 se devengaron costos por un valor de USD 122, frente a USD 319 por el mismo concepto en el 2021. Se corresponde con el proyecto “*Simplify to Grow*”. El importe que se espera gastar por este programa en el 2023 no es significativo.
- **Efectos monetarios:** corresponde al efecto de calcular los resultados operativos en moneda constante. Se calculan dividiendo o multiplicando, según corresponda, los resultados operativos en moneda local del período actual por las tipos de cambio

utilizados para convertir los estados financieros en el período comparable del año anterior. De esta manera, se determinan cuáles habrían sido los resultados operativos en USD del período actual si la tasa de cambio no hubiera cambiado con respecto al período comparable del año anterior.

En síntesis, el margen operativo o margen EBIT, una vez eliminados aquellos conceptos que afectan la comparabilidad, muestra mucha estabilidad en el período analizado, lo cual pone de manifiesto la capacidad desarrollada por MDLZ para gestionar sus márgenes.

Las ventas y el margen operativo o margen EBIT “Normalizado” es la medida de performance que el órgano de administración de MDLZ utilizada para gestionar sus negocios.

Evolución de otros indicadores de rentabilidad

En la Tabla 22, se incluyen otros indicadores de rentabilidad y su evolución en cinco años comprendidos entre el 2018 y el 2022.

Tabla 22: Otros indicadores de rentabilidad

| Márgenes | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Margen neto | 13,0% | 15,0% | 13,4% | 15,0% | 8,6% |
| Margen EBITDA | 17,4% | 19,6% | 19,8% | 20,8% | 15,6% |
| Margen EBITDA "Normaliz." | 21,0% | 21,2% | 21,4% | 21,3% | 20,6% |
| ROA | 5,3% | 6,0% | 5,8% | 6,9% | 5,1% |
| ROA "Normalizado" | 7,0% | 7,0% | 6,6% | 6,9% | 7,5% |
| ROE | 13,1% | 14,6% | 13,0% | 15,4% | 9,9% |

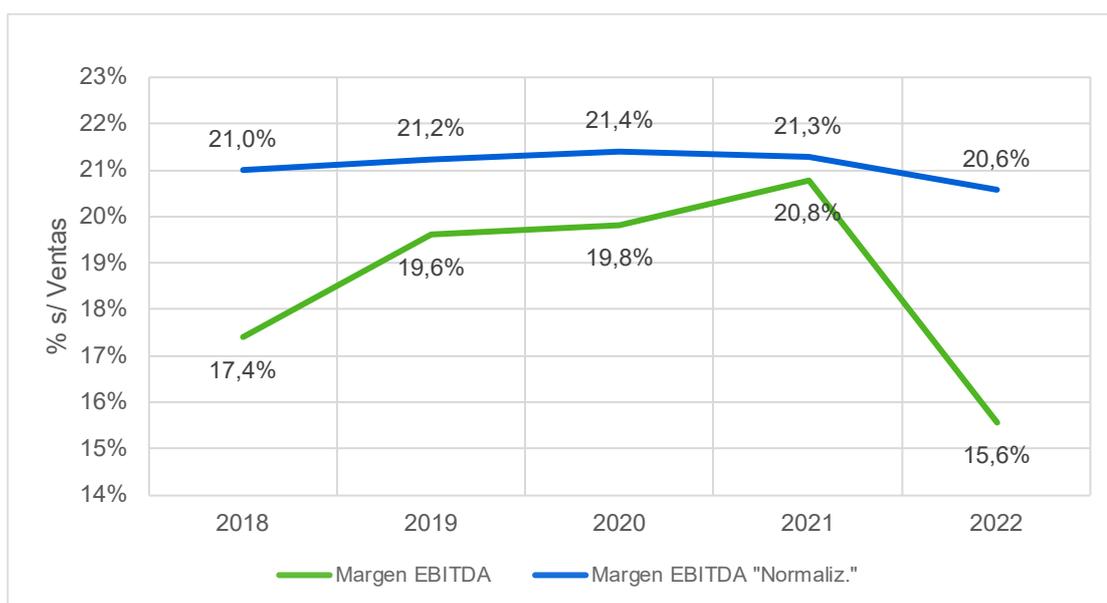
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

Margen EBITDA

Otro indicador relevante para evaluar la performance del negocio es el margen de EBITDA. El EBITDA utilizado es una medida ajustada, que parte del EBIT y suma los cargos por depreciaciones de elementos de propiedad, planta y equipo, amortizaciones de activos intangibles y desvalorizaciones de activos fijos. Se lo expresa cómo margen, dividiendo el EBITDA sobre las ventas.

Tal cual surge del Gráfico 41, el margen EBITDA osciló en un rango entre 17% y 21%, excepto en el ejercicio 2022, donde cae al 15,6%. No obstante, si se eliminan los efectos que afectan la comparabilidad mencionados en el análisis de la evolución del EBIT y calculamos un margen EBITDA “normalizado” de los cinco ejercicios comprendidos entre el 2018 y el 2022, este muestra un valor estable alrededor del 21%.

Gráfico 41: Margen EBITDA – Evolución período 2018 | 2022
En % sobre ventas

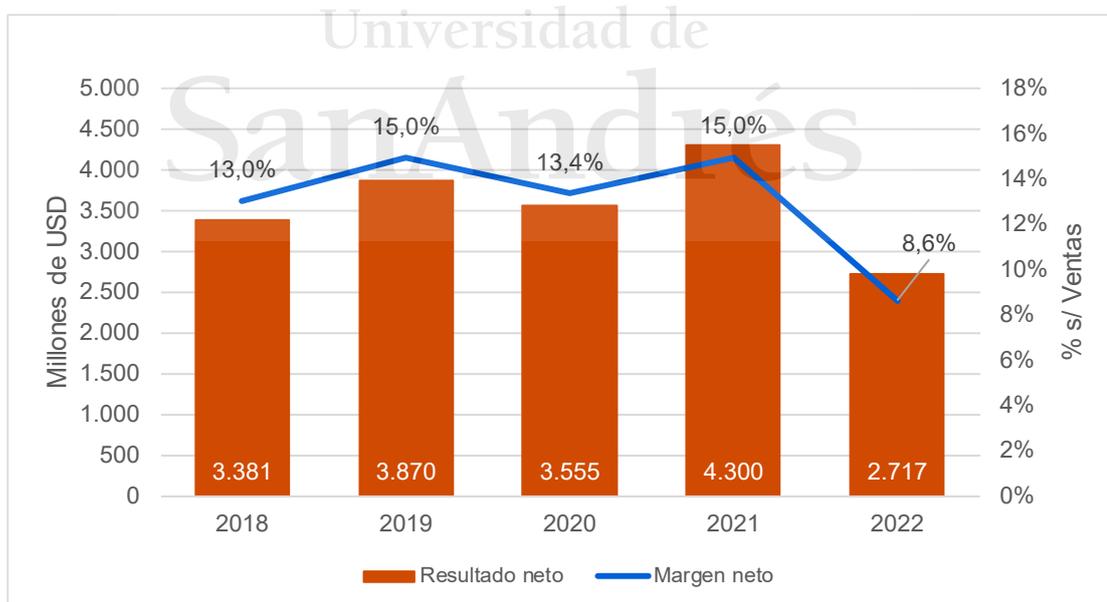


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

Margen Neto

El Gráfico 42 a continuación, expone la evolución del resultado neto y del margen de resultado neto de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 42: Resultado Neto y Margen Neto – Evolución período 2018 | 2022
En millones de USD y en % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

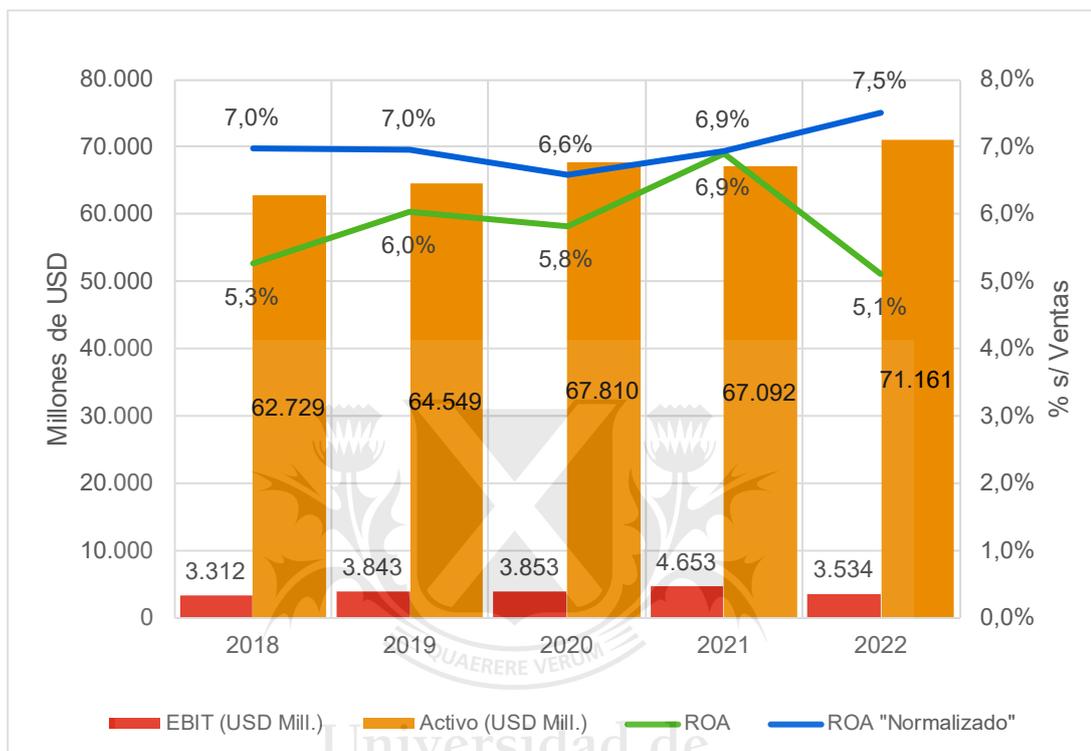
El margen de resultado neto osciló en un rango entre 13% y 15%, excepto en el ejercicio 2022, donde cae al 8,7%. La caída del margen neto en el 2022 se explica exclusivamente por el impacto de los conceptos excepcionales o no recurrentes mencionados en la explicación de la evolución del margen operativo.

ROA (EBIT / Activos)

El ROA es el retorno sobre los activos. Es un indicador de retorno sobre la inversión. Se obtiene dividiendo el EBIT sobre los Activos de la Compañía. El Gráfico 43 a continuación, expone la evolución del ROA de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 43: ROA – Evolución período 2018 | 2022

En millones de USD y en % sobre ventas



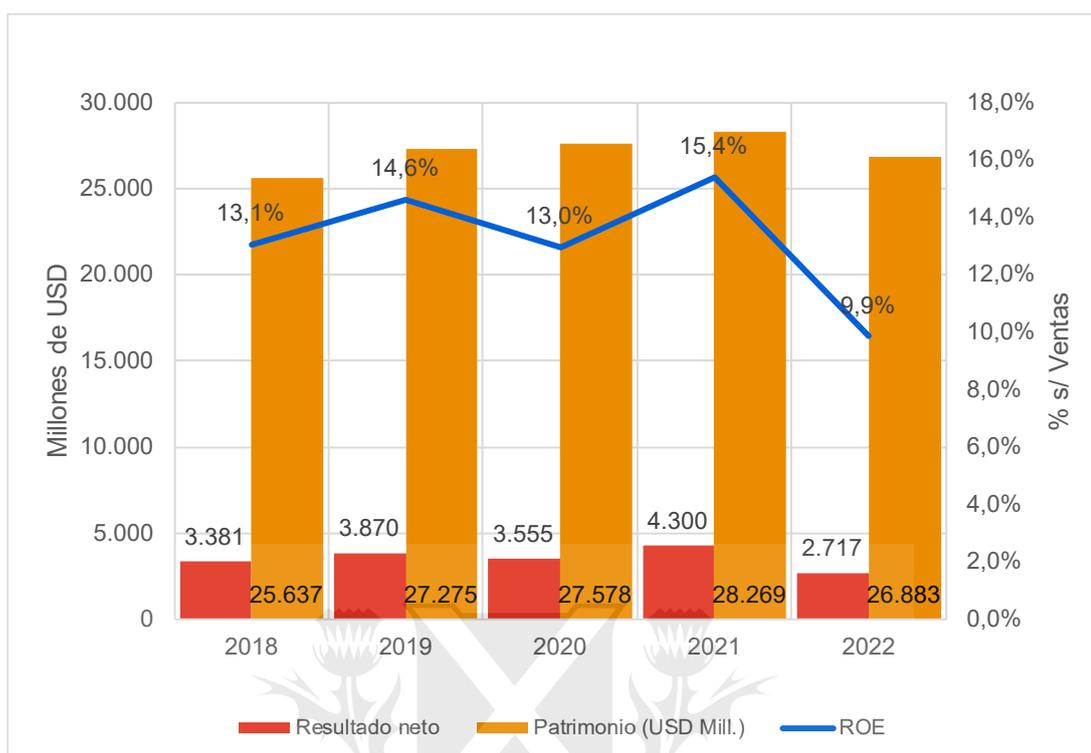
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

El ROA muestra una evolución favorable entre el 2018 y el 2021, pasando del 5,3% en el 2018 al 6,9% en el 2021. La caída del 2022 al 5,1%, se debe al efecto combinado de un incremento del activo como consecuencia de la adquisición de Ricolino, Cliff Bar y Chipita, que en el año de su incorporación no implicaron un crecimiento importante del EBIT y a la caída de este último por los conceptos excepcionales y no recurrentes, mencionados en la evolución del resultado operativo. En tal sentido, si observamos el ROA “Normalizado” (eliminado estos efectos, es decir, partiendo de un EBIT “Normalizado”) el ROA se estabiliza alrededor del 7% de retorno en cada uno de los ejercicios.

ROE (Resultado Neto / Patrimonio)

El ROE es el retorno sobre el capital accionario. Se obtiene dividiendo el resultado neto (atribuible a los accionistas de MDLZ) sobre el patrimonio atribuible a los accionistas de la Compañía. El Gráfico 44 a continuación, expone la evolución del ROE de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 44: ROE – Evolución período 2018 | 2022
En millones de USD y en % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

El ROE muestra cierta estabilidad entre los años 2018 a 2021. En el año 2022 se produce una caída significativo de alrededor de cinco puntos porcentuales, lo cual está en línea con lo explicado en el resto de los indicadores de rentabilidad que fueron analizados previamente. No obstante y dado que el ROE es afectado por varios factores, efectuamos una descomposición del indicador en cada uno de estos factores que es lo que se conoce como Análisis de Dupont. Estos factores son:

- **Margen neto:** Utilidad Neta (atribuible a los accionistas) sobre Ventas.
- **Rotación de activos:** indica la cantidad de veces que “vendemos” el activo. Se calcula como los Activos dividido las Ventas.
- **Multiplicador del capital:** se calcula dividiendo los Activos sobre el Patrimonio Neto (atribuible a los accionistas). Depende de la estructura de capital de la compañía. Indica el grado de apalancamiento del Patrimonio.

Así:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

La Tabla 23 a continuación, muestra la situación y evolución de cada uno de estos componentes para MDLZ en el período 2017 – 2022.

Tabla 23: Análisis de Dupont de MDLZ

| Análisis Dupont | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|------|
| ROE (Utilidad neta/PN) | 13,1% | 14,6% | 13,0% | 15,4% | 9,9% |
| Margen Neto (UN/Ventas) | 13,0% | 15,0% | 13,4% | 15,0% | 8,6% |
| Rotación de Activos | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Multiplicador del Capital | 2,4 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | 2,6 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

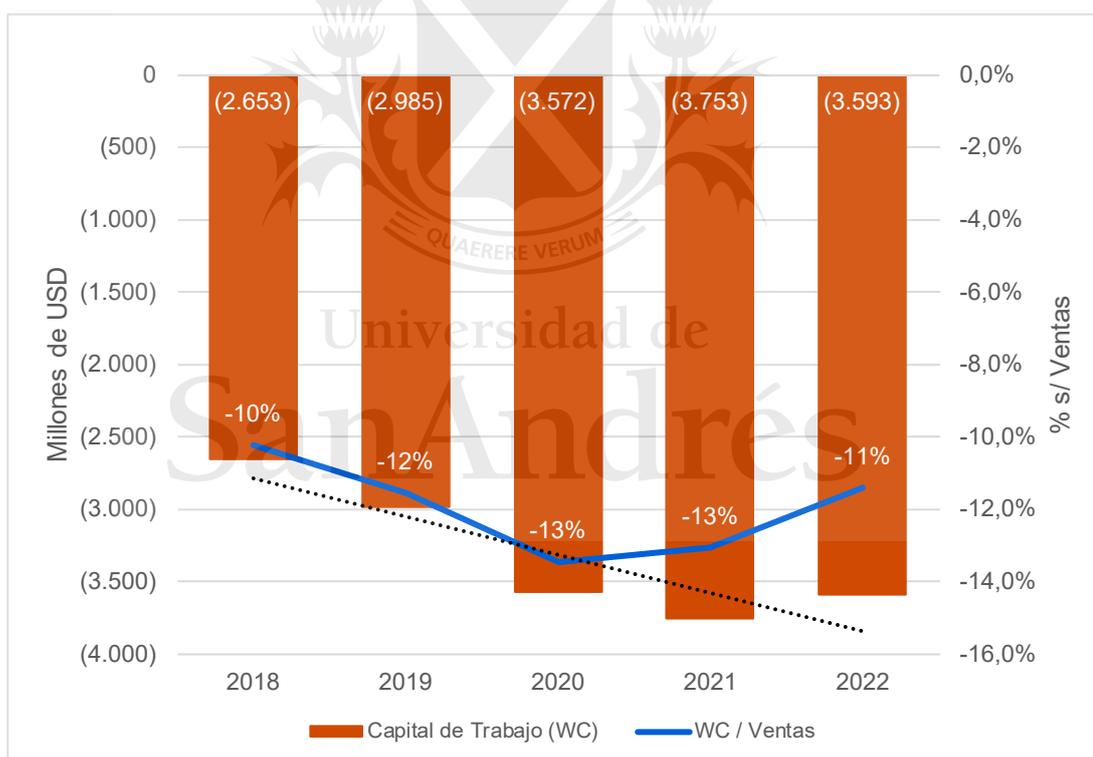
Tanto la Rotación del Activo como el Multiplicador del Capital se han mantenido relativamente estables a lo largo del período analizado. La caída del ROE se debe exclusivamente a la caída del margen neto, el cual fue analizado previamente.

3.3. Indicadores de gestión operativa

El Gráfico 45 a continuación, expone la evolución del capital de trabajo de MDLZ en los últimos cinco años:

Gráfico 45: Capital de Trabajo – Evolución período 2018 | 2022

En millones de USD y en % sobre ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

El capital de trabajo surge de sumar los saldos al cierre de cuentas por cobrar, otros créditos corrientes e inventarios y deducir los saldos de cuentas por pagar con proveedores, deudas con empleados de corto plazo y otros pasivos corrientes.

MDLZ ha mostrado un capital de trabajo negativo en el período de cinco años comprendido entre el 2018 y el 2022. Esto se corresponde con la velocidad de conversión a caja de los componentes del capital de trabajo. En tal sentido, la Tabla 24 muestra estos indicadores:

Tabla 24: Ratios de gestión

| Ratios de gestión | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Promedio |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Capital de Trabajo (WC) | (2.653) | (2.985) | (3.572) | (3.753) | (3.593) | (3.311) |
| WC / Ventas | -10,2% | -11,5% | -13,4% | -13,1% | -11,4% | -11,9% |
| Días de inventarios | 36,5 | 35,9 | 36,3 | 34,4 | 39,2 | 36,5 |
| Días en la calle | 42,3 | 41,3 | 40,6 | 40,5 | 45,3 | 42,0 |
| Días de cuentas a pagar | (116,1) | (119,3) | (126,0) | (122,6) | (126,1) | (122,0) |
| Ciclo de conversión de caja | (37,3) | (42,1) | (49,0) | (47,7) | (41,6) | (43,6) |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

Cómo puede observarse, MDLZ trabaja con aproximadamente un plazo promedio de pago a sus proveedores consolidado de 122 días, mientras que cobra sus créditos entre 40 y 45 días promedio y vende sus inventarios alrededor de los 37 días. En conclusión, la Compañía trabaja con un ciclo de conversión de caja negativo de alrededor de 44 días, que le permite disponer de excedentes de caja.

No se observan variaciones significativas en el ciclo de conversión de caja en el período, lo cual habla de la estabilidad que tiene la Compañía en su gestión operativa.

3.4. Estructura de capital. Indicadores de gestión financiera

En Tabla 25 a continuación, se expone la situación y la evolución de la estructura de capital de MDLZ en el período 2018 – 2022, en USD y en %, calculada sobre la base de la medición del patrimonio a valor de cotización al cierre (capitalización de mercado) o valor razonable (“fair value” por su denominación en inglés).

Tabla 25: Estructura de Capital. Evolución

| USD | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Precio de la acción | 40,03 | 55,08 | 58,47 | 66,31 | 66,65 |
| Acciones en circulación | 1.451 | 1.435 | 1.419 | 1.392 | 1.366 |
| Capitalización de Mercado | 58.084 | 79.040 | 82.979 | 92.279 | 91.037 |
| Deuda Financiera | 18.448 | 18.905 | 20.592 | 20.025 | 23.484 |
| Caja | 1.100 | 1.291 | 3.619 | 3.546 | 1.923 |
| Deuda Financiera Neta | 17.348 | 17.614 | 16.973 | 16.479 | 21.561 |
| Enterprise Value | 75.432 | 96.654 | 99.952 | 108.758 | 112.598 |
| % | | | | | |
| Capitalización de Mercado | 77% | 82% | 83% | 85% | 81% |
| Deuda Financiera Neta | 23% | 18% | 17% | 15% | 19% |
| Enterprise Value | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración Propia en base a datos de <https://www.gurufocus.com>

Si se observa la evolución de la estructura de capital, MDLZ redujo la participación del endeudamiento financiero en los años 2019, 2020 y 2021, llegando al final de ese último año, con un nivel de apalancamiento medido a valores de mercado del 15%.

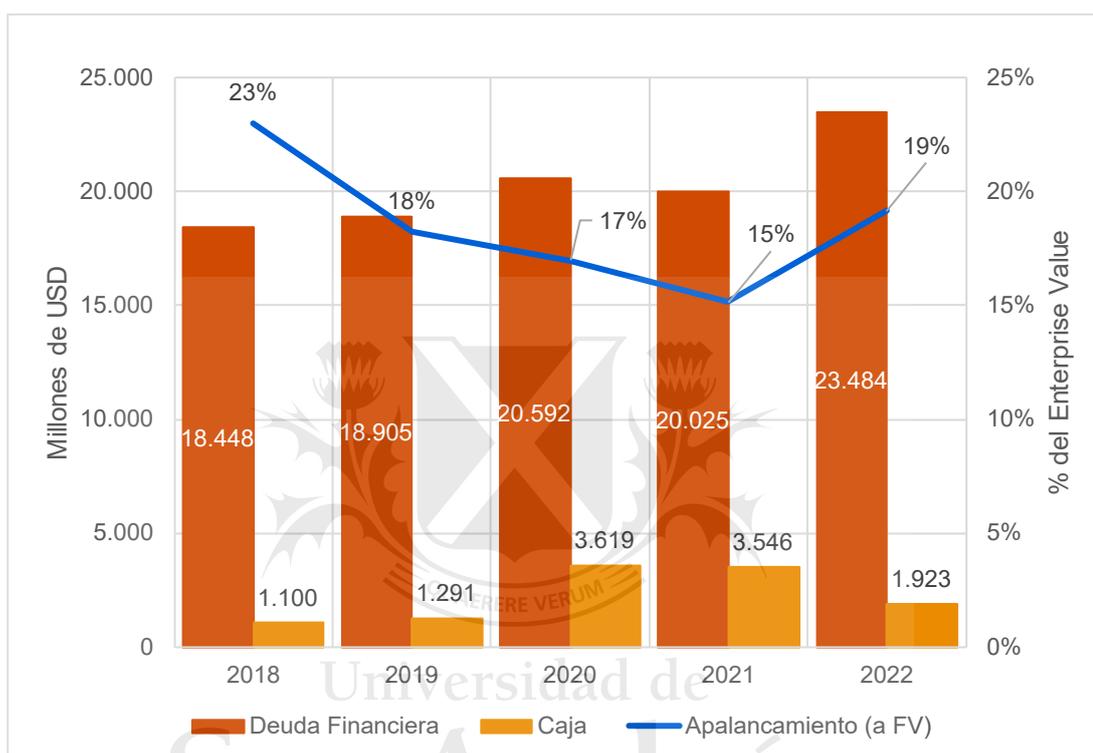
En el año 2022, el apalancamiento se incrementa en cuatro puntos porcentuales, pasando del 15% en el 2021 al 19% en el 2022, como consecuencia primaria de nuevas colocaciones de deuda en USD (netas de cancelaciones), por aproximadamente USD 3.459 millones, cuyo destino principal fue el financiamiento parcial de las adquisiciones de negocios realizadas en ese año, que implicaron desembolsos por USD 5.286.

En términos porcentuales, la deuda financiera se incrementa un 17,3% en el 2022, respecto del 2021.

El Gráfico 46 a continuación, muestra la evolución de la deuda financiera y de la caja en el período comprendido entre el 2018 y el 2022, así como el nivel de apalancamiento anual de MDLZ.

Gráfico 46: Deuda Financiera y Apalancamiento Financiero – Evolución período 2018 | 2022

En millones de USD y en % del Enterprise Value



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

La deuda financiera está compuesta principalmente por deuda estructurada mediante la colocación de bonos en USD, con vencimientos entre 2024 y 2050. La YTM promedio ponderada al 31 de diciembre de 2022 es de aproximadamente 5,16%, frente al 2,09% al 31 de diciembre de 2021, lo cual refleja el impacto en el costo financiero de MDLZ, de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal de Estados Unidos, llevada a cabo durante todo el 2022.

En Tabla 26 a continuación, se expone la composición de la deuda financiera al 31 de diciembre de 2022 y 2021, por cada uno de sus componentes. La mayor parte de la deuda financiera de largo plazo se encuentra expresada en USD.

Tabla 26: Composición de la Deuda Financiera

| USD Millones | 2021 | 2022 |
|--|---------------|---------------|
| Deuda financiera de corto plazo | 216 | 2.299 |
| Porción corriente deuda financiera largo plazo | 1.746 | 383 |
| Deuda financiera de largo plazo | 17.550 | 20.251 |
| Sub Total | 19.512 | 22.933 |
| Leasing | 459 | 514 |
| Interés no controlante | 54 | 37 |
| Total | 20.025 | 23.484 |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

Respecto de la evolución de la situación financiera de MDLZ, se observa una significativa estabilidad en todos los ratios financieros entre el 2018 y el 2021. El nivel de apalancamiento medido a valores de libros de MDLZ por ejemplo, se mantuvo constante en un 30% en el período 2018 – 2021. La Cobertura de Intereses, medida como EBITDA / Intereses Financieros, mejoró desde los 9,6 veces en el 2018 hasta los 21,0 en el 2021, debido a la mejora en el EBITDA y a la caída significativa del costo financiero. Es decir, el EBITDA generado por la Compañía fue más que suficiente para afrontar los servicios de la deuda financiera. Y el endeudamiento financiero medido a valores de libros, se mantuvo también constante en 0,7 veces, durante aquel período. En el año 2022, se observa un empeoramiento de ciertos indicadores. Así, el endeudamiento financiero pasa del 0,7 observado en el 2021 (y en los tres ejercicios anteriores), a 0,9 veces en el 2022. De la misma manera, la cobertura de intereses baja de 21,0 veces a 16,0 veces a raíz del incremento en el costo financiero y de la caída del EBITDA.

En Tabla 27 a continuación, se incluye la evolución de ciertos ratios financieros de MDLZ en el período.

Tabla 27: Ratios financieros

| Ratios financieros | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Endeudamiento Financiero | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,9 |
| Apalancamiento | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Cobertura de Intereses | 9,6 | 12,8 | 11,2 | 21,0 | 16,0 |

| Concepto | Forma de Cálculo |
|--------------------------|------------------------------------|
| Endeudamiento Financiero | Deuda Financiera / Patrimonio Neto |
| Apalancamiento | Deuda Financiera / Activo |
| Cobertura de Intereses | EBITDA / Costos Financieros |

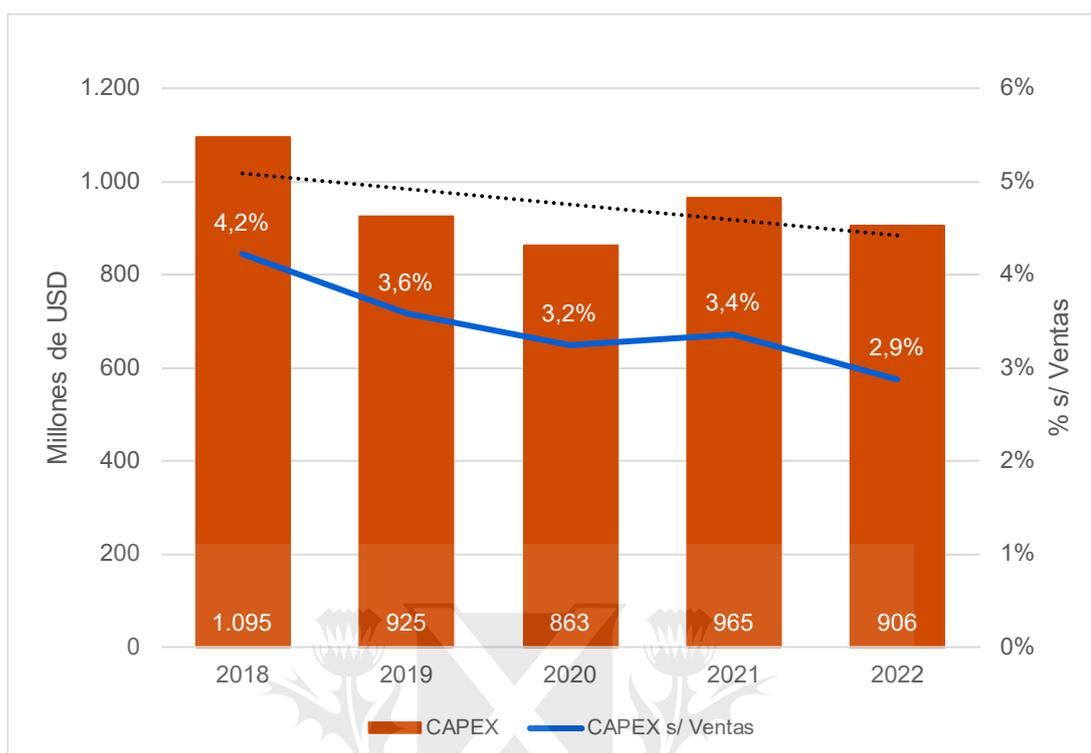
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

3.5.CAPEX y Adquisiciones

CAPEX

En Gráfico 47 a continuación se muestra la evolución del CAPEX en millones de USD y como porcentaje sobre ventas.

Gráfico 47: CAPEX – Evolución período 2018 | 2022
En millones de USD y en % sobre Ventas



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

Tal cual surge del Gráfico 47, en el período de cinco años comprendido entre el 2018 y el 2022, MDLZ invirtió en activos fijos en promedio un 3,4% de las ventas. No obstante, si se mira un horizonte más largo, la tasa de inversión sobre cada USD vendido, osciló en un rango entre un 3,5% y un 4,5% (4,1% en promedio en los últimos diez años).

Tabla 28: CAPEX

| CAPEX | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CAPEX | 1.095 | 925 | 863 | 965 | 906 |
| Ventas | 25.938 | 25.868 | 26.581 | 28.720 | 31.496 |
| CAPEX s/ Ventas | 4,2% | 3,6% | 3,2% | 3,4% | 2,9% |

| CAPEX | 5 Años | 10 Años |
|--------------------------|---------|---------|
| CAPEX (millones de USD) | 4.754 | 11.770 |
| Ventas (millones de USD) | 138.603 | 289.601 |
| CAPEX s/ Ventas | 3,4% | 4,1% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2013 – 2022.

Adquisiciones

En los últimos diez años, MDLZ ha realizado inversiones en fusiones y adquisiciones por un valor de USD 8.966 millones, lo que representa aprox. un 3,1% de sus ventas en dicho período (Tabla 2: Fusiones y Adquisiciones – Período 2013 | 2022).

La estrategia de MDLZ es aportar un crecimiento adicional al crecimiento orgánico, a través de la adquisición de negocios. Si tomamos un horizonte temporal de diez años, el impacto en términos de crecimiento de ventas fue de un 0,9% en promedio.

3.6. Depreciaciones y amortizaciones

En Gráfico 48 a continuación se muestra la evolución del cargo por depreciaciones de propiedad, planta y equipo y amortizaciones de activos intangibles en millones de USD y como porcentaje del valor de origen al cierre de cada ejercicio de los rubros propiedad, planta y equipo y activos intangibles respectivamente.

Gráfico 48: Cargo por depreciaciones y amortizaciones – Evolución período 2018 | 2022
En millones de USD y en % sobre el valor de origen de PPE y Activos Intangibles



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

En líneas generales, MDLZ cargó anualmente en su estado de resultados, entre un 5,0% y un 6,0% del valor de origen de la propiedad, planta y equipos, en concepto de depreciación (5,0% en promedio). Al mismo tiempo, en concepto de amortización de intangibles, el cargo anual estuvo alrededor del 1% del valor de origen de estos activos (0,9% en promedio).

Tabla 29: Depreciaciones y Amortizaciones

| D&A | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PPE [Valor de Origen] | 15.245 | 16.105 | 16.993 | 16.705 | 16.891 |
| Activos intangibles [VO] | 19.529 | 19.670 | 20.399 | 20.290 | 21.767 |
| Depreciación PPE | 635 | 873 | 922 | 979 | 975 |
| Amortización Activos Intang. | 176 | 174 | 194 | 134 | 132 |
| % Depreciación / PPE | 4,2% | 5,4% | 5,4% | 5,9% | 5,8% |
| % Amortización / AI | 0,9% | 0,9% | 1,0% | 0,7% | 0,6% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

3.7.Comparación con pares de mercado

En esta sección se comparan indicadores claves de MDLZ con algunas otras compañías en el mercado de Productos de Confitería y Galletas, y que cuentan con información pública, tales como:

- Nestlé S.A. (“NSRGY” o “Nestle”)
- The Hershey Co. (“HSY” o “Hershey”)
- Lindt & Sprüngli. (“LISN” o “Lindt”)
- Tootsie Roll Industries, Inc. (“TR” o “Tootsie”)

Tabla 30: Indicadores de crecimiento y rentabilidad. Comparables

| Concepto | Mondeléz | Nestle | Lindt | Hershey | Tootsie |
|-------------------------------------|----------|--------|-------|---------|---------|
| Crecimiento Ventas [CAGR 5 años] | 5,5% | 2,8% | 5,0% | 8,5% | 7,3% |
| Margen operativo [EBIT/Ventas] | 11,2% | 16,9% | 15,0% | 21,7% | 16,1% |
| Margen EBITDA [EBITDA/Ventas] | 15,6% | 17,0% | 20,6% | 23,4% | 16,9% |
| ROA [EBIT/Activo] | 5,1% | 6,7% | 6,7% | 15,4% | 7,5% |
| ROE [Resultado neto/PN] | 9,9% | 19,4% | 11,8% | 54,3% | 9,8% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2022 y en base a datos de <https://www.gurufocus.com>

MDLZ y LISN tuvieron un promedio anual de crecimiento de ventas en los últimos cinco ejercicios muy similar. HSY por su lado, es la que mostró una evolución mayor y eso también se tradujo en su performance en el mercado de capitales (ver Gráfico 14). También TR mostró aproximadamente dos puntos porcentuales adicionales de crecimiento en sus ventas. Por el contrario, NSRGY tuvo una tasa de crecimientos menor a lo observado por el resto de los comparables.

Los márgenes EBIT/Operativo y EBITDA de los comparables, se encuentran en promedio en el 17,4% y el 19,5% respectivamente. MDLZ, tal cual lo explicado anteriormente, vio afectados sus márgenes en el año 2022, por el impacto de resultados no recurrentes que afectan la comparabilidad. Si eliminamos esos resultados, los márgenes EBIT y EBITDA de MDLZ en el ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2022 son 16,6% y 20,6% respectivamente, muy similar al de los comparables.

Excepto por los niveles de HYS, los niveles de ROA y de ROE son similares en promedio a MDLZ (los promedios se aproximan más, si se eliminan los resultados no recurrentes de ésta última).

Tabla 31: Indicadores de gestión operativa. Comparables

| Concepto | Mondeléz | Nestle | Lindt | Hershey | Tootsie |
|-----------------------------|----------|--------|-------|---------|---------|
| WK / Ventas | -11,4% | 7,8% | 31,9% | 3,9% | 12,4% |
| Días de inventarios | 39 | 58 | 64 | 41 | 45 |
| Días en la calle | 45 | 43 | 82 | 25 | 33 |
| Días de cuentas a pagar | (126) | (72) | (29) | (52) | (33) |
| Ciclo de conversión de caja | (42) | 28 | 117 | 14 | 45 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2022 y en base a datos de <https://www.gurufocus.com>

En lo que respecta a la gestión operativa, se observa un mejor manejo de MDLZ del capital de trabajo, el cual es negativo, debido a que la velocidad de su ciclo operativo (días de inventario más días en la calle), es menor que sus días de cuentas por pagar. Debido a ello, su ciclo de conversión de caja es negativo y es el único caso frente al grupo de comparables que hemos seleccionado. La principal causa que explica la diferencia tiene que ver con el plazo promedio de pago a proveedores. MDLZ paga en promedio a los 126 días, frente a 72 días de NSRGY y 29 días de LISN.

Tabla 32: Indicadores de gestión financiera. Comparables

| Concepto | Mondeléz | Nestle | Lindt | Hershey | Tootsie |
|---|----------|--------|-------|---------|---------|
| Endeudamiento [Pasivo / PN] | 1,6 | 2,2 | 0,8 | 2,3 | 0,3 |
| Endeudamiento Financiero [Deuda Financiera / PN] | 0,9 | 1,3 | 0,3 | 1,6 | 0,0 |
| Cobertura de intereses [EBITDA / Intereses] | 16,0 | 15,5 | 44,3 | 17,7 | (45,6) |
| Liquidez [Activo Cte. / Pasivo Cte.] | 0,6 | 0,9 | 1,8 | 0,8 | 3,4 |
| Apalancamiento [Deuda Financiera / Activo] | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,0 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2022 y en base a datos de <https://www.gurufocus.com>

En términos de endeudamiento y de endeudamiento financiero, MDLZ muestra niveles muy similares al promedio de sus comparables (1,6 y 0,9 respectivamente, versus 1,4 y 0,8 que es el promedio del grupo de compañías seleccionadas), con LISN y TR con niveles de endeudamiento por debajo del promedio mientras que NSRGY y HSY, su endeudamiento es superior. Con relación a la cobertura de intereses, MDLZ muestra números similares a NSRGY y HSY. No obstante, este número está muy por debajo de TR, quien no tiene deuda financiera (de hecho tiene intereses positivos frutos de los rendimientos de sus excedentes de caja) y LISN, cuya deuda financiera es muy baja y sus márgenes de EBITDA son mayores (es un producto de margen mayor y menor rotación). La gestión diferencial del capital de trabajo de MDLZ en relación a sus comparables, hace que sus necesidades de liquidez sean menores (de hecho puede trabajar con WC negativo). Debido a ello, los niveles de liquidez de MDLZ son inferiores al resto de sus competidores. Por último, en relación al apalancamiento, valen las mismas conclusiones que se desarrollaron para analizar el endeudamiento.

4. Valuación por Flujos de Fondos Descontados

En este capítulo se desarrolla la valuación de Mondeléz al 31 de diciembre de 2022 (último cierre de ejercicio anual), a través del método de valuación por flujos de fondos descontados. El objetivo es determinar el valor intrínseco del capital accionario de la Compañía.

4.1. Flujo de Fondos disponible para la Firma

La valuación de una firma por el método de flujos de fondos descontados supone que el valor de una empresa es igual el valor presente de los flujos de fondos futuros que puede generar, descontados a una tasa que refleje los riesgos de estos.

A los efectos de este trabajo de valuación, se utilizará una de las variantes de este método, que es el de los Flujos de Fondos disponibles para la Firma o FCFF.

Los FCFF son aquellos flujos “libres” para ser distribuidos a los proveedores de capital de la firma, es decir, a los accionistas (vía dividendos) y/o a los acreedores financieros (vía servicios de interés).

Cómo bajo esta metodología se valúan los flujos de fondos correspondientes tanto a los propietarios como a los acreedores financieros, el valor resultante es lo que se denomina “Valor de la Firma” o “Enterprise Value”. Por consiguiente, para arribar al valor del capital accionario, es necesario restarle al Enterprise Value, el valor de la Deuda Financiera Neta (Deuda Financiera menos Caja) y sumarle el valor de aquellos activos no operativos que no generan flujos o, si los generan, no fueron considerados en el cálculo del Enterprise Value (cómo por ejemplo participaciones en entidades asociadas – entidades no consolidadas ya que no se posee control). Para el cálculo de la Deuda Financiera Neta, hemos incluido como concepto también, el valor de libros del interés no controlante, dado su poca significatividad y porque es práctica habitual en estos ejercicios.

En Tabla 33, se resume la fórmula para arribar al valor del capital accionario:

Tabla 33: Capital Accionario. Esquema de Valuación

| |
|-------------------------------------|
| Enterprise Value |
| (-) Deuda Financiera Bruta |
| + Caja |
| (-) Interés no Controlante |
| + Activos no operativos |
| Capital accionario |
| Cantidad de acciones en circulación |
| Valor de la acción |

Fuente: elaboración propia

El Enterprise Value, como ha sido señalado, es el valor presente de los flujos de fondos futuros que una compañía puede generar, descontados a una tasa que refleje el costo del dinero y los riesgos del negocio. Esto puede ser expresado matemáticamente de la siguiente manera:

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

Donde:

| Concepto | Significado |
|-----------|--|
| VP_{FF} | Valor Presente de los FCFF _t |
| $FCFF_t$ | Flujos de Fondos Libres de la Firma en el momento "t" |
| $WACC$ | Tasa promedio ponderado del capital. Tasa de descuento |
| VT_N | Valor Terminal en el momento "N" |
| g | Tasa de Crecimiento Esperada de los FCFF a perpetuidad |

Por lo tanto, el cálculo del Enterprise Value a través de esta metodología supone la realización de los siguientes pasos:

- (a) Definir un horizonte temporal.
- (b) Estimar los FCFF_t.
- (c) Calcular la WACC
- (d) Calcular el Valor Terminal
- (e) Determinar el Enterprise Value.

La definición del horizonte temporal implica estimar la vida del negocio. Para el caso particular de MDLZ la vida estimada del negocio es indefinida. Se espera que la Compañía genere flujos de fondos por un período prolongado. Debido a ello, las proyecciones realizadas de FCFF_t corresponden a un período específico de tiempo que para este trabajo ha sido definido en cinco años, y a este valor se le adicionará una estimación del valor terminal con crecimiento a una tasa constante "g".

Los FCFF son aquellos flujos de fondos que generan la operación del negocio, después de impuestos y del pago de las inversiones de capital (CAPEX), pero antes de los ingresos o egresos de fondos a los propietarios (aportes o dividendos) y/o los acreedores financieros (nueva deuda financiera y pago de capital y servicios de interés de la deuda financiera preexistente). Si bien existen diferentes metodologías para el cálculo de los FCFF, la utilizada en este documento surge de la Tabla 34 a continuación:

Tabla 34: FCFF. Forma de Determinación

| |
|---|
| EBIT x (1 - Tasa del impuesto a las ganancias) |
| + Depreciaciones y amortizaciones |
| (-) CAPEX y desembolsos por adquisiciones |
| + / (-) Variaciones del capital de trabajo |
| Flujo de Fondos Disponibles para la Firma o Free Cash Flow |
| <i>Fuente: elaboración propia</i> |

Cómo ha sido señalado, los $FCFF_t$ son flujos esperados futuros, por lo cual son inciertos y riesgosos. Debido a ello, la tasa que se debe utilizar para su descuento, debe ser una tasa que refleje además del valor temporal del dinero, el riesgo del negocio. Asimismo, cómo la proyección de los $FCFF_t$ será realizada a nivel firma, la tasa debe ponderar la estructura de capital de la empresa. La tasa que refleja ambas condiciones es la denominada WACC o costo promedio ponderado del capital. Esta tasa puede expresarse de la siguiente manera:

$$WACC = Ke \frac{E}{E + D} + Kd \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

| Concepto | Significado |
|-----------|---|
| Ke | Costo del Capital Propio |
| Kd | Costo de la Deuda Financiera |
| E | Valor de mercado del Capital Propio (Capitalización de Mercado) |
| D | Valor de mercado de la Deuda Financiera |
| t | Tasa de Impuesto a las Ganancias |
| $(1 - t)$ | Escudo Fiscal |

El VT_N surge como consecuencia de suponer que la vida de la Compañía es indefinida y es estimado en el último año de proyección explícito, considerando una tasa de crecimiento constante o “g” a perpetuidad.

El método de DCF tiene como principal ventaja que el resultado obtenido es una valuación en términos absolutos. La desventaja es que al estimar flujos de fondos futuros, se requiere hacer supuestos sobre diversos factores que son inciertos. Debido a ello, esta metodología funciona mejor cuando se utiliza para valorar firmas maduras, con cuotas de mercado estable como es el caso de MDLZ, tal cual ha sido señalado en capítulos anteriores.

La valuación del capital accionario de MDLZ será realizada al 31 de diciembre de 2022 en USD, que es la moneda de presentación de sus estados financieros y además es la moneda funcional de su operación principal. Por lo tanto:

- Los $FCFF_t$ serán estimados en USD, independientemente que dado el carácter multinacional de MDLZ, hay múltiples monedas funcionales, tales como el Euro, la Libra Esterlina, el Yuan, el Dólar Canadiense, el Dólar Australiano, el Real Brasileño, la Rupia India, el Peso Mexicano, etc. MDLZ tiene la capacidad de utilizar instrumentos de cobertura para cubrir el riesgo de moneda. El supuesto a utilizar en las proyecciones es que MDLZ tiene 100% de cobertura del riesgo de moneda, por el cual este no afecta los $FCFF_t$.
- La tasa de descuentos a utilizar será en USD, de modo que guarde consistencia con la estimación de los $FCFF_t$.

4.1.1. Proyección de ventas

Crecimiento orgánico

Tal cual lo expresado en 3.1. anterior, MDLZ ha mostrado un crecimiento orgánico a una tasa de crecimiento promedio anual en el período de cinco años 2017 – 2022 similar a la observada en el mercado de productos de confitería y galletas. En consecuencia, a los efectos de estimar las ventas del período 2023 – 2027, se utilizaron las proyecciones para ese período y para esas categorías de producto, publicadas por Statista para cada una de las cuatro regiones geográficas en las cuales MDLZ participa. En resumen, se estimó que MDLZ crecerá al ritmo del mercado de productos de confitería y galletas y que logrará mantener su cuota de mercado actual, tal cual lo viene logrando, conforme a lo mencionado en 2.3. anterior. Esta estimación es coherente con las características de madurez y de competitividad del mercado. La Tabla 35 a continuación, resume la tasa de crecimiento esperado de MDLZ en cada uno de los años de proyección, abierta por categoría de producto y por zona geográfica, conforme al modelo de proyección de los flujos de fondos mencionado.

Tabla 35: Proyección del crecimiento orgánico de las ventas de MDLZ 2023 - 2027

| % Crecimiento anual | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | CAGR | Ref. |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Galletas | | | | | | | |
| América Latina | 8,4% | 14,0% | 13,0% | 10,2% | 10,4% | 11,2% | Gráfico 31 |
| AMEA | 7,3% | 9,9% | 9,1% | 8,6% | 8,7% | 8,7% | Gráfico 32 |
| Europa | 6,6% | 6,0% | 5,5% | 5,9% | 5,9% | 6,0% | Gráfico 33 |
| América del Norte | 2,2% | 2,1% | 1,6% | 4,4% | 4,4% | 2,9% | Gráfico 34 |
| Sub Total Galletas | 6,6% | 8,5% | 7,9% | 7,8% | 7,9% | 7,7% | Gráfico 28 |
| Confitería | | | | | | | |
| América Latina | 6,3% | 8,8% | 8,1% | 9,2% | 9,5% | 8,4% | Gráfico 24 |
| AMEA | 6,5% | 8,0% | 7,2% | 8,1% | 8,1% | 7,6% | Gráfico 25 |
| Europa | 6,9% | 5,8% | 5,1% | 6,1% | 6,1% | 6,0% | Gráfico 26 |
| América del Norte | 2,6% | 4,9% | 4,6% | 3,8% | 3,8% | 3,9% | Gráfico 27 |
| Sub Total Confitería | 5,6% | 7,0% | 6,3% | 6,9% | 7,0% | 6,6% | Gráfico 19 |
| Total Ventas Snack | 6,0% | 7,6% | 6,9% | 7,3% | 7,3% | 7,0% | Gráfico 18 |
| Bebidas | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| Alimentos | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| Total Ventas | 4,8% | 5,3% | 4,9% | 5,9% | 6,0% | 5,4% | |

Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

En el caso de los negocios “No Core”, no se proyectó crecimiento, en línea con lo observado en el período 2017 – 2022 y también por el carácter no estratégico de ambos.

Los porcentajes incluidos en la Tabla 35, corresponden al efecto combinado de precios y de volúmenes / mix. Asimismo se observa en la misma tabla, que el crecimiento en las regiones emergentes como América Latina y AMEA se espera mayor, que el crecimiento en las economías desarrolladas como Europa y América del Norte, lo cual es coherente con lo desarrollado en 3.1

En Tabla 36, se incluye el resultado de las proyecciones realizadas en base a los supuestos mencionados anteriormente.

Tabla 36: Proyección de Ventas - Crecimiento Orgánico

| USD Millones | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Galletas | | | | | | |
| América Latina | 1.013 | 1.098 | 1.252 | 1.415 | 1.559 | 1.721 |
| AMEA | 2.515 | 2.699 | 2.967 | 3.237 | 3.516 | 3.821 |
| Europa | 3.818 | 4.070 | 4.315 | 4.552 | 4.819 | 5.101 |
| América del Norte | 8.262 | 8.440 | 8.613 | 8.754 | 9.136 | 9.533 |
| Sub Total Galletas | 15.608 | 16.307 | 17.147 | 17.957 | 19.029 | 20.176 |
| Confitería | | | | | | |
| América Latina | 1.843 | 1.960 | 2.133 | 2.306 | 2.519 | 2.760 |
| AMEA | 3.300 | 3.513 | 3.793 | 4.068 | 4.396 | 4.752 |
| Europa | 6.337 | 6.771 | 7.167 | 7.535 | 7.996 | 8.486 |
| América del Norte | 1.418 | 1.455 | 1.527 | 1.597 | 1.658 | 1.721 |
| Sub Total Confitería | 12.898 | 13.700 | 14.620 | 15.506 | 16.569 | 17.719 |
| Total Ventas Snack | 28.506 | 30.007 | 31.768 | 33.463 | 35.598 | 37.895 |
| Bebidas | 1.100 | 1.100 | 1.100 | 1.100 | 1.100 | 1.100 |
| Alimentos | 1.890 | 1.890 | 1.890 | 1.890 | 1.890 | 1.890 |
| Total Ventas | 31.496 | 32.997 | 34.758 | 36.453 | 38.588 | 40.885 |

Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

Crecimiento a través de adquisiciones

De acuerdo con lo explicado en 3.5. anterior, la estrategia de MDLZ es aportar un crecimiento adicional al crecimiento orgánico, a través de la adquisición de negocios. En tal sentido, si tomamos un horizonte temporal de diez años, MDLZ efectuó adquisiciones en ocho de ellos, lo cual confirma el carácter estructural y no excepcional de esta fuente de crecimiento.

El impacto promedio en términos de crecimiento de ventas que se observa en esos diez años fue de un 0,9%.

A los efectos de la proyección de ventas de MDLZ para el período 2023 – 2027, se adiciona al crecimiento orgánico (el cual hemos estimado en un 5,4% promedio anual), un 0,9% por año de crecimiento a través de adquisiciones.

En Tabla 37 a continuación, se resumen los impactos que tiene el crecimiento por adquisiciones en las proyecciones de ventas.

Tabla 37: Proyección de Ventas - Crecimiento por Adquisiciones

| USD Millones | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Incremento de ventas (USD) | 280 | 294 | 309 | 324 | 343 |
| Incremento de ventas (%) | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y a la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

Otras fuentes de variación de ventas

No se consideró en las estimaciones de venta del período 2023 – 2027, efectos de desinversiones, ya que se entiende que las mismas no son recurrentes o estructurales. Como parte de su estrategia, la Compañía consolidó sus operaciones en las categorías de productos de confitería y galletas y restando participación a los negocios “No Core” de bebidas y alimentos. Los efectos de desinversiones ya habrían llegado al final. En el período 2017 – 2022 tuvieron un impacto del 0,3% de variación de ventas, con tendencia decreciente en los últimos tres años.

Por otro lado, tampoco se consideró en dichas estimaciones, el impacto de apreciaciones y devaluaciones respecto del USD, de otras monedas funcionales correspondientes a países donde MDLZ opera. Como hemos señalado anteriormente, el supuesto utilizado en las proyecciones es que MDLZ tiene 100% de cobertura del riesgo de moneda, por lo cual, el impacto de las apreciaciones / depreciaciones mencionadas, no afecta las proyecciones.

Resumen de proyecciones de ventas período 2023 - 2027

En Tabla 38 a continuación se resumen los impactos en ventas de las estimaciones de crecimiento orgánico y por adquisiciones, así como el importe estimado de ventas para cada uno de los ejercicios del período comprendido entre el 2023 y el 2027.

Tabla 38: Crecimiento Orgánico más Crecimiento por Adquisiciones

| USD Millones | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Crecimiento Orgánico | | 1.501 | 1.761 | 1.696 | 2.135 | 2.296 |
| Crecimiento por Adquisiciones | | 280 | 294 | 309 | 324 | 343 |
| Crecimiento Total | | 1.781 | 2.055 | 2.005 | 2.459 | 2.640 |
| Ventas proyectadas | 31.496 | 33.277 | 35.332 | 37.337 | 39.796 | 42.436 |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y a la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

4.1.2. Proyección de EBITDA

Tal cual lo señalado en 3.2., el margen EBITDA normalizado, es decir eliminando los efectos sobre la comparabilidad de resultados no recurrentes (resultados que no se esperan repetir en el futuro, tales como los efectos de la invasión rusa a Ucrania a inicios del 2022, costos directos y costos de integración de las adquisiciones de Ricolino, Cliff Bar y Chipita ocurridas en el año, el impacto excepcional en la valuación de ciertos instrumentos derivados utilizados para cubrir el riesgo de precios de las materias primas, costos de reestructuración, costos por el cierre de ciertos litigios con la Unión Europea, etc.), mostro una importante estabilidad en los últimos años, en términos del 21%. Este porcentaje aplicado a las ventas proyectadas determinadas en el punto anterior, permiten proyectar los importes de EBITDA que serán considerados en éste ejercicio de valuación.

Tabla 39: EBITDA. Proyección 2023 - 2027

| USD Millones | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas | 31.496 | 33.277 | 35.332 | 37.337 | 39.796 | 42.436 |
| Margen EBITDA | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| EBITDA Miles de USD | 6.479 | 6.988 | 7.420 | 7.841 | 8.357 | 8.912 |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y a la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

4.1.3. Depreciaciones y amortizaciones

Durante el período 2013 – 2022, la relación entre las amortizaciones y el valor de origen de los activos intangibles estuvo entre un 1% y un 0,7%, mientras que la relación entre las depreciaciones y el valor de origen de los elementos de propiedad, planta y equipo osciló entre 4,2% y 5,9%. En el caso de estos conceptos, extendimos el análisis a diez años, dado el carácter de largo plazo de estos. A los efectos de proyectar el cargo por amortizaciones y depreciaciones, se utilizó la tasa de amortización promedio del período de diez años mencionado, lo cual implicó que para el caso de los activos intangibles se utilice 0,9% y 5,0% para la propiedad, planta y equipo. En Tabla 40 a continuación, se detallan los valores obtenidos para la proyección.

Tabla 40: D&A. Proyección 2023 - 2027

| USD Millones | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Amortización de AI | | 177 | 176 | 174 | 173 | 171 |
| Altas de AI | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VR Activos Intangibles | 19.710 | 19.533 | 19.357 | 19.183 | 19.010 | 18.839 |
| % s/ VR AI | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |
| Depreciación de PPE | | 845 | 871 | 899 | 931 | 966 |
| Altas de PPE | | 1.364 | 1.449 | 1.531 | 1.632 | 1.740 |
| VR PPE | 16.891 | 17.411 | 17.989 | 18.620 | 19.321 | 20.095 |
| % s/ VR PPE | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

4.1.4. Impuesto a las ganancias

En el período 2020 – 2022, la tasa efectiva del impuesto a las ganancias que surge de dividir el cargo por impuesto a las ganancias del resultado antes del impuesto a las ganancias osciló entre un 26,8% y un 36,2%. A los efectos de la proyección, la tasa utilizada es la tasa efectiva del impuesto a las ganancias observada en el ejercicio 2022 del 26,8%, la que puede ser visualizada en la Tabla 41 a continuación:

Tabla 41: Impuesto a las Ganancias. Tasa Efectiva

| USD Millones | 2020 | 2021 | 2022 | Promedio |
|-----------------------|-------|-------|-------|----------|
| Tasa corporativa | 21,0% | 21,0% | 21,0% | |
| Resultado antes de IG | 3.383 | 4.369 | 3.228 | 10.980 |
| Cargo IG | 1.224 | 1.190 | 865 | 3.279 |
| Tasa efectiva IG | 36,2% | 27,2% | 26,8% | 29,9% |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

4.1.5. Capital de trabajo

De acuerdo con lo mencionado en 3.3. el capital de trabajo, como relación de ventas, muestra cierta estabilidad en el período, oscilando entre un -10,2% y -13,4%.

Debido a ello, se proyectó el capital de trabajo, sobre la base del promedio de la relación mencionada que, en el período fue de -11,9%.

Tabla 42: Capital de Trabajo. Proyección 2023 - 2027

| USD Millones | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Capital de Trabajo | (3.593) | (3.966) | (4.211) | (4.450) | (4.743) | (5.057) |
| Ventas | 31.496 | 33.277 | 35.332 | 37.337 | 39.796 | 42.436 |
| % s/ Ventas | -11,41% | -11,92% | -11,92% | -11,92% | -11,92% | -11,92% |
| Días de inventarios | 39 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| Días en la calle | 45 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| Días de cuentas a pagar | (126) | (122) | (122) | (122) | (122) | (122) |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y a la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

4.1.6. Inversiones de capital – CAPEX de expansión

De acuerdo con lo mencionado en 3.5. el CAPEX por compras de PPE, como relación de ventas, muestra una tendencia decreciente en los últimos cinco años, siendo un 4,2% en el 2018 y un 2,9% en el 2022.

Si se extiende el período de análisis a diez años, el porcentaje de CAPEX por compras de PPE sobre ventas, es en promedio 4,1%. Teniendo en cuenta el carácter de largo plazo de estos conceptos, este porcentaje resulta más representativo de la inversión necesaria para mantener las tasas de crecimiento orgánico que se estiman. En consecuencia, para la proyección de los desembolsos por CAPEX por compras de PPE en el período 2023 – 2027, se utilizó la tasa del 4,1% sobre ventas.

En el mismo punto 3.5., se analizó también la relación de los desembolsos por adquisición de negocios con las ventas. En este caso, dicha relación en los últimos cinco años es en promedio del 5,8%, muy influenciada por el año 2022, donde es 16,8% por las compras de Ricolino, Cliff Bar y Chipita. Si al igual que lo realizado con el CAPEX de PPE se extiende el período de análisis a diez años, esta relación es del 3,1%, con una mediana de 1,4%. Para la proyección de los desembolsos por adquisiciones de negocios por el período 2023 – 2027, se utilizó la tasa del 3,1% sobre ventas. En la Tabla 43 a continuación, se incluyen los resultados de la proyección.

Tabla 43: CAPEX. Proyección 2023 - 2027

| USD Millones | Prom. 10 Años | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CAPEX PPE | 1.177 | 906 | 1.364 | 1.449 | 1.531 | 1.632 | 1.740 |
| Adquisic. de negocios | 833 | 5.286 | 1.032 | 1.095 | 1.157 | 1.234 | 1.316 |
| CAPEX Total | 2.010 | 6.192 | 2.396 | 2.544 | 2.688 | 2.865 | 3.055 |
| % s/ Ventas | 7,2% | 19,7% | 7,2% | 7,2% | 7,2% | 7,2% | 7,2% |

Fuente: elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022 y a la Base de Datos Statista Online – Consumer Market Outlooks – Food 2017-2027 (última actualización: marzo 2023).

4.2. Tasa de descuento

Tal cual lo mencionado anteriormente, los $FCFF_t$ deben ser descontados por una tasa que refleje el valor temporal del dinero y el riesgo del negocio y, además, debe ponderar la estructura de capital de la empresa, ya que la proyección de los $FCFF_t$ será realizada a nivel firma. La tasa que refleja ambas condiciones es la denominada WACC o costo promedio ponderado del capital. Esta tasa puede expresarse de la siguiente manera:

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

Donde:

| Concepto | Significado |
|-----------|---|
| K_e | Costo del Capital Propio |
| K_d | Costo de la Deuda Financiera |
| E | Valor de mercado del Capital Propio (Capitalización de Mercado) |
| D | Valor de mercado de la Deuda Financiera |
| t | Tasa de Impuesto a las Ganancias |
| $(1 - t)$ | Escudo Fiscal |

El costo de la deuda financiera o “ K_d ” es la tasa de interés requerida por los acreedores financieros de la empresa. Estos tienen prioridad en el cobro de sus acreencias, con relación a los propietarios o accionistas. Debido a ello, el retorno esperado por los accionistas o “ K_e ” es más riesgoso y, por consiguiente, debería ser mayor que el K_d .

4.2.1. Costo del capital propio (K_e)

El costo del capital accionario o el retorno esperado por el propietario (“ K_e ”), es estimado habitualmente a través del modelo “Capital Asset Pricing Model” (“CAPM”) desarrollado entre otros por William Sharpe, el cual postula que el costo del capital accionario es igual al retorno de un activo libre de riesgo más una prima que remunera al riesgo sistémico o no diversificable que enfrentan los propietarios. Esta prima adicional se obtiene multiplicando la prima de riesgo de mercado (diferencia entre el retorno exigido por todo el mercado menos la tasa libre de riesgos) por un coeficiente denominado “beta” que es una medida de la contribución al riesgo sistémico del mercado del capital accionario.

Lo mencionado puede ser formulado matemáticamente de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Donde:

| Concepto | Significado |
|---------------|--|
| K_e | Costo del Capital Propio |
| R_f | Tasa libre de riesgo |
| β | Coefficiente beta |
| R_m | Retorno esperado de un portafolio representativo de todo el mercado |
| $(R_m - R_f)$ | Prima de riesgo del mercado. Retorno esperado por el mercado por encima de la tasa libre de riesgos. |

Para el caso de valuaciones de compañías en mercados emergentes, es necesario considerar otros riesgos adicionales al sistémico, tales como riesgos políticos, eventos macroeconómicos disruptivos (alta inflación, saltos devaluatorios discretos, etc.), medidas fiscales adversas, restricciones a la libre circulación de capitales, leyes de repatriación, etc. Además, las compañías pueden tener dificultades para acceder a instrumentos que les permitan diversificar y, por ende, cubrir estos riesgos. En consecuencia, cuando se valúan compañías en países emergentes, a la fórmula del K_e expuesta anteriormente, se le suele adicionar una prima adicional de riesgo, el “riesgo país”, como una solución práctica a la aparición de un riesgo no diversificable.

Si bien MDLZ tiene operaciones en países emergentes (al 31 de diciembre de 2022 representan el 39% de las ventas consolidadas), su carácter multinacional y su presencia en más de cien países, le permite diversificar el riesgo emergente. En consecuencia, no se agrega una prima por riesgo país en la determinación del K_e de MDLZ.

4.2.1.1. Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es aquella que no posee riesgo de default o incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. Por lo tanto, la tasa de retorno obtenida es igual a la tasa de retorno esperada. Damodaran, A. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice*.

Hay dos factores principales a tener en cuenta en la selección de la tasa libre de riesgos adecuada, para la estimación del K_e :

- Moneda en la cual están expresados los $FCFF_t$;
- Plazo de las proyecciones.

En el caso de MDLZ, los $FCFF_t$ están expresados en USD. En consecuencia, la tasa libre de riesgos que mejor se ajusta a esta condición, es la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

Respecto del plazo de las proyecciones, se espera que los $FCFF_t$ tengan continuidad por al menos diez años más, por lo cual, el bono del tesoro de los Estados Unidos que mejor se ajusta a esta condición es el que vence a los diez años.

Al 31 de diciembre de 2022, los bonos del tesoro de Estados Unidos a diez años de plazo rendían un 3,88%.

4.2.1.2. Prima de riesgo de mercado

La prima de riesgo del mercado es el retorno esperado por encima de la tasa libre de riesgo de un portafolio de activos que representan al mercado en su totalidad (“portafolio de mercado”).

El cálculo plantea varias dificultades. En primer lugar, el portafolio de mercado no es observable. Una solución práctica es buscar un proxy de mercado que mejor se ajuste al activo financiero que se pretende valorar. Para el caso de MDLZ, el proxy del portafolio de mercado a utilizar es el Standard & Poor’s 500, que es un índice representativo de las quinientas empresas más importantes de Estados Unidos, de cada uno de los sectores de su economía. MDLZ es parte de este índice.

Un segundo problema, es como estimar retornos esperados. Una de las metodologías utilizadas para su determinación, es usar retornos históricos. Aquí surgen nuevos inconvenientes como p.e. la determinación del plazo de observación de datos hacia atrás, la utilización de promedios aritméticos o geométricos, etc. La prima de riesgo de mercado de MDLZ al 31 de diciembre de 2022, fue determinada como el promedio geométrico de los retornos totales del S&P 500 (incluyendo ganancias de capital y dividendos), con frecuencia anual, del período 1928 – 2022. Al valor obtenido, se le dedujo la tasa libre de riesgos determinada en el punto anterior.

En Tabla 44 a continuación, se incluye la determinación de la prima de riesgo de mercado.

Tabla 44: Prima de Riesgo de Mercado

| Concepto | Tasa |
|---|--------------|
| Retorno del S&P 500 (Promedio Geométrico 1928 - 2022) | 9,64% |
| Tasa de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (31/12/2022) | 3,88% |
| Prima de riesgo de mercado | 5,76% |

Fuente: elaboración propia en base a Damodaran, A. Online Database y Reserva Federal de los Estados Unidos.

4.2.1.3. Beta

El beta es una medida del riesgo sistémico o no diversificable del capital accionario de una compañía con relación al mercado. Representa la sensibilidad del activo con relación a movimientos del mercado.

Para el cálculo del beta de MDLZ se procedió de la siguiente manera:

- Cálculo de los retornos totales de MDLZ de los últimos cinco años (período Enero 2018 – Diciembre 2022), con frecuencia semanal.
- Cálculo de los retornos totales del S&P 500 de los últimos cinco años, (período Enero 2018 – Diciembre 2022), con frecuencia semanal.
- Mediante una regresión lineal simple, se estimó el beta (pendiente de la recta resultante de la regresión).

La ecuación de la regresión lineal simple puede ser representada de la siguiente manera:

$$r_k = \alpha + \beta_k \times R_{S\&P500}$$

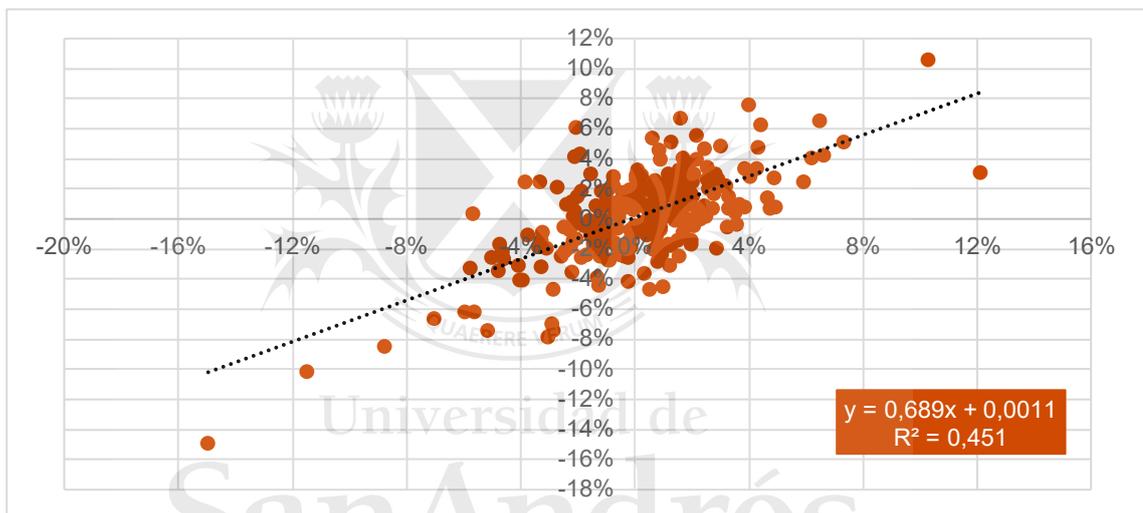
Donde:

| Concepto | Significado |
|---------------|---|
| r_k | Retornos totales del capital accionario de MDLZ |
| α | Intercepto |
| β_k | Coefficiente Beta de MDLZ |
| $R_{S\&P500}$ | Retornos totales del índice S&P 500 |

En Gráfico 49 y en Tabla 45 a continuación, se incluyen los resultados de la regresión:

Gráfico 49: Beta de MDLZ

Retornos semanales de MDLZ versus retornos semanales del S&P500
 Período Enero 2018 – Diciembre 2022



Fuente: elaboración propia en base a Investing..

Tabla 45: Resultados de la Regresión Lineal Simple. MDLZ versus el S&P500

| <u>Estadísticas de la regresión</u> | |
|-------------------------------------|------|
| R múltiple | 0,67 |
| R ² | 0,45 |
| R ² ajustado | 0,45 |
| Error estándar | 0,02 |
| Observaciones | 260 |

Fuente: elaboración propia en base a Investing..

Tabla 45: Resultados de la Regresión Lineal Simple. MDLZ versus el S&P500

| Análisis de Varianza | | | | | | |
|----------------------|--------------------|-------------------|-----------------------|--------|--------------------|--|
| | Grados de Libertad | Suma de Cuadrados | Promedio de Cuadrados | F | Valor crítico de F | |
| Regresión | 1,00 | 0,101 | 0,10 | 211,91 | 0,00 | |
| Residuos | 258 | 0,123 | 0,00 | | | |
| Total | 259 | 0,223 | | | | |

| | Coefficiente | Error estándar | Estadístico t | P-value | Inferior 95% | Superior 95% |
|--------------|--------------|----------------|---------------|---------|--------------|--------------|
| Intercept | 0,0011 | 0,00 | 0,80 | 0,43 | (0,00) | 0,00 |
| X Variable 1 | 0,6890 | 0,05 | 14,56 | 0,00 | 0,60 | 0,78 |

Fuente: elaboración propia en base a Investing..

El R^2 igual a 0,45, significa que el 45% de los movimientos en los precios de la acción de MDLZ pueden ser explicados por el movimiento del mercado.

A los efectos de validar el beta de MDLZ obtenido a través del proceso de regresión simple, se efectuaron los siguientes procedimientos:

- (a) Cotejarlo con el beta de empresas comparables.
- (b) Cotejarlo con el beta de la industria a la cual pertenece MDLZ, publicado por fuentes independientes.

Comparación con el Beta de empresas comparables

Las empresas seleccionadas para la comparación son Nestlé, Hershey y Lindt. Para ello, se realizó el siguiente procedimiento:

- (a) Se obtuvieron las series de precios semanales de cada una de las empresas por el período enero 2018 – diciembre 2022 (cinco años) y, a partir de ellas, se calcularon los retornos totales (incluyen ganancias de capital y dividendos) semanales, para ese período de tiempo. Para el caso de Nestlé y Lindt, las series de precios obtenidas estaban expresadas en USD.
- (b) Se obtuvieron las series de precios semanales del índice S&P 500 y del MSCI World Index (expresado en USD) y, a partir de ellas, se calcularon los retornos totales (incluyen ganancias de capital y dividendos) semanales, para ese período de tiempo.
- (c) Se calcularon los betas de las acciones de las tres compañías. En el caso de Hershey, la comparación fue con el índice S&P 500 al cual pertenece. En el caso de Nestlé y Lindt la comparación fue con el MSCI World.
- (d) Se obtuvieron los datos de la estructura de capital de cada una de las empresas a valores de mercado al 31 de diciembre de 2022.
- (e) Se relevó la tasa corporativa del impuesto a las ganancias para Estados Unidos (21,00%) y Suiza (19,65%).

- (f) Se calculó la Beta “Desapalancada” o “ $\beta_{Unlevered}$ ” de cada una de las compañías. Esto supone el cálculo de una Beta que se corresponde con una empresa sin endeudamiento financiero, sólo financiada por capital accionario. Además debe tenerse en cuenta la incidencia del impuesto a las ganancias, a través del escudo fiscal. Para ello, se realizó la siguiente fórmula:

$$\beta_{Unlevered} = \frac{\beta_{Levered}}{[1 + (1 - t)(D/E)]}$$

- (g) Se procedió a calcular un promedio simple de las tres Betas Desapalancadas obtenidas mediante los procedimientos anteriores.
- (h) Se apalancó la Beta Desapalancada en función de la relación Deuda / Patrimonio de MDLZ. Se consideró adicionalmente el efecto impositivo a la tasa corporativa del impuesto aplicable a MDLZ.

Tabla 46: Beta de MDLZ. Base comparables

| Concepto | Nestle | Lindt | Hershey |
|------------------------------|-------------|-------|---------|
| Beta Apalancada | 0,45 | 0,77 | 0,58 |
| D/E [31/12/2022] | 0,14 | 0,03 | 0,09 |
| Tasa IG [Corporativa] | 20% | 20% | 21% |
| Beta Desapalancado | 0,40 | 0,75 | 0,54 |
| Promedio | 0,57 | | |
| D/E MDLZ [31/12/2022] | 0,19 | | |
| Tasa IG [Corporativa] | 21% | | |
| Beta Apalancado MDLZ | 0,65 | | |
| Beta Regresión Lineal | 0,69 | | |

Fuente: elaboración propia en base a datos de precios de los activos obtenidos de Investing..

Tal cual puede observarse en la Tabla 46, no hay diferencias significativas entre la Beta de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 calculada sobre la base de firmas comparables con la Beta obtenida a través del método de la regresión lineal.

Por último, comparamos la Beta obtenida por el método de la regresión lineal, con datos de la industria obtenidos de la base de datos provista por Aswath Damodaran. Damodaran, Aswath. *Online Database. Total Betas by Sector.*

Tabla 47: Beta MDLZ vs Beta Industria Alimentos Procesados

Base Empresas de Estados Unidos

| Concepto | Beta |
|---|-------------|
| Beta Aplanacada MDLZ | 0,69 |
| D/E MDLZ [31/12/2022] | 0,19 |
| Tasa IG [Corporativa] | 21% |
| Beta Desapalancada MDLZ | 0,60 |
| Beta Promedio Industria Alimentos Procesados | 0,61 |

[Corresponde a 92 compañías]

Fuente: elaboración propia en base a Damodaran, Aswath. *Online Database. Total Betas by Sector.*

Tampoco se observan diferencias significativas entre la Beta desapalancada de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 y la Beta de la Industria de Alimentos Procesados en Estados Unidos a esa fecha.

En consecuencia, el valor de la Beta Apalancada de MDLZ de 0,69, obtenida por el método de regresión lineal es razonable en función de los Betas de empresas comparables y de los Betas de la industria.

4.2.2. Costo de la deuda (Kd)

El Kd representa al retorno exigido por los acreedores financieros o inversores en instrumentos de deuda de la compañía.

Al 31 de diciembre de 2022, la Deuda Financiera de Largo Plazo está estructurada en las siguientes monedas, según los Estados Financieros de MDLZ a esa fecha:

Tabla 48: Deuda Financiera de Largo Plazo

| USD Millones | 31/12/2022 | % |
|---|---------------|---------------|
| Deuda Financiera USD | 11.275 | 54,6% |
| Deuda Financiera EUR | 7.666 | 37,2% |
| Deuda Financiera GBP | 316 | 1,5% |
| Deuda Financiera en CHF | 638 | 3,1% |
| Deuda Financiera en otras monedas | 739 | 3,6% |
| Total | 20.634 | 100,0% |
| Porción corriente deuda de largo plazo | (383) | |
| Total Deuda Financiera LP s/EEFF | 20.251 | |

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual MDLZ 31 de diciembre de 2022.

Dado que la valuación de firma se hará en USD, se procedió a calcular el Kd a partir de las tasas internas de retorno observadas al 31 de diciembre de 2022, en los instrumentos de deuda de MDLZ denominados en USD. De acuerdo con la Tabla 48 precedente, la deuda en USD representa el 55% de la deuda consolidada de la Compañía.

El procedimiento seguido para el cálculo del Kd fue el siguiente:

- (a) A partir de la base de datos Eikon. Thomson Reuters se obtuvo la composición por bono, de la deuda de largo plazo de MDLZ al 31 de diciembre de 2022. El capital en circulación de esta deuda en USD según Eikon, es de USD 11.188 millones (muy similar al valor de libros informado en los Estados Financieros, el cual incluye, además del capital o principal, los intereses devengados hasta esa fecha).
- (b) De la misma fuente, se obtuvo la YTM que esos bonos pagaban al 31 de diciembre de 2022.
- (c) Se clasificó la deuda en:
 - (i) Deuda de Largo Plazo: deuda con un plazo de vencimiento igual o mayor a 10 años, equivalente con el mismo período tomado para los bonos del tesoro de los Estados Unidos en el cálculo del Ke.
 - (ii) Deuda de Corto Plazo: deuda con un plazo de vencimiento menor a 10 años.

- (d) Se cálculo el costo promedio de endeudamiento financiero de total y a largo plazo de MDLZ al 31 de diciembre de 2022, en base a la TIR de cada uno de los bonos en USD en circulación a esa fecha, ponderado por el capital pendiente de pago.

En Tabla 49 a continuación, se incluyen los cálculos realizados. El costo promedio ponderado de endeudamiento financiero total, al 31 de diciembre de 2022 es del 5,16%. Si sólo consideramos la deuda de largo plazo, es del 5,15%. Es decir, no hay diferencias significativas entre ambos importes.

Tabla 49: Cálculo del costo promedio ponderado de la deuda

| ISIN | Fecha de Colocación | Fecha de Cancelación | Tasa Interés Cupón | Yield to Maturity 31/12/22 | Calificación Moody's | Volumen Emitido | Volumen Circulando 31/12/22 |
|--------------|---------------------|----------------------|--------------------|----------------------------|----------------------|-----------------|-----------------------------|
| US609207AZ81 | 17/3/2022 | 17/3/2024 | 2,125% | 5,15% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| US60920LAF13 | 19/9/2019 | 19/9/2024 | 2,250% | 5,35% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| USN6000LAF24 | 19/9/2019 | 19/9/2024 | 2,250% | 5,37% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| US60920LAQ77 | 24/9/2021 | 24/9/2024 | 0,750% | 5,37% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| USN6000LAN57 | 24/9/2021 | 24/9/2024 | 0,750% | 5,39% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| US609207AU94 | 4/5/2020 | 4/5/2025 | 1,500% | 4,84% | Baa1 | 750,0 | 750,0 |
| US60920LAS34 | 15/9/2022 | 15/9/2025 | 4,250% | 4,95% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| USN6000LAR61 | 15/9/2022 | 15/9/2025 | 4,250% | 4,95% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| US609207AR65 | 13/2/2019 | 13/2/2026 | 3,625% | 5,22% | Baa1 | 600,0 | 221,7 |
| USN6000LAP06 | 24/9/2021 | 24/9/2026 | 1,250% | 5,22% | Baa1 | 350,0 | 350,0 |
| USN6000LAP06 | 24/9/2021 | 24/9/2026 | 1,250% | 5,28% | Baa1 | 350,0 | 350,0 |
| US609207BA22 | 17/3/2022 | 17/3/2027 | 2,625% | 5,10% | Baa1 | 750,0 | 750,0 |
| US609207AM78 | 7/5/2018 | 7/5/2028 | 4,125% | 4,95% | Baa1 | 700,0 | 461,5 |
| US609207AT22 | 13/4/2020 | 13/4/2030 | 2,750% | 4,99% | Baa1 | 1.250,0 | 750,0 |
| 609207AX3 | 4/9/2020 | 4/2/2031 | 1,500% | 4,96% | Baa1 | 500,0 | 500,0 |
| US50075NAC83 | 2/11/2001 | 1/11/2031 | 6,500% | 5,86% | Baa1 | 750,0 | 252,5 |
| US609207BB05 | 17/3/2022 | 17/3/2032 | 3,000% | 4,95% | Baa1 | 750,0 | 750,0 |
| US609207AY17 | 15/10/2020 | 15/10/2032 | 1,875% | 4,94% | Baa1 | 625,0 | 625,0 |
| US50075NAR52 | 13/8/2007 | 11/8/2037 | 7,000% | 5,76% | Baa1 | 750,0 | 116,7 |
| US50075NAT19 | 12/12/2007 | 1/2/2038 | 6,875% | 5,90% | Baa1 | 1.000,0 | 137,9 |
| US50075NAW48 | 22/5/2008 | 26/1/2039 | 6,875% | 5,92% | Baa1 | 750,0 | 148,7 |
| US50075NAZ78 | 8/2/2010 | 9/2/2040 | 6,500% | 5,84% | Baa1 | 3.000,0 | 224,0 |
| US609207AP00 | 7/5/2018 | 7/5/2048 | 4,625% | 5,37% | Baa1 | 300,0 | 174,7 |
| US609207AW50 | 4/9/2020 | 4/9/2050 | 2,625% | 5,11% | Baa1 | 1.125,0 | 1.125,0 |
| | | 2022 - 2050 | 2,69% | 5,16% | | 18.300,0 | 11.187,7 |
| | | 2032 - 2050 | 3,47% | 5,15% | | 12.250,0 | 6.016,0 |

Fuente: elaboración propia en base a datos de Eikon. Thomson Reuters

4.2.3. Estructura de capital

A los efectos del cálculo del WACC es relevante conocer la estructura de capital de la firma, es decir las proporciones relativas de las dos fuentes que componen la estructura de financiación de la firma:

- (a) de deuda financiera
- (b) capital accionario

Ambos valores deben calcularse a precios de mercado. En el caso de la deuda financiera, si la compañía no se encuentra en una situación de estrés financiero o distress, el valor contable o de libros, no difiere significativamente de su valor de mercado.

La estructura de capital de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 y su evolución en los últimos cinco años, se observa en la Tabla 50 a continuación:

Tabla 50: Estructura de Capital de MDLZ. Evolución 2018 | 2022

| % | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capitalización de Mercado | 77% | 82% | 83% | 85% | 81% |
| Deuda Financiera Neta | 23% | 18% | 17% | 15% | 19% |
| Enterprise Value | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Mondelez 2018 – 2022.

En lo que respecta a la industria de alimentos procesados al 31 de diciembre de 2022, la relación es de 69% capital accionario y 31% deuda financiera. Damodaran, Aswath. Online Database. Total Betas by Sector.

4.2.4. Costo promedio ponderado de capital (WACC)

El costo promedio ponderado del capital de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 se expone en Tabla 51 a continuación:

Tabla 51: Costo Promedio Ponderado del Capital [WACC]

| Concepto | 2022 |
|--|--------------|
| Tasa Libre de Riesgos (R_f) | 3,88% |
| Beta apalancada | 0,69 |
| Beta ajustada [reversión a 1] | 0,79 |
| Retorno de mercado (Prom. Geom. 1928 - 2022) | 9,64% |
| Prima de riesgo de mercado [Equity Risk Premium] | 5,76% |
| Costo del capital accionario [K_e] | 8,44% |
| Costo promedio de la deuda financiera de LP | 5,15% |
| Tasa efectiva del impuesto a las ganancias | 26,80% |
| Costo de la deuda financiera [K_d] | 3,77% |
| Capital accionario/Capital total [E / (D+E)] | 81% |
| Deuda financiera /Capital total [D / (D+E)] | 19% |
| WACC [USD Nominal] | 7,55% |

Fuente: elaboración propia en base a los datos y fuentes mencionados en 4.2.

A los efectos del cálculo del WACC, a la Beta obtenida mediante el método de la regresión lineal simple, se la ajustó por la “reversión a uno” de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$Beta\ ajustada = 0,67 * beta + 0,33$$

Con lo cual:

$$Beta\ ajustada = 0,67 * 0,69 + 0,33$$

$$0,79 = 0,67 * 0,69 + 0,33$$

Esta metodología de “regresión a uno” genera que las betas obtenidas a través del método de regresión lineal sean ajustadas para reflejar la probabilidad de errores de estimación y por la tendencia de regresar a la media del mercado que es uno.

De acuerdo con Dumrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas. Un enfoque latinoamericano (Tercera Edición)*. Alfaomega, la idea que subyace en el modelo es que la evolución natural de los riesgos sistémicos de las empresas hace que éstas tiendan al promedio del mercado, lo que lleva a igualar sus Betas a 1,0. Bloomberg utiliza esta metodología para publicar sus Betas.

4.3. Valor Terminal

Cómo hemos señalado, el valor terminal representa el flujo de fondos libre esperado más allá del horizonte de proyección explícito. Se utiliza cuando el horizonte de proyección total es indefinido, ya que se espera que la compañía genere flujos de fondos por un período prolongado.

A los efectos de esta valuación, se consideró una perpetuidad con crecimiento constante o “g”. Matemáticamente, se expresa a través de la siguiente formulación:

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

Donde:

| Concepto | Significado |
|----------|--|
| VT_N | Valor Terminal en el momento “N” |
| $FCFF_N$ | Flujo de Fondos Libres para la Firma en el momento “N” |
| r | Tasa de descuento |
| g | Tasa de crecimiento esperada del $FCFF_N$ a perpetuidad. |

El $FCFF_N$ es el flujo de fondos libre esperado para el año 2027. Se efectúa un ajuste en el cálculo de la variación del capital de trabajo. El capital de trabajo a perpetuidad crece al “g”.

El coeficiente “g” se calculó a partir de las estimaciones de crecimiento del PBI en el año 2027, provistas por el FMI en su World Economic Outlook de abril de 2023, para cada una de las regiones a las que corresponden los segmentos geográficos de MDLZ. Las tasas de crecimiento del PBI están determinadas a precios corrientes, es decir, contemplan la inflación esperada para los próximos años. Por ende, son consistentes con las proyecciones de crecimiento del mercado de productos de confitería y galletas provistos por Statista y, tal cual lo expresado anteriormente, son la base de la estimación del crecimiento de ventas utilizado en las proyecciones de los FCFF.

Tabla 52: Tasa de Crecimiento a Perpetuidad ["g"]

| Región | Crecimiento PIB 2027 [Nominales] | Participación Ventas | Crecimiento Ponderado |
|-------------------|----------------------------------|----------------------|-----------------------|
| América Latina | 4,8% | 11,8% | 0,6% |
| AMEA | 6,4% | 22,6% | 1,5% |
| Europa | 3,4% | 35,9% | 1,2% |
| América del Norte | 4,0% | 29,7% | 1,2% |
| Total | | 100,0% | 4,4% |

Fuente: elaboración propia en base a FMI World Economic Outlook - Abril 2023

4.4. Resultados de la valuación por Flujos de Fondos Descontados

A partir de los datos estimados en el Punto 4, se estimaron los FCFF de cada uno de los años del horizonte de proyección explícito y el FCFF correspondiente al valor terminal.

Una vez obtenidos los FCFF, se procedió a su descuento en base a la WACC calculada en el Punto 4.2.4. anterior.

La Tabla 53 resume la estimación de los FCFF y el cálculo del Enterprise Value de MDLZ al 31 de diciembre de 2022.

Tabla 53: Cálculo del Enterprise Value

| USD Millones | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | Perpetuidad |
|-------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas netas | 33.277 | 35.332 | 37.337 | 39.796 | 42.436 | 42.436 |
| EBIT | 5.966 | 6.373 | 6.767 | 7.254 | 7.774 | 7.774 |
| % | 17,9% | 18,0% | 18,1% | 18,2% | 18,3% | 18,3% |
| D&A | 1.022 | 1.046 | 1.074 | 1.104 | 1.137 | 1.137 |
| EBITDA | 6.988 | 7.420 | 7.841 | 8.357 | 8.912 | 8.912 |
| % | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% |
| IG | (1.599) | (1.708) | (1.813) | (1.944) | (2.083) | (2.083) |
| CAPEX | (2.396) | (2.544) | (2.688) | (2.865) | (3.055) | (3.055) |
| CT - Variación | 373 | 245 | 239 | 293 | 315 | 223 |
| FFCF | 3.366 | 3.413 | 3.578 | 3.841 | 4.087 | 3.995 |
| VT [Nominal] | | | | | | 132.314 |
| Factor de Descuento | 0,964 | 0,897 | 0,834 | 0,775 | 0,721 | 0,721 |
| Valor Presente FCFF | 3.246 | 3.060 | 2.983 | 2.977 | 2.946 | 95.348 |
| Enterprise Value | 110.559 | - | | | | |

Fuente: elaboración propia.

El cálculo del valor del capital accionario surge de la siguiente fórmula

$$VCA = EV + OA_{No\ operativos} \pm DFN$$

Donde:

| Concepto | Significado |
|-----------------------|---|
| VCA | Valor del Capital Accionario a la fecha de valuación |
| EV | Valor de la Firma o Enterprise Value a la fecha de valuación |
| $OA_{No\ operativos}$ | Valor de los activos no operativos (es decir aquellos activos con flujos de fondos independientes del negocio, los cuales no fueron considerados en la proyección). Dado su baja significatividad, se estimó que su valor de mercado es igual a su valor de libros a la fecha de valuación. |
| DFN | Deuda financiera + (-) Caja + Interés No Controlante |

La Tabla 54 a continuación, resume el cálculo del valor del capital accionario de MDLZ y el precio de la acción al 31 de diciembre de 2022.

Tabla 54: Resultados de la Valuación por Flujos de Fondos Descontados

| Mondeléz | |
|---|----------------|
| Fecha de valuación | 31/12/2022 |
| WACC [USD Nonimal] | 7,55% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad [USD Nominal] | 4,40% |
| Enterprise Value | 110.559 |
| Otros activos no operativos [USD Valor de libros] | 2.161 |
| Deuda Financiera Neta | (21.561) |
| Valor del capital accionario de MDLZ [USD Mill.] | 91.159 |
| Cantidad de acciones en circulación | 1.366 |
| Precio por acción | 66,74 |
| Cotización al 31/12/2022 | 66,65 |
| Rango mínimo [95%] | 63,40 |
| Rango máximo [105%] | 70,08 |

Fuente: elaboración propia.

En resumen, como resultado del ejercicio de valuación realizado por el método de Descuento de Flujos de Fondos Disponibles para la Firma, se obtuvo un valor de la acción al 31 de diciembre de 2022 de USD 66,74, con un valor mínimo de USD 63,40 y un máximo de USD 70,08.

El valor de mercado de la acción de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 (precio de cierre) fue de USD 66,65, valor muy similar al obtenido en el ejercicio de valuación e incluido en el rango de +/- (-) 5%, definido como rango de variación de la estimación.

4.5. Análisis de sensibilidad

Las proyecciones realizadas se basan en una serie de supuestos sobre el comportamiento futuro de determinadas variables claves. El conjunto de esos supuestos es lo que conforma el escenario base.

Los principales supuestos considerados en el escenario base, pueden resumirse en el siguiente cuadro:

Tabla 55: Escenario Base. Variables Claves

| Variable clave | Definición |
|---------------------------------------|--|
| Ventas | <ul style="list-style-type: none"> • MDLZ mantiene la cuota de mercado alcanzada en el ejercicio 2022. • Crecimiento orgánico en función del crecimiento de cada uno de los segmentos de negocios y regiones en base a la estimación de Statista para el período 2023 – 2027. • Crecimiento adicional a través de adquisiciones del 0,9% anual (impacto promedio anual observado en los últimos diez años). |
| Margen EBITDA | 21% sobre ventas a lo largo de toda la proyección. Corresponde al margen “normalizado” observado en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 y ha permanecido estable a lo largo de los últimos cinco años. |
| CAPEX | Proyectado en función de la tasa promedio de inversión en relación a las ventas, observada en los últimos diez años (promedio de los últimos diez años). |
| Capital de trabajo | Se mantiene la relación de capital de trabajo sobre ventas, observada en el últimos cinco años (promedio de los últimos cinco años). |
| WACC | 7,55% |
| Tasa de crecimiento de la perpetuidad | Tasa de crecimiento esperada del PBI de cada una de las regiones donde MDLZ opera para el año 2027 (último año de la proyección explícita), ponderada por la participación de las ventas de esas regiones sobre el total de ventas esperadas de MDLZ en el mismo año 2027. . |

Además del escenario base, se prepararon dos escenarios alternativos, sensibilizando alguna de las variables claves consideradas. Las características de estos escenarios alternativos se resumen en la Tabla 56 a continuación:

Tabla 56: Escenarios Alternativos. Características

| Escenario Pesimista | Escenario Optimista |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Ventas: caída de la participación de mercado en 0,25% en el año 2023 (máxima caída observada en alguno de los últimos cinco años) en cada una de las regiones y categorías de productos. A partir del año 2024 se mantiene la participación de mercado resultante en el año 2023. • Margen EBITDA caída de aproximadamente 1 punto porcentual respecto del escenario base por menor absorción de costos de estructura por menores ventas a las proyectadas en el escenario base. • El resto de las variables consideradas en el Escenario Base (WACC, tasa de crecimiento a perpetuidad, CAPEX, WC, etc.) se mantienen sin cambios. | <ul style="list-style-type: none"> • Ventas: incremento de la participación de mercado en 0,1% en el año 2023 (movimientos normales en la participación de mercado) en cada una de las regiones y categorías de productos. A partir del año 2024 se mantiene la participación de mercado resultante en el año 2023. • Margen EBITDA incremento de aproximadamente 1 punto porcentual respecto del escenario base por mayor absorción de costos de estructura por mayores ventas a las proyectadas en el escenario base. • El resto de las variables consideradas en el Escenario Base (WACC, tasa de crecimiento a perpetuidad, CAPEX, WC, etc.) se mantienen sin cambios. |

Fuente: elaboración propia.

En Tabla 57 a continuación, se observan los impactos en los márgenes de los cambios en las variables claves resumidas en la tabla anterior.

Tabla 57: Escenarios alternativos. Análisis de márgenes

| USD Millones | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Escenario Base | | | | | |
| Márgen Bruto | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% |
| Margen EBIT | 17,9% | 18,0% | 18,1% | 18,2% | 18,3% |
| Margen EBITDA | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% |
| Escenario Pesimista | | | | | |
| Márgen Bruto | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% |
| Margen EBIT | 16,8% | 16,9% | 17,0% | 17,1% | 17,2% |
| Margen EBITDA | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Escenario Optimista | | | | | |
| Márgen Bruto | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% | 38,7% |
| Margen EBIT | 19,0% | 19,1% | 19,2% | 19,3% | 19,4% |
| Margen EBITDA | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% |

Fuente: elaboración propia.

En Tabla 58 a continuación, se resumen los resultados obtenidos del análisis de sensibilidad realizado.

Tabla 58: Análisis de sensibilidad en la valuación por Flujos de Fondos Descontados

| Mondeléz | Escenario Pesimista | Escenario Base | Escenario Optimista |
|---|---------------------|----------------|---------------------|
| Fecha de valuación | 31/12/2022 | 31/12/2022 | 31/12/2022 |
| WACC [USD Nonimal] | 7,55% | 7,55% | 7,55% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad [USD Nominal] | 4,40% | 4,40% | 4,40% |
| Enterprise Value | 96.390 | 110.559 | 121.873 |
| Otros activos no operativos [USD Valor de libros] | 2.161 | 2.161 | 2.161 |
| Deuda Financiera Neta | (21.561) | (21.561) | (21.561) |
| Valor del capital accionario de MDLZ [USD Mill.] | 76.990 | 91.159 | 102.473 |
| Cantidad de acciones en circulación | 1.366 | 1.366 | 1.366 |
| Valor de la acción | 56,37 | 66,74 | 75,02 |
| Cotización al 31/12/2022 | 66,65 | 66,65 | 66,65 |
| | -15,5% | | 12,4% |

Fuente: elaboración propia.

5. Valuación por Múltiplos

La valuación relativa en base a empresas comparables o valoración por múltiplos de mercado es un modelo alternativo de valuación que se utiliza como complemento de la valuación por flujos de fondos descontados (en algunos casos permite validar si los resultados obtenidos a través del DCF son razonables), o como una aproximación rápida al valor del activo financiero. Consiste en estimar el valor del activo a partir de múltiplos de activos de similares características.

El elemento clave es identificar compañías que sean de características y riesgos similares al que se pretende valorar y tener acceso a la información relevante de ellos.

Las empresas seleccionadas son algunos de los principales competidores de MDLZ en el mercado de Productos de Confeitería y Galletas, y que cuentan con información pública. A saber:

- Nestlé S.A. (“NSRGY”)

- The Hershey Co. (“HSY”)
- Lindt & Sprüngli. (“LISN”)
- Tootsie Roll Industries, Inc. (“TR”)

Los múltiplos más utilizados para la valuación de empresas dedicadas a la fabricación de productos de consumo masivo, en industrias maduras, sin cambios significativos en su participación de mercado, son los basados en ventas o EBITDA. Para esta valuación se utilizará el múltiplo EV / EBITDA, el cual relaciona el Enterprise Value o Valor de la Firma con el EBITDA que genera.

Una de las ventajas de este múltiplo, es que permite comparar compañías con distintas estructuras de capital.

Tabla 59: MDLZ y Compañías Comparables

| Compañía | Símbolo | EV / EBITDA | CAGR Ventas (5 años) | Márgen EBITDA | CAGR EBITDA (5 años) | Márgen EBIT | ROA | ROE |
|-----------------|---------|-------------|----------------------|---------------|----------------------|--------------|-------------|--------------|
| Tootsie | TR | 23,9 | 7,3% | 16,9% | 3,6% | 16,1% | 7,5% | 9,8% |
| Lindt | LISN | 20,7 | 5,0% | 20,6% | 4,5% | 15,0% | 6,7% | 11,8% |
| Nestle | NSRGY | 20,8 | 2,8% | 17,0% | 2,8% | 16,9% | 6,7% | 19,4% |
| Hershey | HSY | 21,4 | 8,5% | 23,4% | 10,1% | 21,7% | 15,4% | 54,3% |
| Promedio | | 21,7 | 5,9% | 19,5% | 5,3% | 17,4% | 9,1% | 23,8% |
| Mediana | | 21,1 | 6,1% | 18,8% | 4,1% | 16,5% | 7,1% | 15,6% |
| Mondelez | MDLZ | 20 - 22 | 5,5% | 20,6% | 6,4% | 16,6% | 7,5% | 9,9% |

Fuente: elaboración propia.

De la lectura de la Tabla 59, podemos señalar:

- El crecimiento observado en los últimos cinco años es en promedio similar al de MDLZ. HSY tuvo una evolución mayor y eso también se tradujo en su performance en el mercado de capitales (ver Gráfico 14). También puede observarse la misma situación a nivel de ROA y de ROE.
- Los márgenes de EBITDA y de EBIT son similares en promedio al de MDLZ.
- Excepto por el efecto de HSY, los niveles de ROA y de ROE son similares en promedio a los de MDLZ.

La media y la mediana de los comparables arrojan un EV/EBITDA de aproximadamente 21x. En base a los comparables observados, se considera que el rango del múltiplo EV / EBITDA de MDLZ debería estar entre 20x y 21,5x.

El EBITDA a utilizar a los efectos de multiplicar el múltiplo, debería ser un EBITDA que no considere elementos que le quiten representatividad. Como hemos señalado, el año 2022 tuvo la particularidad de tener tres adquisiciones de negocios, muy relevantes, por importes e impactos no vistos en años anteriores (ver Gráfico 12). En consecuencia, se ha definido un EBITDA ajustado, donde al EBITDA que surge de adicionarle al resultado operativo, las depreciaciones de PPE, las amortizaciones de activos intangibles y las desvalorizaciones de activos fijos (todos datos obtenidos de los estados financieros), se lo ajusta por la eliminación de los efectos incrementales en el

estado de resultados, de las adquisiciones mencionadas, tales como gastos directos de la adquisición (honorarios de bancos de inversión y de asesores en los procesos de adquisiciones de negocios, honorarios de auditores y abogados, etc.), gastos incrementales de integración, etc. Esta medida ha sido definida como EBITDA Ajustado y se incluye en Tabla 60 a continuación:

Tabla 60: EBITDA Ajustado para Múltiplo

| Millones de USD | 2022 |
|---|--------------|
| EBITDA Base Estados Financieros | 4.903 |
| (+) Eliminaciones Efectos de Adquisiciones | |
| Costos de integración de adquisiciones | 136 |
| Ajustes a FV en inventarios por adquisic. | 25 |
| Costos directos por adquisiciones | 330 |
| Costos directos por desinversiones | 18 |
| Resultados por desinversiones | 0 |
| Efecto desinversiones | (4) |
| Sub Total | 505 |
| EBITDA Ajustado | 5.408 |

Fuente: elaboración propia

La Tabla 61 a continuación, presenta la valuación de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 en base a múltiplos:

Tabla 61: Valuación por Múltiplos. Resultados

| | Límite Inferior | Punto Medio | Límite Superior |
|---|-----------------|----------------|-----------------|
| EV/EBITDA | 20,0 | 20,8 | 21,5 |
| EBITDA [USD Millones] | 5.408 | 5.408 | 5.408 |
| Enterprise Value [base Múltiplos] | 108.160 | 112.216 | 116.272 |
| OA No operativos [USD Valor de libros] | 2.161 | 2.161 | 2.161 |
| Deuda Financiera Neta | (21.561) | (21.561) | (21.561) |
| Capital accionario de MDLZ [USD Mill.] | 88.760 | 92.816 | 96.872 |
| Cantidad de acciones en circulación | 1.366 | 1.366 | 1.366 |
| Precio por acción | 64,98 | 67,95 | 70,92 |
| Cotización al 31/12/2022 | 66,65 | 66,65 | 66,65 |

Fuente: elaboración propia.

Es decir, a través de la valuación por múltiplos, se obtuvo un rango de valor de la acción entre USD 64,98 y USD 70,92. El valor de cotización de la acción de MDLZ al 31 de diciembre de 2022 de USD 66,65 se encuentra en ese rango.

En las Tablas 62, 63 y 64 a continuación, se incluyen los resultados de un análisis de sensibilidad del valor de la empresa, el valor del capital accionario y el valor de la acción de MDLZ, para el rango comprendido entre el límite inferior y el límite superior de la Tabla 61, teniendo en cuenta distintos valores que podría adoptar el EBITDA de MDLZ.

Tabla 62: Análisis de Sensibilidad. Impacto en el Enterprise Value

| EV /EBITDA | 20,00 | 20,25 | 20,50 | 20,75 | 21,00 | 21,25 | 21,50 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | | | | | | | |
| 4.881 | 97.614 | 98.835 | 100.055 | 101.275 | 102.495 | 103.715 | 104.935 |
| 5.138 | 102.752 | 104.036 | 105.321 | 106.605 | 107.890 | 109.174 | 110.458 |
| 5.408 | 108.160 | 109.512 | 110.864 | 112.216 | 113.568 | 114.920 | 116.272 |
| 5.678 | 113.568 | 114.988 | 116.407 | 117.827 | 119.246 | 120.666 | 122.086 |
| 5.962 | 119.246 | 120.737 | 122.228 | 123.718 | 125.209 | 126.699 | 128.190 |
| 6.260 | 125.209 | 126.774 | 128.339 | 129.904 | 131.469 | 133.034 | 134.599 |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 63: Análisis de Sensibilidad. Impacto en el Capital Accionario

| EV /EBITDA | 20,00 | 20,25 | 20,50 | 20,75 | 21,00 | 21,25 | 21,50 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | | | | | | | |
| 4.881 | 78.214 | 79.435 | 80.655 | 81.875 | 83.095 | 84.315 | 85.535 |
| 5.138 | 83.352 | 84.636 | 85.921 | 87.205 | 88.490 | 89.774 | 91.058 |
| 5.408 | 88.760 | 90.112 | 91.464 | 92.816 | 94.168 | 95.520 | 96.872 |
| 5.678 | 94.168 | 95.588 | 97.007 | 98.427 | 99.846 | 101.266 | 102.686 |
| 5.962 | 99.846 | 101.337 | 102.828 | 104.318 | 105.809 | 107.299 | 108.790 |
| 6.260 | 105.809 | 107.374 | 108.939 | 110.504 | 112.069 | 113.634 | 115.199 |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 64: Análisis de Sensibilidad. Impacto en el valor de la Acción

| EV /EBITDA | 20,00 | 20,25 | 20,50 | 20,75 | 21,00 | 21,25 | 21,50 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | | | | | | | |
| 4.881 | 57,26 | 58,16 | 59,05 | 59,94 | 60,84 | 61,73 | 62,62 |
| 5.138 | 61,02 | 61,96 | 62,90 | 63,84 | 64,79 | 65,73 | 66,67 |
| 5.408 | 64,98 | 65,97 | 66,96 | 67,95 | 68,94 | 69,93 | 70,92 |
| 5.678 | 68,94 | 69,98 | 71,02 | 72,06 | 73,10 | 74,14 | 75,18 |
| 5.962 | 73,10 | 74,19 | 75,28 | 76,37 | 77,46 | 78,56 | 79,65 |
| 6.260 | 77,46 | 78,61 | 79,76 | 80,90 | 82,05 | 83,19 | 84,34 |

Fuente: elaboración propia.

6. Conclusiones

Los resultados de la valuación de MDLZ al 31 de diciembre de 2022, realizada de acuerdo con las dos metodologías de valuación presentadas en este trabajo, pueden observarse en la Tabla 65 a continuación:

Tabla 65: Valuación de MDLZ. Conclusiones

| Mondeléz | Límite Inferior | Punto Medio | Límite Superior |
|--------------------------------|------------------------|--------------------|------------------------|
| Enterprise Value - DCF | 96.390 | 110.559 | 121.873 |
| Enterprise Value - Múltiplos | 108.160 | 112.216 | 116.272 |
| Capital Accionario - DCF | 76.990 | 91.159 | 102.473 |
| Capital Accionario - Múltiplos | 88.760 | 92.816 | 96.872 |
| Valor de la acción - DCF | 56,37 | 66,74 | 75,02 |
| Valor de la acción - Múltiplos | 64,98 | 67,95 | 70,92 |

Fuente: elaboración propia.

La cotización de la acción de MDLZ a la fecha de valuación es de USD 66,65, lo cual se encuentra en los rangos bajo ambas metodologías.

Por otro lado, los valores obtenidos bajo ambas metodologías han sido muy similares. No hay diferencias significativas.

Cómo hemos señalado, MDLZ es una compañía líder en el mercado de Productos de Confitería y de Galletas, con una extensa trayectoria. El mercado es un mercado maduro, altamente competitivo, donde no se producen cambios relevantes en las participaciones de mercado de los principales actores. MDLZ ha sabido acompañar el crecimiento del mercado apalancado en un crecimiento orgánico que ha demostrado capacidad para trasladar a precios los impactos de la inflación y capacidad para innovar (productos, marcas, presentaciones, etc.). También, la estrategia incluye el crecimiento a través de adquisiciones, habiendo realizado transacciones de este tipo en ocho de los últimos diez años.

En los próximos años, las tasas de crecimiento promedio del mercado serán mayores en AMEA y América Latina (países emergentes) en relación a Europa y Estados Unidos. MDLZ viene incrementando su participación en aquellos mercados y ha planteado profundizar su inversión en estos mercados, como parte de su estrategia de crecimiento, buscando identificar las llamadas “White Zones”, es decir, mercados donde aún no hayan llegado sus principales competidores.

El resultado de la valuación sugiere que hay cierto consenso en el mercado respecto de la capacidad de crecimiento futuro de MDLZ y de su capacidad de generación de resultados.

Referencias bibliográficas

Académica

1. Brealey, Myers & Allen (2009). *Principios de Finanzas Corporativas (Novena Edición)*. McGraw-Hill.
2. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
3. Dumrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas. Un enfoque latinoamericano (Tercera Edición)*. Alfaomega.
4. Elton, E. y M. Gruber. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, 5ta. Ed. Capítulo 7.
5. Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D. (2020). *Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

Reportes e informes

6. Mondelez International, Inc. – Investors, (recuperado el 30 de junio de 2023) <http://www.mondelezinternational.com/investors>
7. Mondelez International, Inc. *Reporte Anual 2017*.
8. Mondelez International, Inc. *Reporte Anual 2018*.
9. Mondelez International, Inc. *Reporte Anual 2019*.
10. Mondelez International, Inc. *Reporte Anual 2020*.
11. Mondelez International, Inc. *Reporte Anual 2021*.
12. Mondelêz International, Inc. *Reporte Anual 2022*.

Páginas Web

13. Base de Datos Eikon Thomson Reuters. *Mondelez International, Inc.* (recuperado el 15 de mayo de 2023) <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>.
14. Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook, Food* (recuperado el 15 de mayo de 2023) <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/cmo/food>
15. Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook, Food, Confectionery* (recuperado el 15 de mayo de 2023) <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/confectionery>
16. Damodaran, Aswath. *Online Database: Implied ERP (annual) from 1960 to Current*, (recuperado el 30 de junio de 2023) <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
17. Fondo monetario internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April> (recuperado el 30 de junio de 2023).

18. Future Market Insights. *Biscuit Mixes Market Snapshot (2023 – 2033)* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.futuremarketinsights.com/reports/biscuit-mixes-market>
19. Future Market Insights. *Confectionery Market Snapshot (2023 – 2033)* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.futuremarketinsights.com/reports/asean-confectionery-market>
20. Global Data. *Confectionery Market Opportunities, Trends, Growth Analysis and Forecast to 2027* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.global-data.com/store/report/confectionery-market-analysis/>
21. Gurufocus. *Mondelez International, (recuperado el 15 de junio de 2023) Inc.* <https://www.gurufocus.com/stock/MDLZ/financials>.
22. Investing. *Mondelez International, Inc. – Historical Data* (recuperado el 28 de febrero de 2023), <https://es.investing.com/equities/mondelez-international-inc-historical-data>.
23. Investing. *Nestlé S.A. – Historical Data* (recuperado el 28 de febrero de 2023), <https://es.investing.com/equities/nestle-n-2l-historical-data>.
24. Investing. *S&P 500 – Historical Data* (recuperado el 28 de febrero de 2023), <https://es.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>.
25. Investing. *The Hershey & Co.. – Historical Data* (recuperado el 28 de febrero de 2023), <https://es.investing.com/equities/hershey-co-historical-data>
26. Investing. *Tootsie Roll. – Historical Data* (recuperado el 28 de febrero de 2023), <https://es.investing.com/equities/tootsie-roll-industries-inc-historical-data>
27. Market Line. *Confectionery Market Summary, Competitive Analysis and Dorecast To 2027* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://store.marketline.com/report/confectionery-market-analysis/>
28. Reserva Federal de Estados Unidos. *Data Base: Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity, Quoted on Investment Basis*, (recuperado el 11 de junio de 2023) https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2022
29. Statistics Market Research. *Biscuit Market Forecast to 2028. Global Analysis by Flavor, Type and Others* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.giiresearch.com/report/smrc1144131-biscuits-market-forecasts-global-analysis-by.html>
30. The Business Research Company. *Biscuit Global Market Report 2023* (recuperado el 25 de septiembre de 2023). <https://www.thebusinessresearchcompany.com/report/biscuits-global-market-report>

Anexo A: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Base

| Período | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | Cash Flow Perpetuidad |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|
| Cash Flow | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | |
| Ventas netas | 33.277 | 35.332 | 37.337 | 39.796 | 42.436 | 42.436 |
| Costo de ventas | (20.388) | (21.646) | (22.875) | (24.381) | (25.999) | (25.999) |
| Ganancia bruta | 12.890 | 13.685 | 14.462 | 15.415 | 16.437 | 16.437 |
| Gastos de administ., comerc. y generales | (6.746) | (7.136) | (7.521) | (7.988) | (8.492) | (8.492) |
| Desvalorizaciones y costos de salida | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Amortización de intangibles | (177) | (176) | (174) | (173) | (171) | (171) |
| EBIT | 5.966 | 6.373 | 6.767 | 7.254 | 7.774 | 7.774 |
| D&A | 1.022 | 1.046 | 1.074 | 1.104 | 1.137 | 1.137 |
| EBITDA | 6.988 | 7.420 | 7.841 | 8.357 | 8.912 | 8.912 |
| Otros resultados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Ajustado | 6.988 | 7.420 | 7.841 | 8.357 | 8.912 | 8.912 |
| Impuesto a las ganancias | (1.599) | (1.708) | (1.813) | (1.944) | (2.083) | (2.083) |
| CAPEX | (2.396) | (2.544) | (2.688) | (2.865) | (3.055) | (3.055) |
| WK - Cambios | 373 | 245 | 239 | 293 | 315 | 223 |
| Free Cash Flow | 3.366 | 3.413 | 3.578 | 3.841 | 4.087 | 3.995 |
| Valor nominal perpetuidad | | | | | | 132.314 |
| WACC [USD Nominal] | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% |
| Factor de descuento | 0,96 | 0,90 | 0,83 | 0,78 | 0,72 | 0,72 |
| Valor presente neto FCF | 3.246 | 3.060 | 2.983 | 2.977 | 2.946 | 95.348 |
| Enterprise Value MDLZ 31/12/2022 | | | | | | 110.559 |

Anexo B: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Pesimista

| Período | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | Cash Flow Perpetuidad |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|
| Cash Flow | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | |
| Ventas netas | 31.505 | 33.409 | 35.265 | 37.558 | 40.017 | 40.017 |
| Costo de ventas | (19.302) | (20.468) | (21.605) | (23.010) | (24.517) | (24.517) |
| Ganancia bruta | 12.203 | 12.941 | 13.659 | 14.548 | 15.500 | 15.500 |
| Gastos de administ., comerc. y generales | (6.747) | (7.126) | (7.499) | (7.956) | (8.448) | (8.448) |
| Desvalorizaciones y costos de salida | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Amortización de intangibles | (177) | (176) | (174) | (173) | (171) | (171) |
| EBIT | 5.279 | 5.639 | 5.987 | 6.419 | 6.882 | 6.882 |
| D&A | 1.022 | 1.043 | 1.066 | 1.092 | 1.122 | 1.122 |
| EBITDA | 6.301 | 6.682 | 7.053 | 7.512 | 8.003 | 8.003 |
| Otros resultados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Ajustado | 6.301 | 6.682 | 7.053 | 7.512 | 8.003 | 8.003 |
| Impuesto a las ganancias | (1.415) | (1.511) | (1.604) | (1.720) | (1.844) | (1.844) |
| CAPEX | (2.268) | (2.405) | (2.539) | (2.704) | (2.881) | (2.881) |
| WK - Cambios | 162 | 227 | 221 | 273 | 293 | 210 |
| Free Cash Flow | 2.780 | 2.992 | 3.131 | 3.361 | 3.571 | 3.488 |
| Valor nominal perpetuidad | | | | | | 115.511 |
| WACC [USD Nominal] | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% |
| Factor de descuento | 0,96 | 0,90 | 0,83 | 0,78 | 0,72 | 0,72 |
| Valor presente neto FCF | 2.680 | 2.683 | 2.610 | 2.605 | 2.574 | 83.240 |

Enterprise Value MDLZ 31/12/2022

96.390

Anexo C: Cálculo del Enterprise Value. Escenario Optimista

| Período | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|
| Cash Flow | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | Cash Flow Perpetuidad |
| Ventas netas | 33.986 | 36.101 | 38.165 | 40.691 | 43.403 | 43.403 |
| Costo de ventas | (20.822) | (22.117) | (23.382) | (24.930) | (26.591) | (26.591) |
| Ganancia bruta | 13.164 | 13.983 | 14.783 | 15.761 | 16.812 | 16.812 |
| Gastos de administ., comerc. y generales | (6.532) | (6.913) | (7.289) | (7.745) | (8.235) | (8.235) |
| Desvalorizaciones y costos de salida | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Amortización de intangibles | (177) | (176) | (174) | (173) | (171) | (171) |
| EBIT | 6.455 | 6.894 | 7.320 | 7.844 | 8.405 | 8.405 |
| D&A | 1.022 | 1.048 | 1.077 | 1.108 | 1.143 | 1.143 |
| EBITDA | 7.477 | 7.942 | 8.396 | 8.952 | 9.549 | 9.549 |
| Otros resultados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Ajustado | 7.477 | 7.942 | 8.396 | 8.952 | 9.549 | 9.549 |
| Impuesto a las ganancias | (1.730) | (1.847) | (1.961) | (2.102) | (2.252) | (2.252) |
| CAPEX | (1.393) | (1.480) | (1.565) | (1.668) | (1.780) | (1.780) |
| Acquisitions | (1.054) | (1.119) | (1.183) | (1.261) | (1.346) | (1.346) |
| WK - Cambios | 457 | 252 | 246 | 301 | 323 | 233 |
| Free Cash Flow | 3.758 | 3.747 | 3.933 | 4.221 | 4.494 | 4.404 |
| Valor nominal perpetuidad | | | | | | 145.848 |
| WACC [USD Nominal] | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% | 7,55% |
| Factor de descuento | 0,96 | 0,90 | 0,83 | 0,78 | 0,72 | 0,72 |
| Valor presente neto FCF | 3.623 | 3.360 | 3.279 | 3.272 | 3.239 | 105.101 |

| | |
|---|----------------|
| Enterprise Value MDLZ 31/12/2022 | 121.873 |
|---|----------------|