



Universidad de  
**San Andrés**

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

***Valuación de The Hershey Company***

**Autor: Maria Eugenia Bird**

**DNI: 40.497.687**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein**

**Ciudad de Buenos Aires, 27 de noviembre de 2023**

## Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo realizar la valuación del capital accionario de The Hershey Company al 31 de diciembre del 2022. Hershey es una de las compañías más grandes del mundo en la industria del chocolate y confitería siendo una de las líderes en el mercado.

Para llevar a cabo la valuación, se decidió estructurar el trabajo en cuatro secciones. En primer lugar se efectuó un análisis del negocio y la compañía. Detallando cómo fue evolucionando el crecimiento de las ventas de la compañía durante los últimos años, cómo segmenta las mismas en sus estados financieros, cómo se fundó la compañía y aspectos generales de la empresa, como por ejemplo quiénes son sus clientes directos.

En segundo lugar, se realizó un análisis detallado de la industria. Para esto, se obtuvieron datos de crecimiento de la industria global de alimentos y, luego particularmente del segmento de confitería y snacks. Asimismo, dado que la principal operatoria de Hershey se ubica en Estados Unidos, también se analizó el crecimiento y características de dicho segmento en este país. También, esta sección tenía como objetivo identificar cuál era el posicionamiento de Hershey con respecto a sus competidores.

Posteriormente, se efectuó un análisis financiero de la empresa con el fin de identificar cómo fueron evolucionando sus indicadores de rentabilidad, de actividad, sus ratios financieros y su estructura de capital. También se compararon los ratios obtenidos con la información del 2022 con los de sus competidores.

Por último, a partir de todos los análisis mencionados anteriormente, se procedió a efectuar la valuación de The Hershey Company mediante un flujo de fondos descontado. Para esto, se proyectaron los flujos de fondos disponibles para la firma y los mismos fueron descontados a una tasa WACC y se le añadió un valor terminal que fue descontado a esta misma tasa. Mediante este procedimiento se llegó a un valor del capital accionario de Hershey al 31 de diciembre del 2022 de USD 36.617 millones en un escenario base, que arroja un valor por acción de USD 178,65. También se estimó un escenario pesimista y otro optimista basados en un menor o mayor crecimiento de las ventas proyectadas y del margen operativo para el escenario base y, se concluyó, que el valor de la acción podría oscilar entre los USD 153,63 y USD 225,55.

Cabe destacar que al 31 de diciembre del 2022 el valor real de la acción de The Hershey Company cotizaba en NYSE a un valor de USD 231,57 por acción por lo que se puede concluir que el mercado posee expectativas de crecimiento superiores a las que se consideraron al

momento de realizar las proyecciones del escenario base en el presente trabajo de valuación.

Para complementar la valuación efectuada mediante DCF, se efectuó una valuación por múltiplos a partir de los principales competidores de Hershey. Se realizó el análisis de diferentes ratios financieros que ya fueron calculados en la tercer sección y se utilizó el múltiplo EV/EBITDA. A partir de este método de valuación, se llegó a un precio de la acción levemente mayor que sitúa el precio de la acción de The Hershey Company al 31 de diciembre del 2022 entre USD 201,22 y USD 239,85.



Universidad de  
**SanAndrés**

## Glosario

- CAGR: Por sus siglas en inglés "Compound Annual Growth Rate", significa tasa de crecimiento anual compuesta.
- CAPEX: del inglés "Capital Expenditure". Hace referencia a los desembolsos de dinero que una empresa realiza para adquirir, mejorar o mantener activos a largo plazo, como equipos, propiedades, infraestructura o tecnología.
- DCF: Por sus siglas en inglés "Discounted Cash Flow", significa Flujo de Fondos Descontados. Método de valuación financiera que calcula el valor presente de un flujo de efectivo futuro, teniendo en cuenta el valor del dinero en el tiempo, utilizado para evaluar inversiones y proyectos.
- EBIT: Por sus siglas en inglés "Earnings Before Interest and Taxes", significa ganancia antes de intereses e impuestos. Es un indicador financiero que representa los ingresos de una empresa antes de deducir los costos de intereses y los impuestos, se utiliza para evaluar la rentabilidad operativa de una empresa.
- EBITDA: Por sus siglas en inglés "Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization", significa ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es un indicador financiero que representa los ingresos de una empresa antes de deducir los costos de intereses, impuestos, depreciación y amortización, se utiliza para evaluar la rentabilidad operativa y la capacidad de generación de flujo de efectivo de una empresa sin tener en cuenta factores financieros y gastos no operativos.
- NYSE: Bolsa de Nueva York.
- ROA: Por sus siglas en inglés "Return on Assets", significa retorno sobre activos. Es un indicador financiero que evalúa la eficiencia de una empresa para generar ganancias a partir de sus activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT o Utilidad Operativa y el valor de los activos totales de la compañía.

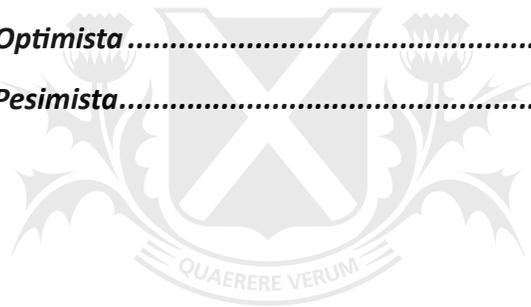
- ROE: Por sus siglas en inglés "Return on Equity", significa retorno sobre patrimonio neto. Es un indicador financiero que mide la rentabilidad de una empresa en relación con su patrimonio neto. Para calcularlo se realiza el cociente entre la utilidad neta y el capital contable de la compañía. El ROE proporciona información sobre la eficiencia con la que una empresa utiliza sus recursos propios para generar ganancias.
- USD: Código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos.
- WACC: Por sus siglas en inglés "Weighted Average Cost of Capital", significa costo promedio ponderado del capital. Representa el costo promedio de financiamiento de una empresa, tomando en cuenta tanto la deuda como el patrimonio.
- YTM: Por sus siglas en inglés "Yield to Maturity". Es la tasa de retorno que un inversor obtiene de un bono en caso de mantenerlo hasta su vencimiento.

Universidad de  
**San Andrés**

## Índice

<b>1</b>	<b><i>Descripción del Negocio y la Compañía</i></b> .....	<b>1</b>
1.1	The Hershey Company.....	1
1.2	Evolución de las Ventas y Resultados Operativos .....	2
1.3	Segmentos Operativos .....	5
1.4	Capital Accionario .....	7
1.5	Historia de la compañía.....	10
1.6	Sustentabilidad y ESG.....	11
<b>2</b>	<b><i>Análisis de la Industria</i></b> .....	<b>14</b>
2.1	Industria y mercado de alimentos a nivel global .....	14
2.2	Segmento de Confeitería y Snacks.....	16
2.3	Mercado de Alimentos en Estados Unidos.....	19
2.4	Posicionamiento de The Hershey Company .....	21
2.5	Expectativas de Crecimiento.....	26
<b>3</b>	<b><i>Análisis Financiero</i></b> .....	<b>28</b>
3.1	Ratios e Indicadores de Rentabilidad.....	28
3.2	Indicadores y Ratios de Actividad .....	34
3.3	Indicadores Financieros y Estructura de Capital .....	36
3.4	Ratios de Competidores .....	43
<b>4</b>	<b><i>Valuación: Flujo de Fondos Descontados</i></b> .....	<b>46</b>
4.1	Proyección de Ventas Netas .....	48
4.2	Proyección Margen Operativo .....	50
4.3	Proyección Depreciaciones y Amortizaciones .....	50
4.4	Proyección Inversión de Capital (CAPEX) .....	51
4.5	Proyección de Capital de Trabajo.....	51
4.6	Proyección Tasa Impositiva.....	52
4.7	Tasa de Descuento .....	53
4.7.1	Costo del capital propio o equity (ke) .....	53
4.7.2	Costo de la Deuda (kd).....	58
4.8	Valor Terminal .....	59
4.9	Resultados de la Valuación Flujos de Fondos Descontados .....	61
4.9.1	Escenario Base .....	61

4.9.2	Escenario Optimista .....	62
4.9.3	Escenario Pesimista.....	63
4.9.4	Conclusión.....	64
<b>5</b>	<b><i>Valuación: Múltiplos de Empresas Comparables .....</i></b>	<b>66</b>
<b>6</b>	<b><i>Bibliografía .....</i></b>	<b>70</b>
6.1	Bibliografía Académica.....	70
6.2	Reportes y páginas web .....	70
	<b><i>Anexo A: Cálculo de Beta de Lindt &amp; Sprüngli AG.....</i></b>	<b>73</b>
	<b><i>Anexo B: Cálculo de Beta de Mondelez International.....</i></b>	<b>74</b>
	<b><i>Anexo C: Cálculo del Beta Nestlé SA .....</i></b>	<b>75</b>
	<b><i>Anexo D: DCF Escenario Base .....</i></b>	<b>76</b>
	<b><i>Anexo E: DCF Escenario Optimista.....</i></b>	<b>77</b>
	<b><i>Anexo F: DCF Escenario Pesimista.....</i></b>	<b>78</b>



Universidad de  
**San Andrés**

# 1 Descripción del Negocio y la Compañía

## 1.1 The Hershey Company

The Hershey Company (Hershey) es una de las principales empresas en la industria de alimentos y confitería. Hershey no solo es el mayor fabricante de chocolates de América del Norte, sino que es de los principales fabricantes de bocadillos en Estados Unidos y uno de los líderes mundiales en productos de confitería comercializando sus productos en aproximadamente 80 países. Su negocio se centra en la fabricación, marketing y distribución de una amplia gama de productos relacionados con el chocolate, caramelos, golosinas y snacks.

En cuanto a los canales de venta que utiliza Hershey, sus clientes directos no suelen ser consumidores finales sino que se trata de distribuidores mayoristas o revendedores minoristas, como cadenas de supermercados o farmacias, en Estados Unidos y otros lugares del mundo. Estos intermediarios permiten que los productos Hershey's lleguen a un público diverso y global. La compañía cuenta con varias plantas de fabricación y manufactura ubicadas en Estados Unidos, Canadá, México y Malasia contando con casi 20.000 empleados.

Con respecto a los productos que comercializa Heyshey, se destaca en la producción de confitería de chocolate y sin chocolate; goma de mascar, mentas, barritas de cereal proteicas; refrigerios como pretzels, pastas para untar y bocadillos. Además, ofrece una amplia gama de artículos de despensa, incluyendo ingredientes para hornear, aderezos y bebidas, lo que demuestra su diversificación en la industria alimentaria logrando que su target objetivo sea muy amplio.

Dentro de las marcas que se destacan dentro de su portafolio de productos podemos mencionar Hershey's, Reese's y Kisses , Jolly Rancher , Almond Joy , Brookside, barkTHINS , Cadbury, Good & Plenty , Heath , Kit Kat , Payday , Rolo , Twizzlers , Whoppers y York.

Además, no solo se limita a la producción de sus propias marcas, sino que también otorga licencias sobre marcas comerciales a terceros, y en algunos casos, tiene derechos para fabricar y distribuir productos de otras marcas, como Cadbury y Kit Kat.

Imagen I: Marcas de The Hershey Company



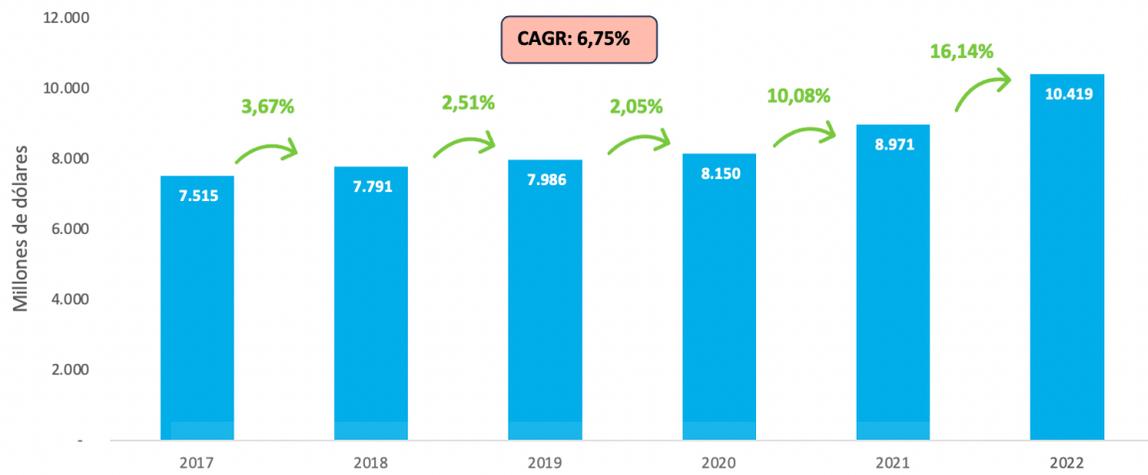
Fuente: Sitio web de The Hershey Company

## 1.2 Evolución de las Ventas y Resultados Operativos

Hershey abastece diversos mercados alrededor del mundo a partir de la oferta de una amplia gama de productos. Teniendo en cuenta los estados financieros presentados al 31 de diciembre del 2022, logro alcanzar un total ventas netas de 10.419 millones de dólares lo que significó un incremento del 16,14% en relación al 2021, año anterior.

Asimismo, se considera para calcular la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) los últimos cinco años de operatoria. Teniendo en cuenta el período mencionado, la CAGR de las ventas netas fue de 6,75% que demuestra un crecimiento constante durante éste período. Además, el crecimiento interanual aumentó significativamente los últimos dos años.

**Gráfico I: Evolución de las Ventas Netas Anuales 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

El aumento de las ventas netas registradas durante el 2022 se debe a diversas razones, entre ellas, el crecimiento orgánico, como lo es un incremento en los precios del 8% en algunos productos y un aumento del volumen de ventas de aproximadamente un 4% resultante de una mayor demanda por parte de los consumidores. Si bien la alta inflación que viene atravesando Estados Unidos contribuyó al incremento de las ventas en términos nominales, también hubo un crecimiento en términos de volumen de ventas.

Por otro lado, también el desarrollo porcentual de ventas se vio impulsado por adquisiciones concretadas durante el 2021 como Lily's, Dot's y Pretzels. El cliente más importante durante el 2022 fue McLane Company Inc., un gran distribuidor mayorista de Estados Unidos que abarca farmacias, y diversas tiendas y comercios incluyendo WalMart. Las ventas a esta compañía significaron aproximadamente el 28% de los ingresos totales de Hershey. Asimismo, cabe mencionar que las ventas netas suelen ser mucho más elevadas durante el tercer y cuarto trimestre del año dada la estacionalidad y las festividades.

Como se mencionó en el párrafo anterior, en diciembre del 2021 Hershey completó la adquisición de Pretzels Inc que es una empresa que se dedica a la fabricación y venta de pretzels y otros bocadillos salados dentro de Estados Unidos siendo uno de los líderes de la industria en esta categoría. Además, en el mismo mes también se concretó la adquisición de Dot's Pretzels que, al igual que Pretzels Inc, se dedica a la venta y fabricación de diversos bocadillos salados cuyo target son los minoristas y distribuidores en los Estados Unidos. Por último, en junio 2021 culminaron con la adquisición de Lily's Sweets que era una compañía dedicada a vender alimentos de confitería sin azúcar, o bajos en azúcar, a tiendas minoristas y distribuidores dentro de Estados Unidos y Canadá.

Si bien las ventas netas y los ingresos de los últimos años se incrementaron principalmente por el buen desempeño de las diferentes marcas comercializadas por Hershey y los aumentos de precios, parcialmente compensado por presiones sobre el margen bruto provocadas por algunas interrupciones en la cadena de suministro, dadas las últimas adquisiciones mencionadas podemos distinguir también que hubo crecimiento no orgánico. Por tal motivo, es pertinente discriminar qué impacto tuvieron las recientes adquisiciones sobre las ventas netas reportadas por la compañía.

**Tabla I: Tipo de Crecimiento sobre Ventas Netas**

Tipo de Crecimiento		2020	2021	2022
Orgánico	Precio	2,3%	3,1%	8,0%
	Volumen	-0,3%	5,6%	4,0%
No Orgánico	Adquisiciones	0,5%	1,0%	4,3%
Impacto del Tipo de Cambio		-0,5%	0,4%	-0,2%
<b>Total</b>		<b>2,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>16,1%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2020 - 2022

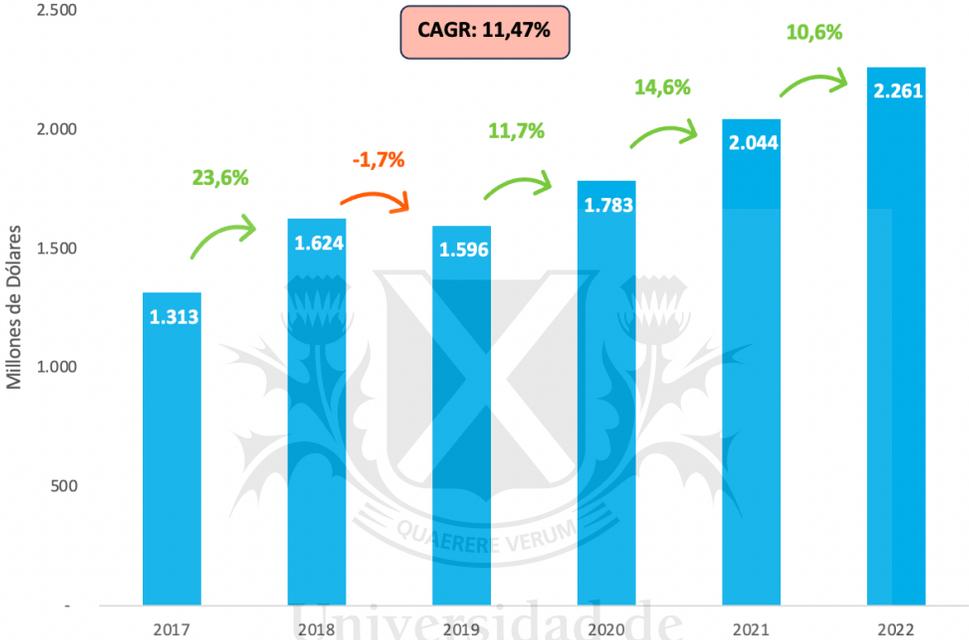
Se tomaron como muestra los últimos tres años dado que fue durante el 2021 donde se dio un salto importante en cuanto a adquisiciones y un significativo incremento porcentual de la ventas. Sin embargo, dada la información suministrada en la tabla anterior, podemos concluir que, si bien las adquisiciones del 2021 influyeron al crecimiento porcentual de las ventas netas reportadas, realmente el mayor crecimiento que tuvo la compañía en los últimos años fue orgánico, ya sea por incrementos en los precios o volumen.

En los últimos años solo se vio un leve descenso en el volumen de ventas durante el 2020 debido al impacto del COVID-19, que afectó significativamente las dinámicas del mercado a nivel global, y durante 2020 y 2022 hubo un impacto desfavorable sobre el tipo de cambio.

Otro factor que también ha ido en aumento año tras año siguiendo la línea de la evolución incremental de las ventas para el mismo período, es el EBIT. Igualmente, es relevante destacar que hubo una excepción solo durante el año 2019 donde se registró una disminución del EBIT de un 1,7% en comparación con el año anterior debido principalmente a mayores costos de amortización e incremento de los gastos de venta, marketing y administración. Para los años restantes el EBIT siempre tuvo un crecimiento por encima del 10% con respecto al período anterior. De hecho, para el período analizado, 2017 a 2022, el EBIT demuestra una CAGR del 11,47%.

El crecimiento sostenido sobre el EBIT, puede atribuirse a una serie de factores, como la gestión efectiva de costos y gastos, la innovación en productos y estrategias de marketing, la expansión geográfica y las adquisiciones estratégicas que han fortalecido la posición de Hershey en el mercado.

**Gráfico II: Evolución de la Ganancia Operativa (EBIT) 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

### 1.3 Segmentos Operativos

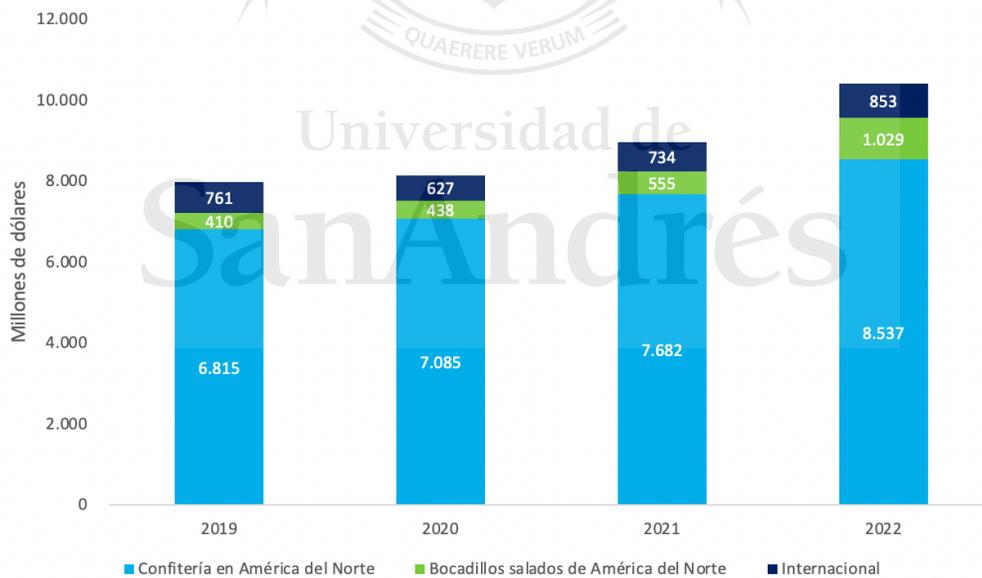
En lo que respecta a la segmentación de las ventas, si bien la compañía podría dividirse según su operatoria en América del norte y el resto del mundo, Hershey se divide en tres segmentos para reportar sus operaciones:

- **Confitería en América del Norte:** Este segmento se enfoca en las operaciones de producción y venta de confitería tanto con chocolate como sin chocolate en los Estados Unidos y Canadá. Hershey es uno de los líderes en cuanto a fabricación y comercialización de una amplia gama de productos de confitería que satisfacen los gustos de los consumidores en estos dos importantes mercados dentro de América del norte.

- Bocadillos salados de América del Norte: Este segmento es similar al anterior, dado que también reporta sobre operaciones de Estados Unidos y Canadá, pero relativo a la venta de bocadillos salados.
- Internacional: Incluye todos los segmentos operativos que reportan fuera de América del Norte. Si bien se comercializan productos en Asia, América Latina, Medio Oriente, Europa y África; la producción se concentra en México, Brasil, India y Malasia. Esta segmentación refleja el enfoque global de Hershey's y su presencia en todo el mundo.

Igualmente, la operación principal de Hershey se encuentra en Estados Unidos. De hecho, los dos primeros segmentos mencionados anteriormente, es decir los que reportan Norte América, representan un 91,8% de las ventas totales. Asimismo, el segmento de América del Norte constituyó una parte significativa sobre las ventas totales continuamente a lo largo de los últimos años, donde el promedio de la operatoria en este segmento fue del 91,6% sobre las ventas totales de la compañía.

**Gráfico III: Evolución de las ventas netas por segmento 2019 - 2022**  
(expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2019 - 2022

El porcentaje de las ventas netas consolidadas totales de la operatoria fuera de los Estados Unidos fue del 12,5 % para 2022, 13,0 % para 2021 y 13,6 % para 2020.

En cuanto a los márgenes a nivel segmento, el que más rendimiento tiene también es el segmento de confitería de América del Norte manteniendo un nivel de alrededor de un 32% a lo largo de los último tres años. Este segmento también reporta las ventas sobre productos para los cuales Hershey tiene licencias y también incluye la venta minorista propia de la empresa (tres tiendas Hershey's Chocolate World en Estados Unidos, Niagara Falls y Singapur). En contraste, el que menor margen arroja es el segmento internacional, sin embargo, también es que menor proporción de ventas netas representa sobre el total de la compañía. El incremento del 2,5% en el margen de este segmento durante último año se debe al incremento en los mercados de Brasil, México e India.

**Tabla II: Márgenes sobre Ventas según segmentos 2020 - 2022**

*(Expresado en millones de dólares)*

		2020	2021	2022
<b>Confitería de América del Norte</b>	Las ventas netas	7.084,9	7.682,4	8.536,5
	Ingresos por segmento	2.274,6	2.475,9	2.811,1
	Margen de segmento	32,10%	32,20%	32,90%
<b>Bocadillos salados de América del Norte</b>	Las ventas netas	438,2	555,4	1.029,4
	Ingresos por segmento	75,8	100,7	159,9
	Margen de segmento	17,30%	18,10%	15,50%
<b>Internacional</b>	Las ventas netas	626,6	733,5	853,4
	Ingresos por segmento	—	74,2	107,9
	Margen de segmento	— %	10,10%	12,60%

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2020-2022**

#### 1.4 Capital Accionario

The Hershey Company cotiza en la Bolsa de Nueva York (NYSE) desde 1927, donde se negocian las acciones ordinarias bajo el símbolo "HSY". Hershey posee dos tipos de acciones emitidas, por un lado las acciones ordinarias cuyos tenedores poseen un voto por acción y, por otro lado, acciones de clase B que otorgan diez votos por acción. La compañía posee un total de 221.553.025 acciones, donde aproximadamente el 74% (163.439.248) son acciones ordinarias y el saldo restante acciones de clase B (58.113.777). Al finalizar el año, la compañía tenía un total de 16.588.308 de las acciones ordinarias por lo que podríamos concluir que en total la cantidad neta de acciones en circulación es de 204.964.717. Cabe aclarar que las acciones de clase B no cotizan en bolsa y que tampoco existen acciones preferidas.

Durante el los últimos 5 años, período comprendido entre 2017 y 2022, el capital accionario ha evolucionado de la siguiente manera:

**Tabla III: Evolución del Capital Accionario de Hershey 2017 - 2022**

<b>Año</b>	<b>Acciones Ordinarias</b>	<b>Acciones Clase B</b>	<b>Total Acciones</b>	<b>Acciones Propias</b>	<b>Ac. Netas en Circulación</b>
2017	299.281.967	60.619.777	359.901.744	149.040.927	210.860.817
2018	299.287.967	60.613.777	359.901.744	150.172.840	209.728.904
2019	160.939.248	60.613.777	221.553.025	12.723.592	208.829.433
2020	160.939.248	60.613.777	221.553.025	13.325.898	208.227.127
2021	160.939.248	60.613.777	221.553.025	15.444.011	206.109.014
2022	163.439.248	58.113.777	221.553.025	16.588.308	204.964.717

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022**

Como bien se puede apreciar en la tabla III, la cantidad total de acciones suele ser una variable bastante estable. El mayor cambio se dio durante 2019, donde la compañía decidió eliminar 138.348.719 acciones propias que habían recomprado anteriormente. Por otro lado, dado que las acciones de Clase B son convertibles en acciones ordinarias, durante 2022 se convirtieron 2.500.000 acciones de Clase B en acciones ordinarias.

Hershey Trust Company, como tenedor de acciones, al 31 de diciembre del 2022 tenía derecho a emitir aproximadamente el 80% de los votos en asuntos que requerían el voto de ambas clases de acciones. A dicha fecha, poseía 58.112.012 acciones de clase B y 39.630 de acciones ordinarias y, por lo mencionado anteriormente, podemos deducir que mantiene el control del voto sobre las decisiones a tomar en Hershey.

Al 30 de diciembre del 2022, último día hábil del año, el precio de cierre de las acciones comunes fue de 231,57 dólares y, como se mencionó anteriormente, las acciones de clase B no cotizan en el NYSE. A su vez, había 24.076 accionistas tenedores de acciones ordinarias y tan solo 5 accionistas registrados tenedores de acciones de clase B.

Para el período analizado (2017-2022), los retornos acumulados de la acción de Hershey (HSY) alcanzaban el 121,58% superando el desempeño del S&P 500, cuyo retorno acumulado para el mismo período fue del 68,62%. Si bien no siempre tuvo un retorno acumulado mayor al S&P 600, durante el 2022 se revirtió la situación de los últimos años y el retorno de Hershey continuó aumentando mientras que el del S&P 500 comenzó a disminuir notablemente.

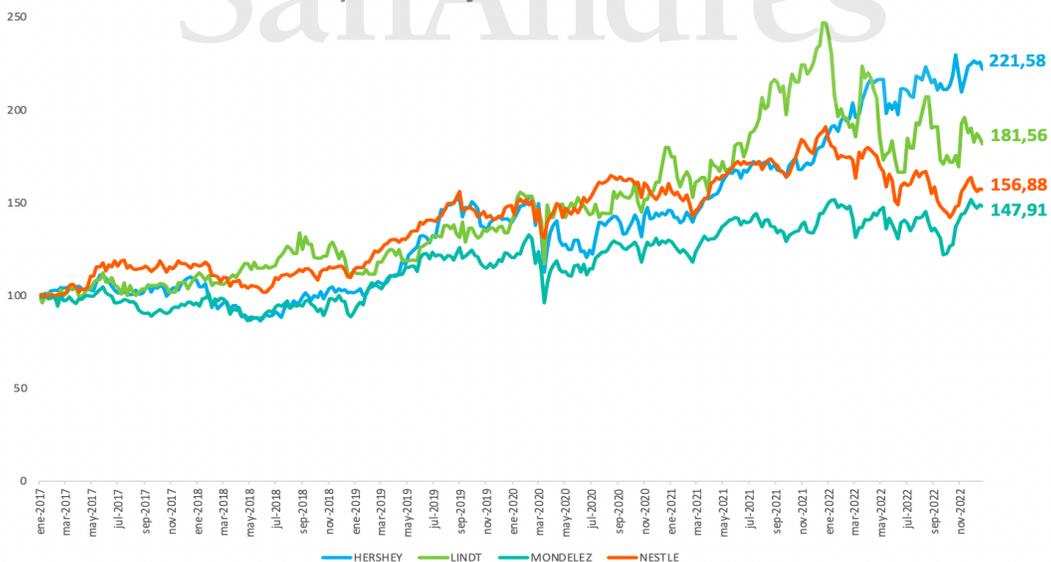
**Gráfico IV: Evolucion del precio de la acción Hershey vs S&P 500 (Base ene-2017 = 100)**  
**Enero 2017 - Diciembre 2022**  
*precios con frecuencia semanal*



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance e Investing

Con respecto a sus principales competidores, la acción de Hershey también tuvo el mayor retorno acumulado utilizando el mismo período de tiempo. Además se encuentra bastante por encima de Lindt & Spruengli AG que tuvo un retorno acumulado de 81,56%, seguido por Nestlé con un 56,88% y Mondelez con un 47,91%. En este sentido, podemos verificar que Hershey posee más del doble del retorno acumulado para el período analizado que Mondelez y Nestlé.

**Gráfico V: Evolucion del precio de la acción Hershey vs Competidores**  
**(Base ene-2017 = 100)**  
**Enero 2017 - Diciembre 2022**  
*precios con frecuencia semanal*



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance e Investing

## 1.5 Historia de la compañía

The Hershey Company nace en 1894 cuando Milton Hershey funda Lancaster Caramel Company, una compañía que se dedicaba a la producción de caramelos, y establece Hershey Chocolate Company como una subsidiaria.

Desde ese entonces, se pueden destacar los siguientes acontecimientos o hitos que fueron de gran influencia para la generación de valor de la compañía:

- 1900: se produce el lanzamiento de las barras de chocolate con leche Hershey's. Milton vende Lancaster Caramel Company y continua con Hershey Chocolate Company, poniendo el foco en la elaboración de chocolate. Al lograr una producción en masa, Milton logró disminuir costos y transformar un artículo de lujo en algo accesible para todos.
- 1903: Milton Hershey decidió construir una ciudad Pensilvania para que residieran sus empleados. Esto incluía escuelas, viviendas, parques y una gran fábrica de chocolate.
- 1907: Hershey comienza a fabricar Hershey's Chocolate Kisses, pequeños bombones de chocolate con forma de gota que se han convertido en un símbolo icónico de la marca.
- 1921: La fábrica incorpora a su proceso de producción una máquina envolvente mecánica.
- 1925: Lanzamiento de Mr. Goodbar que se destacó por ser una de las primeras barras de chocolate en incluir maní tostado en su interior.
- 1927: Hershey comienza a cotizar en la Bolsa de Nueva York (NYSE) y permitió a los inversores comprar y vender acciones de Hershey en el mercado de valores.
- 1939: Lanzamiento de "Hershey's Miniatures" que consisten en una variedad de pequeñas tabletas de chocolate con leche, cada una de las cuales está envuelta individualmente. Este producto se utilizó originalmente como barras de chocolate de muestra.
- 1963: Hershey adquiere la compañía HB Reese Candy Company.
- 1971: Lanzamiento de la "Tropical Bar que combinaba el chocolate con leche de Hershey's con trozos de frutas tropicales y nueces.
- 1973: Se inaugura el Hershey Chocolate World, el primer centro minorista de la marca.
- 1977: Hershey adquiere Y&S Licorice que incluída la línea de productos Twizzlers
- 1979: La compañía logra alcanzar por primera vez un importe de ventas netas anuales de mil millones de dólares.

- 1988: Relanzamiento nacional del chocolate “5th Avenue”
- 1996: Se concreta la adquisición de LEAF, Inc. Products que logró incorporar 40 marcas nuevas a la cartera de Hershey Company. Como por ejemplo, Jolly Rancher, Whoppers, Milk Duds, Good & Plenty, Pay Day, Heath, Rainblo y Super Bubble.
- 2003: Lanzamiento de versiones sin azúcar de los chocolates Hershey's y Reese's.
- 2008: La compañía logra alcanzar por primera vez un importe de ventas netas anuales de cinco mil millones de dólares.
- 2012: Hershey fue incluida en el Índice Mundial de Sostenibilidad Dow Jones. Además, fue incluida en The Civic 50 como una de las empresas con mayor mentalidad comunitaria de Estados Unidos
- 2012-2016: Hubo una mayor expansión internacional a China, India, Brasil y un mayor crecimiento en Canadá y México.
- 2014: The Hershey Company presenta un nuevo logotipo corporativo.
- 2016: La tienda minorista Hershey's Chocolate World da la bienvenida a su visitante número 100 millones.
- 2021: Adquisiciones de las compañías Lily's, Dot's y Pretzels.

## 1.6 Sustentabilidad y ESG

The Hershey Company también tiene una cultura de sustentabilidad basada en los criterios ESG (refieren a factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo) que es explicada a través de políticas, estrategias y procesos.

La “Promesa de Bondad Compartida” de Hershey es se trata de estrategia integral de sustentabilidad que guía el apoyo y el compromiso que imparten a las personas destacadas detrás de sus marcas, desde agricultores hasta empleados. Esta estrategia guía cómo generan más momentos de bondad cumpliendo los compromisos de salvaguardar la salud del medio ambiente, apoyar a los niños y jóvenes y construir comunidades prósperas dentro de toda la cadena de suministro.

Hershey posee cuatro operativas y dos prioridades fundamentales que forman parte de una estrategia holística:

## Imagen II: Prioridades Operativas y Fundamentales



Fuente: Elaboración propia en base a sitio web para inversores de The Hershey Company

- Cacao: Crear comunidades y entornos prósperos detrás del ingrediente más importante. El cacao es la máxima prioridad ESG. La estrategia “Cocoa For Good” está diseñada para impactar positivamente en los desafíos sistémicos, sociales y ambientales en las comunidades cacaoteras.
- Abastecimiento Responsable y Derechos Humanos: Utilizar una debida diligencia robusta y estándares líderes en el mercado para proteger personas a lo largo de toda la cadena de valor. Buscan infundir bondad en toda la cadena de valor respetando los derechos de las personas y las comunidades e insistiendo en ingredientes cultivados de manera sostenible y de origen responsable.
- Medioambiente: Mejorar las operaciones para cumplir objetivos de alto impacto en materia de clima, residuos y embalaje.
- Personas: Crear y fomentar formas para que cada vez más personas puedan ser ellas mismas y prosperen. En Hershey, fomentan una cultura de unión y colaboración donde la gente se sienta escuchada, valorada y apoyada para hacer su mejor trabajo cada día. Se esfuerzan por fomentar lugares de trabajo donde la inclusión sea un reflejo, no una iniciativa, y todos los empleados puedan prosperar.
- Juventud: Brindar a los jóvenes las herramientas para crear futuros compasivos, exitosos y conectados. Conectar a los niños con futuros mejores,

promueven el hecho de que cada niño merece la oportunidad de alcanzar su máximo potencial.

- Comunidad: Los empleados de Hershey deben sentir orgullo de vivir el valor de marcar la diferencia. Todos deben continuar con el legado de bondad, apoyo y presencia de Milton Hershey en las comunidades.



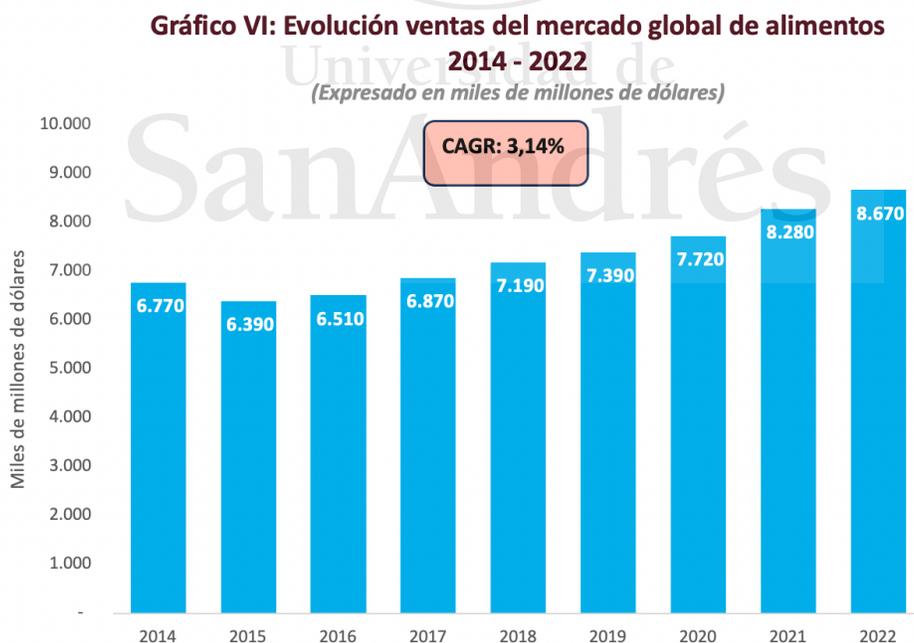
Universidad de  
**San Andrés**

## 2 Análisis de la Industria

### 2.1 Industria y mercado de alimentos a nivel global

El mercado de alimentos es comúnmente subdividido en 13 segmentos que abarcan una amplia variedad de productos, incluyendo alimentos procesados y alimentos frescos o no procesados. Durante el año 2022, este mercado global exhibió ingresos por un total de 8,67 billones de dólares en todo el mundo, teniendo en cuenta la totalidad de los segmentos mencionados anteriormente. Esta cifra refleja la importancia y la dimensión significativa de la industria alimentaria a nivel mundial.

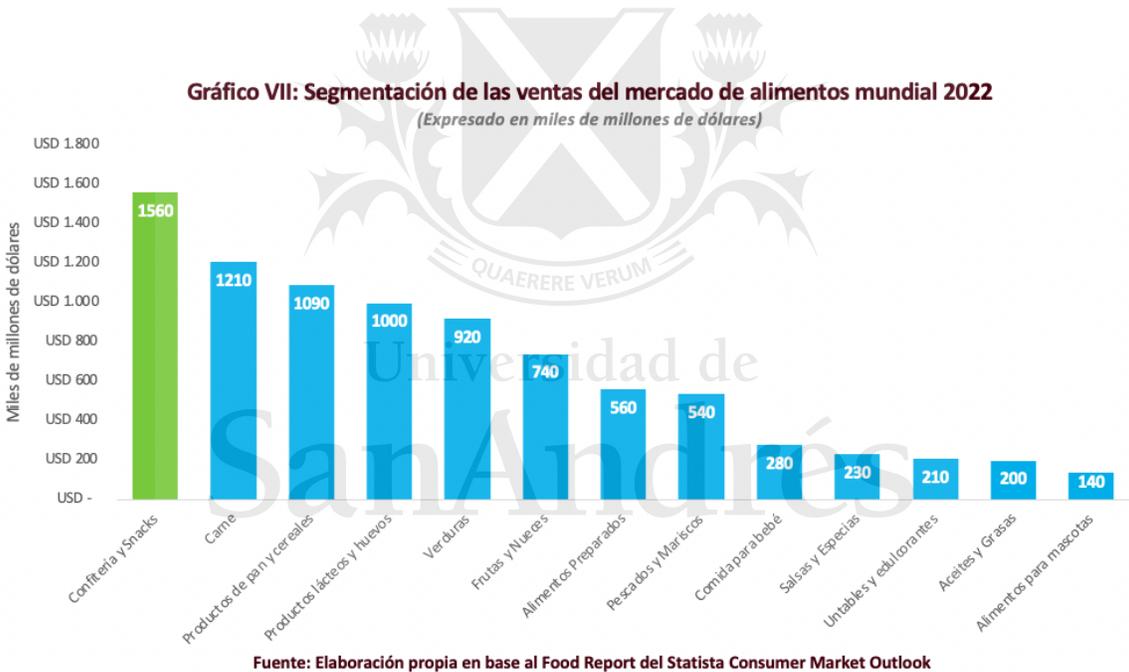
En el período comprendido entre 2015 y 2022, el mercado global de alimentos ha experimentado un crecimiento constante, alcanzando su punto máximo en 2021 con un 7,25% de aumento porcentual en las ventas. Si observamos un período de ocho años, desde 2014 hasta 2022, la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (CAGR) se situó en un 3,14%. Estos datos indican una trayectoria de crecimiento sostenido en la industria alimentaria a nivel mundial en los últimos años, probablemente consecuencia del incremento de la demanda por parte de los consumidores e, incluso, la evolución creciente de la población a nivel mundial.



Fuente: Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Situándonos en el segmento que consideramos más importante para la presente investigación dado que es donde se ubica la operatoria de Hershey, durante el 2022, el segmento de “confitería y snacks” representó la mayor participación del mercado global de alimentos con un 18% (1,56 billones de dólares), seguido por el segmento de Carne con un 14% (1,21 billones de dólares) y luego el de pan y cereales con 13% (1,09 billones de dólares).

El punto mencionado anteriormente se puede visualizar de manera clara en el gráfico a continuación, donde se evidencia que el segmento de Confitería y Snacks tuvo un papel destacado en 2022 en cuanto al volumen de ventas, mientras que el de alimentos para mascotas mostró el menor nivel de relevancia. Este gráfico proporciona una representación visual de la importancia relativa de los diferentes segmentos dentro del mercado de alimentos durante el año 2022.



A nivel mercado, podemos identificar algunos drivers que se encuentran impulsando las nuevas tendencias de consumo dentro del mercado global de alimentos.

Por un lado, se percibe una amplia tendencia hacia el consumo de alimentos orgánicos, probablemente porque los temas relacionados con la salud y la sostenibilidad ocupan un lugar destacado en la cotidianeidad actualmente, sobre todo el hecho de evitar ciertos sabores y edulcorantes artificiales. Sin embargo, varias encuestas demuestran que los

consumidores de Norteamérica y el norte de Europa no suelen tener tiempo para poder tener un plan de alimentación adecuado.

Por otro lado, hay otro factor emergente en los últimos años relacionado con los canales de venta, en auge sobre todo luego del fenómeno del COVID-19, y es el eCommerce o comercio electrónico. El surgimiento de este tipo de canales de venta ha sido un gran cambio sobre todo para los vendedores minoristas y también ha sido de gran influencia sobre los comportamientos de compra. Igualmente, en Estados Unidos, las grandes cadenas de supermercados e hipermercados siguen siendo el mayor canal de ventas representando un 72% de las ventas del mercado de alimentos dentro de dicho país.

## 2.2 Segmento de Confitería y Snacks

El segmento de Confitería y Snacks cubre alimentos dulces y salados, como chocolate, dulces de azúcar, helados, productos de pastelería, papas fritas, chips, pretzels, galletas dulces y saladas, entre otros. Si bien actualmente las últimas tendencias de consumo tienden a explicar que los consumidores se preocupan por los hábitos de alimentación saludable y prefieren la comida orgánica, aún la mayoría de los ingresos del mercado global de alimentos se evidencia dentro de un segmento que corresponde a alimentos procesados.

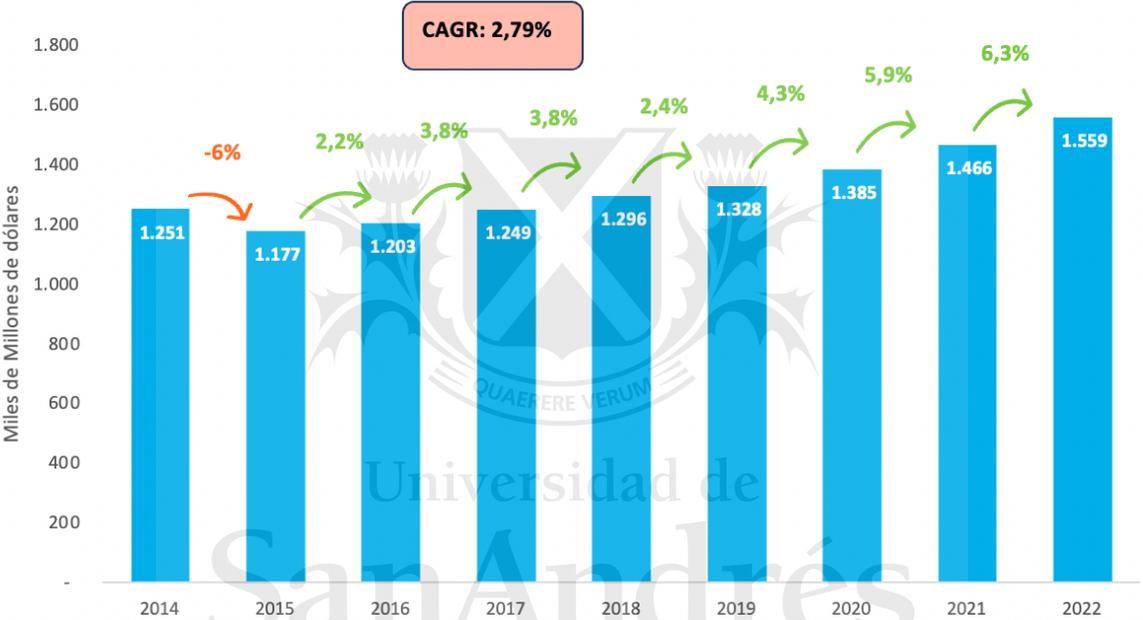
**Tabla IV: Ventas del Mercado Global de alimentos 2022**

Segmento	Miles de M	%
Confitería y Snacks	USD 1.560	18%
Carne	USD 1.210	14%
Productos de pan y cereales	USD 1.090	13%
Productos lácteos y huevos	USD 1.000	12%
Verduras	USD 920	11%
Frutas y Nueces	USD 740	9%
Alimentos Preparados	USD 560	6%
Pescados y Mariscos	USD 540	6%
Comida para bebé	USD 280	3%
Salsas y Especias	USD 230	3%
Untables y edulcorantes	USD 210	2%
Aceites y Grasas	USD 200	2%
Alimentos para mascotas	USD 140	2%
<b>Total</b>	<b>USD 8.680</b>	

**Fuente: Food Report del Statista Consumer Market Outlook**

Durante los últimos siete años, las ventas del segmento han mantenido una tendencia alcista con un leve incremento porcentual interanual de entre un 2% y 6%, alcanzando el máximo en el año 2022. La CAGR para el período comprendido en los últimos 8 años, entre 2014 y 2022, ha sido del 2,79%. En cuanto a la importancia de este segmento sobre las ventas totales, a lo largo de los últimos ocho años los ingresos por ventas de confitería y snacks siempre se han mantenido en un 18% sobre el total del mercado global de alimentos.

**Gráfico VIII: Evolución Ingresos segmento Confitería y Snacks 2014 - 2022**  
*(Expresado en miles de millones de dólares)*



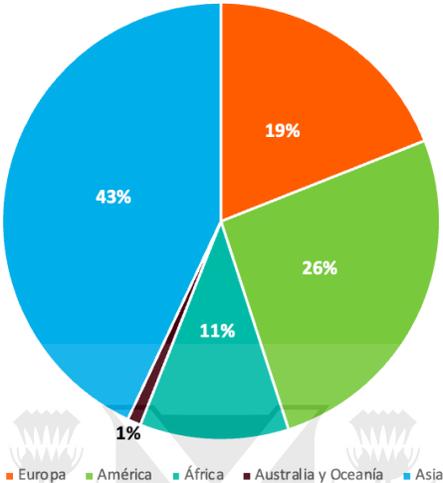
Fuente: Elaboración propia en base al Food Report del Statista Consumer Market Outlook

En cuanto a volumen, durante el 2022 hubo un incremento del 0,62% alcanzando ventas totales de 195,8 mil millones de kg dentro de este segmento. Dividiendo el segmento de confitería y snacks, el subsegmento de confitería representa el 68% de las ventas mientras que los Snacks el 32% restante.

Geográficamente hablando, Asia es el continente con mayor participación dentro de los ingresos globales del segmento de confitería y snacks con un 43%, seguido por Europa con un 19% y América con un 26%. Dentro de Europa fue Rusia el país con mayor cantidad de ventas dentro de este segmento con 30 mil millones de dólares, mientras que en América lo fue Estados Unidos con 292 mil millones de dólares. Esto denota la importancia que posee

Estados Unidos, el país donde mayor operatoria posee Hershey, en el segmento de Confitería y Snacks a nivel continente.

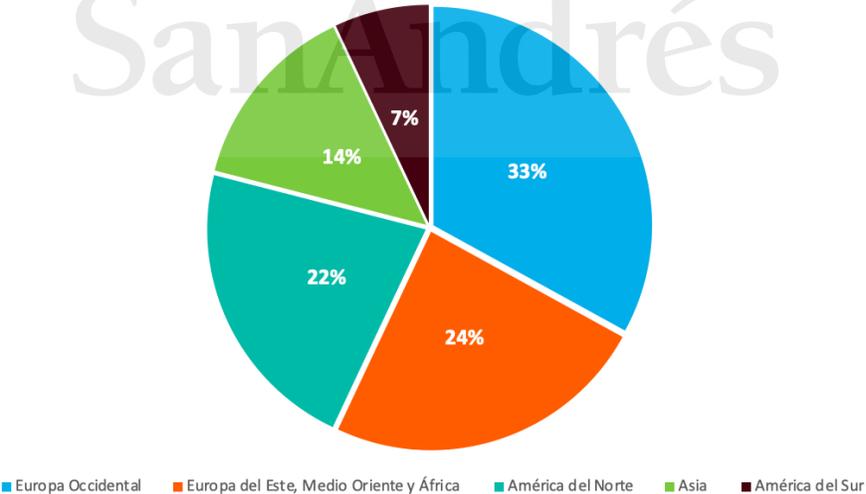
**Gráfico IX: Participación en los Ingresos del segmento 2022**



Fuente: Food Report del Statista Consumer Market Outlook

Sin embargo, podemos visualizar que si consideramos particularmente el segmento de confitería Asia pierde relevancia y adquiere una mayor importancia continentes como Eruopa e incluso América del norte con una cuota de mercado del 22%, en este último se ubica la operatoria principal de Hershey.

**Gráfico X: Cuota de mercado del segmento de confitería global 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

### 2.3 Mercado de Alimentos en Estados Unidos

Como bien se abordó en la primer sección, dado que más del 90% de la operatoria de The Hershey Company se encuentra en América del Norte, nos parece pertinente analizar cómo fue evolucionando el mercado de Estados Unidos en particular.

**Tabla V: Ingresos del Mercado de alimentos de EEUU - 2022**

Segmento	Miles de M	%
Confitería y Snacks	USD 293,27	31%
Carne	USD 121,06	13%
Productos lácteos y huevos	USD 94,33	10%
Verduras	USD 86,01	9%
Frutas y Frutos Secos	USD 81,49	9%
Productos de pan y cereales	USD 67,54	7%
Alimentos para mascotas	USD 53,04	6%
Alimentos Preparados	USD 48,57	5%
Salsas y Especias	USD 29,00	3%
Pescados y Mariscos	USD 27,96	3%
Aceites y Grasas	USD 15,64	2%
Untables y edulcorantes	USD 10,87	1%
Comida para bebé	USD 8,11	1%
<b>Total</b>	<b>USD 936,89</b>	

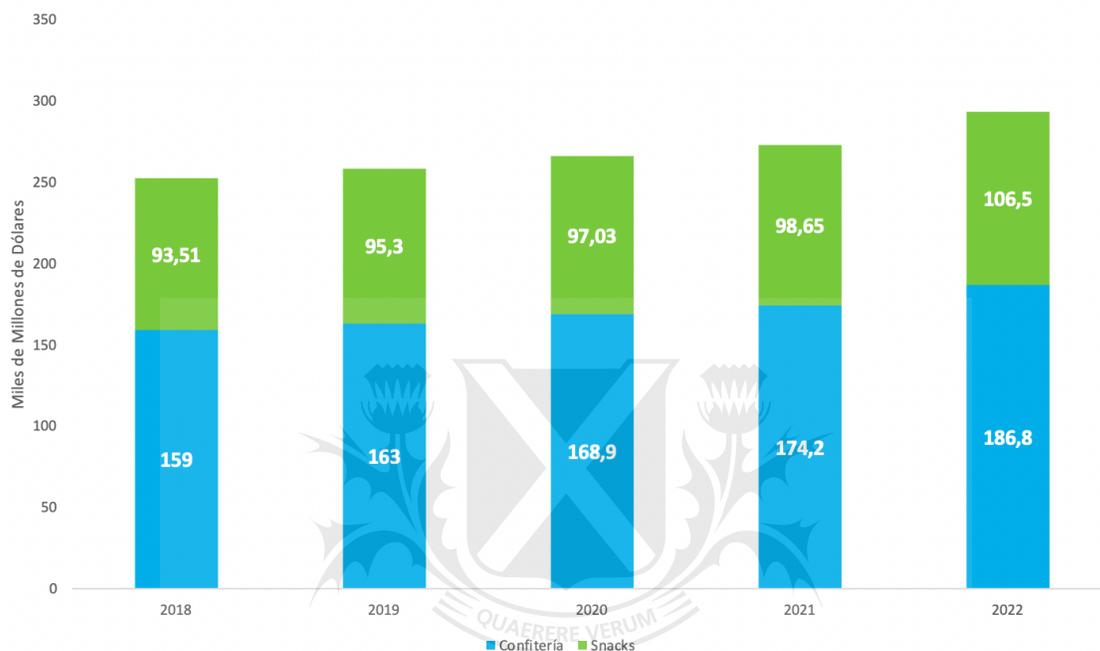
Fuente: Elaboración propia en base a Statista

En comparación al mercado global de alimentos, podemos ver que en Estados Unidos el segmento de confitería y snacks toma aún más relevancia alcanzado una cuota de mercado del 30% por sobre la ventas totales del mercado de alimentos en dicho país. Este segmento tuvo un crecimiento del 7,28% en comparación al 2021. Esto demuestra que, geográficamente hablando, en el mercado donde Hershey posee mayor operatoria, el segmento toma mayor importancia y da lugar a la compañía a obtener mayores ingresos provenientes del volumen de ventas.

Hay varios factores de la industria del consumo estadounidense que favorecen el volumen de ventas de productos como los que elabora The Hershey Company. En primer lugar, el gran consumo que existe de alimentos procesados. Si bien, como se mencionó anteriormente, en los últimos años ha habido un crecimiento la demanda de alimentos saludables, en este país sigue predominando el consumo de snacks, alimentos congelados y enlatados. Por otro lado, otro de los aspectos a destacar son los canales de venta predominantes. En Estados Unidos, las grandes cadenas de supermercados y otras tiendas de retail juegan un papel fundamental en la distribución de alimentos en general y también

para Hershey. Como bien se mencionó en la sección 1, los principales clientes de Hershey son los supermercados, tiendas y demás revendedores minoristas. Incluso, también se mencionó que el 28% de las ventas del 2022 correspondieron a Walmart.

**Gráfico XI: Evolución Ingresos segmento Confitería y Snacks Estados Unidos 2018 - 2022**  
(Expresado en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

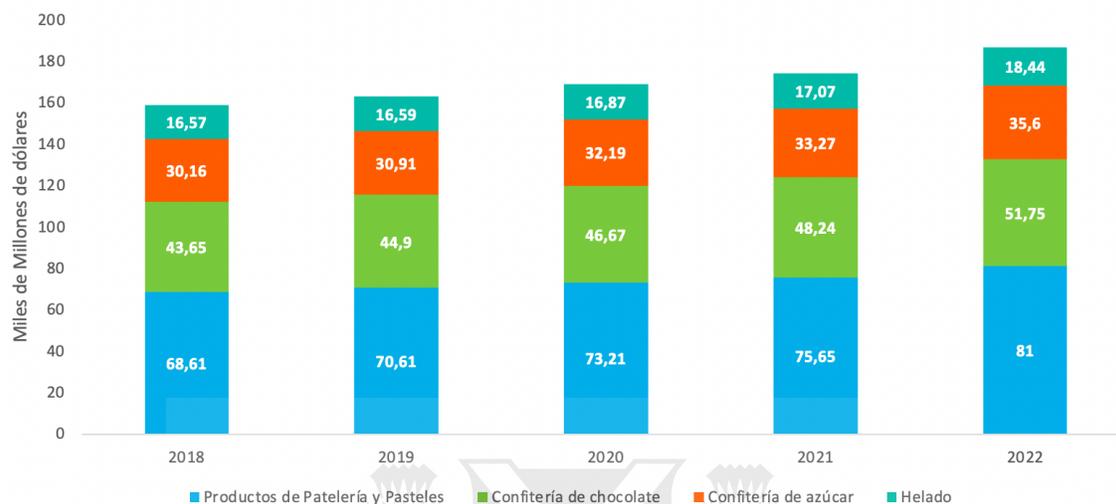
Aproximadamente el 64% de los ingresos del 2022 de este segmento de estados unidos corresponde al mercado de confitería. Durante el 2018 y 2021 el segmento fue creciendo a un ritmo constante de entre un 2% y 3%, sin embargo, en 2022 logró un crecimiento interanual del 7,5% con respecto al período anterior.

Asimismo, podemos dividir el segmento de confitería en cuatro subsegmentos comprendidos por productos de pastelería y pasteles, confitería de chocolate, confitería de snacks y helados.

En el siguiente gráfico, podemos visualizar que, considerando los ingresos, el subsegmento de productos de pastelería lidera el segmento, seguido por la confitería de chocolate donde se ubican la mayoría de los productos de The Hershey Company.

**Gráfico XII: Ingresos del mercado de confitería por subsegmento en Estados Unidos 2018 - 2022**

*(Expresado en miles de millones de dólares)*



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

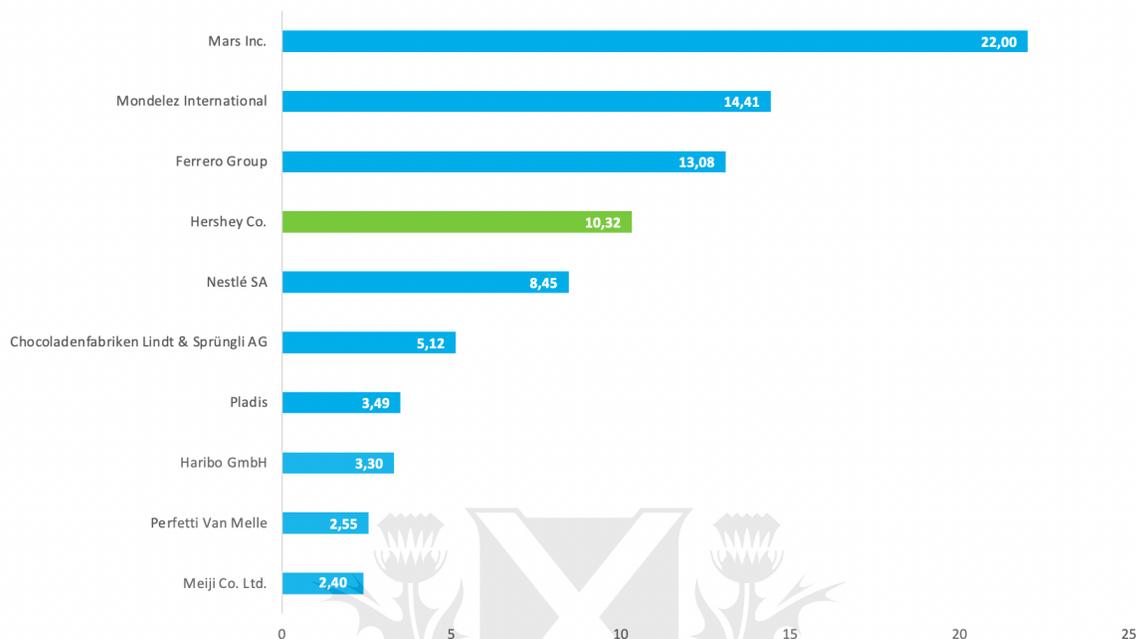
Los ingresos de los productos de confitería de chocolate representaron, durante los últimos cinco años, el 27% de los ingresos totales de este segmento. Asimismo, podemos evidenciar que en los últimos años fue teniendo un crecimiento sostenido de entre un 2% y 3%, alcanzando un máximo de crecimiento de un 7,21% para el año 2022.

#### 2.4 Posicionamiento de The Hershey Company

Teniendo en cuenta las ventas a nivel mundial durante el 2022, dentro del segmento de confitería podemos identificar que Hershey se ubica en cuarto lugar convirtiéndose en uno de los líderes del mercado. Las tres principales empresas según el nivel de ventas de confitería son Mars Inc en primer lugar, seguida por Mondelez International y Ferrero Group. Entre las cuatro compañías acaparan el 70% de las ventas de las 10 principales empresas teniendo en cuenta volumen de ventas del segmento de confitería.

**Gráfico XIII: Ventas mundiales del Top 10 Compañías de Dulces 2022**

(Expresado en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de [www.candyindustry.com](http://www.candyindustry.com)

En el gráfico anterior podemos evidenciar que Hershey ocupa el cuarto lugar a nivel mundial teniendo en cuenta los ingresos durante 2022 de las compañías de dulces.

Sin embargo, creemos pertinente para lograr un mayor entendimiento de la industria, analizar la cuota de mercado que fue teniendo cada una de las 10 principales compañías de dulces y visualizar qué crecimiento fueron teniendo a lo largo de los últimos años, es decir si ganaron o perdieron cuota de mercado, o simplemente acompañaron el crecimiento de la industria. Para esto, analizaremos los valores en términos absolutos y luego su representación porcentual sobre el total de ingresos.

En la tabla VI podemos identificar que las primeras tres empresas del ranking han mantenido su posicionamiento como las principales compañías en términos de niveles nominales de ventas a nivel global. Sin embargo, para el caso de Hershey, podemos evidenciar, al igual que en las secciones anteriores, que fue logrando un crecimiento de las ventas e incluso a primera vista podríamos percibir, a partir de esta primer tabla, que ha ido ganando cuota de mercado. De hecho a partir del año 2018 ha alcanzado el cuarto lugar en materia de nivel de ventas desplazando a Nestlé SA. <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Si bien según la información suministrada en la tabla podríamos decir que por varios años Meiji Co. Ltd (Tokio), a partir del 2021 la compañía comenzó a segmentar por separado sus ventas dentro del segmento de la confitería pudiendo obtener el dato preciso.

**Tabla VI: Ingresos Globales Top 10 compañías de Dulces 2017 - 2022**

<i>(Expresado en millones de dólares)</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Mars Inc.	18.000	18.000	18.000	20.000	20.000	22.000
Mondelez International	11.570	11.792	11.800	11.467	14.268	14.413
Ferrero Group	12.000	12.390	13.000	13.566	11.775	13.081
Hershey Co.	7.533	7.779	7.986	8.066	8.971	10.317
Nestlé SA	8.818	6.135	7.925	7.636	8.203	8.451
Chocoladenfabriken Lindt & Sprüngli AG	4.106	4.374	4.574	4.331	4.957	5.119
Pladis	2.816	2.816	4.515	4.655	3.966	3.493
Haribo GmbH	3.180	3.300	3.300	3.300	3.300	3.300
Perfetti Van Melle	2.929	3.086	2.672	3.150	3.018	2.546
Meiji Co. Ltd.	9.652	9.662	9.721	10.075	1.058	2.397
<b>Total Top 10</b>	<b>80.604</b>	<b>79.334</b>	<b>83.493</b>	<b>86.246</b>	<b>79.516</b>	<b>85.117</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de [www.candyindustry.com](http://www.candyindustry.com)

Ahora bien, creemos importante analizar cómo fue evolucionando porcentualmente la cuota de mercado de cada una de estas empresas, pero en particular de The Hershey Company.

**Tabla VII: Cuota de Mercado de Top 10 Compañías de Dulces 2017 - 2022**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Mars Inc.	22,3%	22,7%	21,6%	23,2%	25,2%	25,8%
Mondelez International	14,4%	14,9%	14,1%	13,3%	17,9%	16,9%
Ferrero Group	14,9%	15,6%	15,6%	15,7%	14,8%	15,4%
Hershey Co.	9,3%	9,8%	9,6%	9,4%	11,3%	12,1%
Nestlé SA	10,9%	7,7%	9,5%	8,9%	10,3%	9,9%
Chocoladenfabriken Lindt & Sprüngli AG	5,1%	5,5%	5,5%	5,0%	6,2%	6,0%
Pladis	3,5%	3,5%	5,4%	5,4%	5,0%	4,1%
Haribo GmbH	3,9%	4,2%	4,0%	3,8%	4,2%	3,9%
Perfetti Van Melle	3,6%	3,9%	3,2%	3,7%	3,8%	3,0%
Meiji Co. Ltd.	12,0%	12,2%	11,6%	11,7%	1,3%	2,8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de [www.candyindustry.com](http://www.candyindustry.com)

**Tabla VIII: Evolución Cuota de Mercado de Top 10 Compañías de Dulces 2017 - 2022**

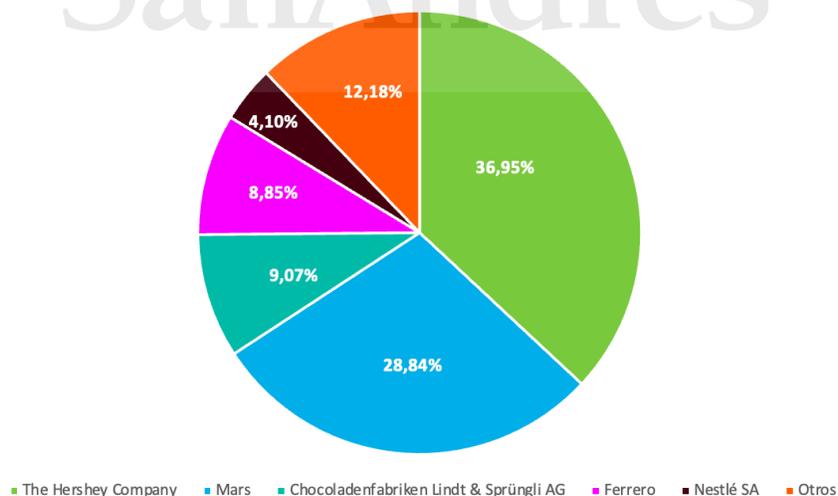
	2018	2019	2020	2021	2022
Mars Inc.	0,4%	-1,1%	1,6%	2,0%	0,7%
Mondelez International	0,5%	-0,7%	-0,8%	4,6%	-1,0%
Ferrero Group	0,7%	0,0%	0,2%	-0,9%	0,6%
Hershey Co.	0,5%	-0,2%	-0,2%	1,9%	0,8%
Nestlé SA	-3,2%	1,8%	-0,6%	1,5%	-0,4%
Chocoladenfabriken Lindt & Sprüngli AG	0,4%	0,0%	-0,5%	1,2%	-0,2%
Pladis	0,1%	1,9%	0,0%	-0,4%	-0,9%
Haribo GmbH	0,2%	-0,2%	-0,1%	0,3%	-0,3%
Perfetti Van Melle	0,3%	-0,7%	0,5%	0,1%	-0,8%
Meiji Co. Ltd.	0,2%	-0,5%	0,0%	-10,4%	1,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de [www.candyindustry.com](http://www.candyindustry.com)

En la tabla VIII se demuestra que, si bien las ventas nominales de Hershey aumentaron constantemente durante los últimos años, no siempre fue ganando cuota de mercado. De hecho, la misma se mantiene bastante estable por lo que podríamos concluir que acompaña el crecimiento que va teniendo la industria, habiendo tenido en los últimos años una variación máxima de un 1,9% en 2021. Asimismo, podemos evidenciar que durante los años 2019 y 2020 perdió un 0,2% de cuota de mercado.

Por su parte, Nestlé SA si ha tenido una variación porcentual importante en 2018 quedando desplazada durante los años siguientes por Hershey quien fue ocupando el cuarto puesto en niveles de ventas sobre confitería a nivel global.

**Gráfico XIV: Cuota de Mercado de las Empresas Líderes de Confitería de Chocolate en Estados Unidos 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Igualmente, en el gráfico XIV, podemos visualizar que si tomamos particularmente el segmento de confitería de chocolate en Estados Unidos la empresa líder es Hershey alcanzando una cuota de mercado del 36,95% y Mars ocupa el segundo lugar con un 28,84%.

Por tal motivo, podemos concluir que en Estados Unidos que es el principal mercado donde opera la compañía, Hershey ocupa un lugar líder en el mercado del chocolate acaparando más del 35% de las ventas de este segmento.

Podemos justificar el liderazgo dentro de esta industria en varias ventajas competitivas que se identifican en Hershey. Dentro de estas ventajas, podemos mencionar las siguientes:

- Hershey posee una identidad de marca sólida y ampliamente reconocida dada su larga trayectoria que fue explicada junto con la historia de la compañía. Esto les brinda una gran ventaja generando cierta lealtad en los clientes.
- Tal como se mencionó en la primer sección, posee una amplia variedad de productos que van desde chocolates y golosinas, hasta snacks y otros productos salados. Esta diversidad le permite llegar a diversos mercados y a una gran cantidad de consumidores adaptándose a las cambiantes tendencias de consumo que existen en el mercado
- Dada la magnitud de la compañía, logró alcanzar economías de escala que permite abaratar costos de producción y, además, logró tener una distribución global de sus productos pudiendo alcanzar diferentes mercados y ser una marca reconocida a nivel global por sus productos de confitería.
- Además, ha demostrado tener una gran capacidad de innovación en sus productos para adaptarse a las tendencias cambiantes y ha logrado concretar diversos procesos de adquisición. Asimismo, invierte en investigación y desarrollo, nuevas estrategias de marketing y genera asociaciones estratégicas.
- Hershey mantiene que posee una buena relación con sus proveedores de suministro de cacao, asegurando el acceso a productos de alta calidad a los precios más competitivos del mercado
- Por último, como se mencionó en la primer sección, la compañía también invierte en prácticas de responsabilidad social, cómo la sustentabilidad y prácticas éticas relativas a su cadena de suministro, lo cual mejora su imagen de marca y atrae a

aquellos consumidores que consideran estos aspectos a la hora de elegir un producto.

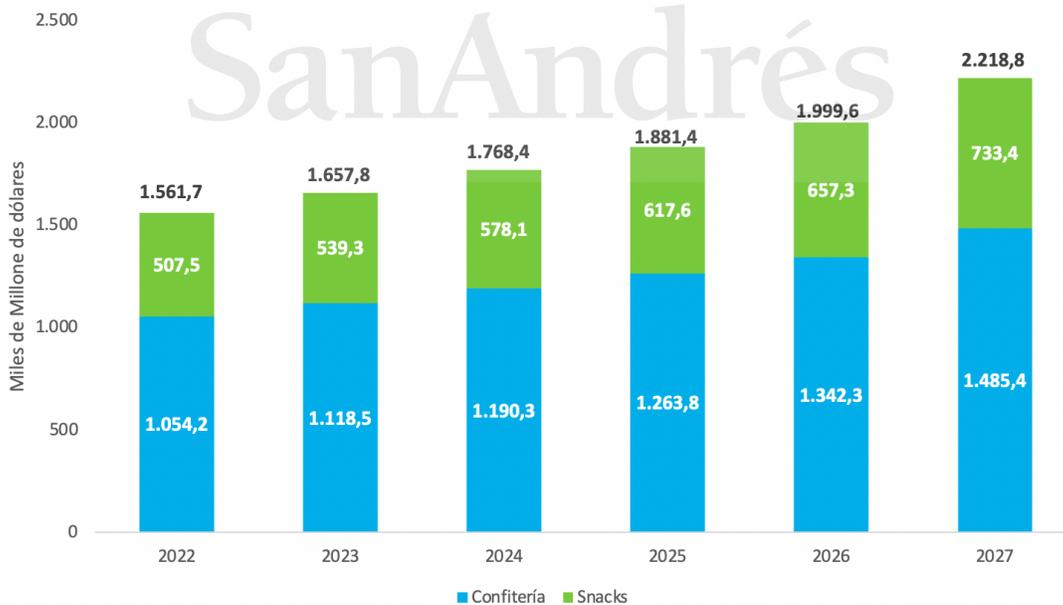
## 2.5 Expectativas de Crecimiento

Como se pudo verificar a lo largo de esta sección, la industria de alimentos se caracteriza por tener un crecimiento estable dado que no es una industria cíclica sino que su demanda es contante. Dado que se pudo verificar que la cuota de mercado de Hershey es estable, es importante destacar cuál es el crecimiento que está siendo proyectado para la industria en la que opera ya que ayudará a estimar cuál será su crecimiento.

La proyecciones que se detallarán a continuación se nutren de informes publicados en Statista, portal de estadística de estudios de mercado y diversos indicadores económicos. Se discriminan las proyecciones de crecimiento según los distintos segmentos que utiliza Hershey para reportar sus resultados.

Por un lado, el crecimiento esperado a nivel global para el segmento de confitería y snacks para los próximos cinco años es de una CAGR de 7,28% con crecimientos interanuales mayores al 6%.

**Gráfico XV: Proyección Ingresos Confitería y Snacks Global 2022 - 2027**  
(Expresado en miles de millones de dólares)

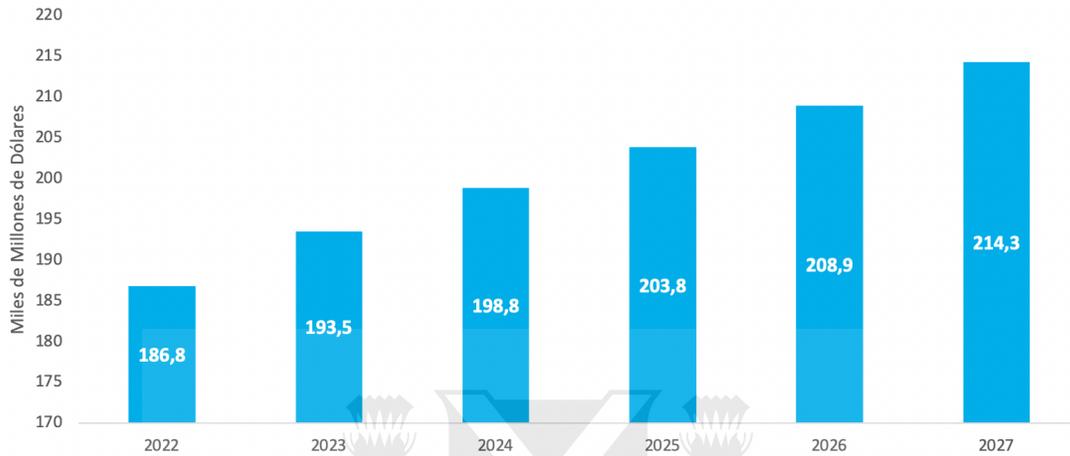


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Por otro lado, según las proyecciones publicadas en Statista<sup>2</sup>, entre el 2022 y 2027 las ventas del segmento de confitería en Estados Unidos crecerán con una CAGR de 2,78%.

**Gráfico XVI: Proyección Ingresos Segmento de Confitería en EEUU 2022 - 2027**

*(Expresado en miles de millones de dólares)*

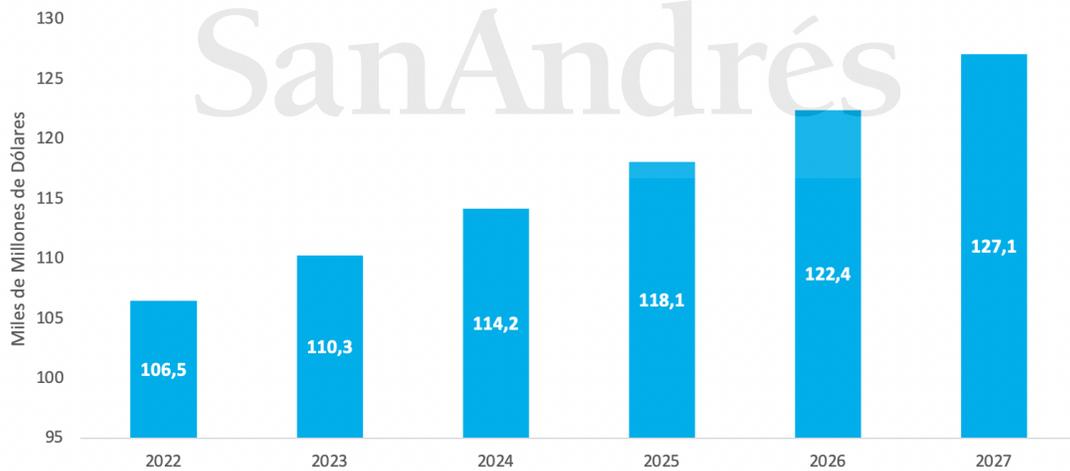


Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Por último, en cuanto al segmento de snacks en Estados Unidos, podemos verificar que el CAGR para este período sería de 3,6%. Este crecimiento nos permitiría estimar cuál será el crecimiento futuro al que podrían enfrentarse las ventas de bocadillos salados en América del Norte.

**Gráfico XVII: Proyección Ingresos Segmento de Snacks en EEUU 2022 - 2027**

*(Expresado en miles de millones de dólares)*



Fuente: Elaboración propia en base a Statista

<sup>2</sup> Statista Insights. <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/united-states?currency=usd#revenue>

### 3 Análisis Financiero

#### 3.1 Ratios e Indicadores de Rentabilidad

En primer lugar analizaremos cómo es la tendencia de la evolución de los márgenes de los últimos años con respecto las ventas de la compañía.

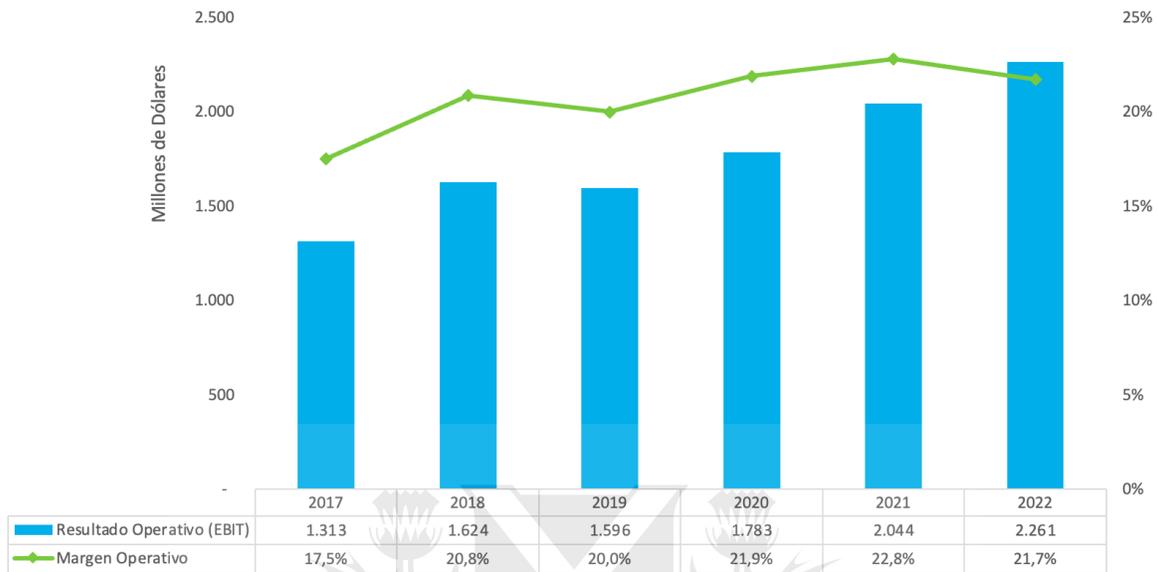


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

El margen bruto representa la diferencia entre los ingresos por ventas y el costo de los bienes vendidos, nos proporciona información sobre la eficiencia que tiene la compañía relacionada con la gestión de sus costos de producción.

Podemos verificar en el gráfico XVIII que en los últimos años el margen bruto mantuvo valores porcentuales entre 45% y 46%, pero el último año el margen bruto disminuyó aproximadamente 200 puntos básicos en comparación al 2021. La disminución se debe en mayor medida a dos factores, por un lado, la valoración desfavorable que se viene viendo de los instrumentos de derivados de materias primas (cacao) y, por otro lado, mayores costos en la cadena de suministro, logística y mano de obra producto de la inflación. De hecho, se puede apreciar en el estado de resultado de Hershey que, si bien las ventas se incrementaron en un 16,1%, el costo de ventas se aumentó un 20,3%.

**Gráfico XIX: Evolución del Margén Operativo 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)

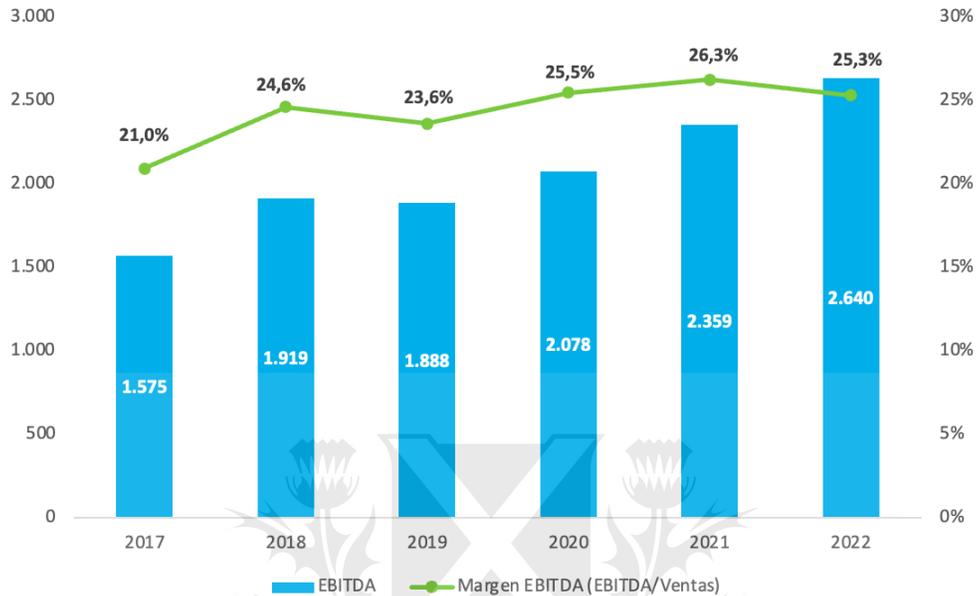


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

Los factores mencionados, también tuvieron un impacto sobre el margen operativo. Como se puede visualizar en el gráfico XIX, nominalmente hablando, el resultado operativo aumentó un 10,6% en 2022 pero, el margen operativo disminuyó alcanzando un valor del 21,7% a comparación del 2021 donde se visualizó el máximo de los últimos años con un 22,8%. La disminución se debe a los factores que también afectaron el margen bruto y a mayores gastos incurridos en lo que respecta a ventas y marketing, y costos asociados a las adquisiciones recientes. Igualmente, se puede verificar que las variaciones sobre el margen operativo no son significativas y se ha mantenido bastante estable durante los últimos años manejando un promedio del 21,4%.

También es interesante analizar cómo fue evolucionando el EBITDA de la compañía y cómo fue acompañando este crecimiento el margen sobre las ventas. Si bien el crecimiento del EBITDA no fue estable durante los últimos cinco años, teniendo un decrecimiento de casi un 2% en 2019 y luego alcanzando crecimientos de aproximadamente un 12% entre 2021 y 2022, su porcentaje sobre las ventas si ha sido bastante estable. El margen EBITDA, es decir el cociente entre esta variable y las ventas, se ha mantenido en torno a un 23% y 26% durante los últimos cinco años.

**Gráfico XX: Evolución EBITDA y Margen EBITDA 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



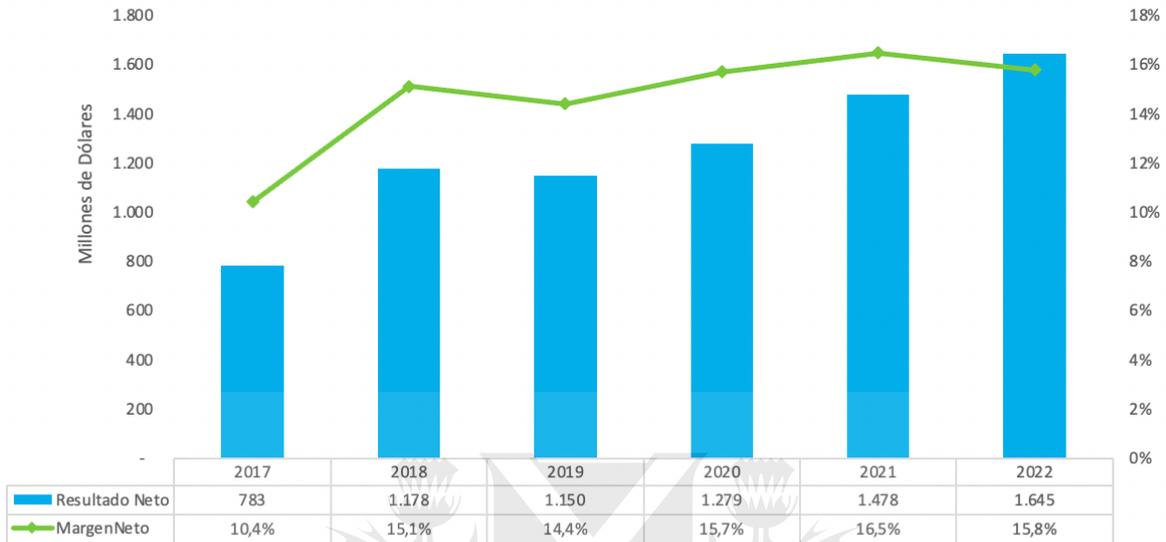
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

El resultado neto se ha ido incrementando año a año durante los últimos años, alcanzando un pico máximo en 2022 de 2.261 millones de dólares. El último año se incrementó en 167,3 millones de dólares que equivale a un incremento porcentual del 11,3%.

Este incremento fue impulsado principalmente por la mayor utilidad bruta y operativa, y un menor impuesto a las ganancias. Igualmente ese incremento fue compensando parcialmente por los mencionados costos de marketing y ventas.

Sin embargo, el margen neto disminuyó el último año un 1,1%, esto tiene que ver en gran medida también con la disminución del margen bruto y operativo. Lo expuesto, puede evidenciarse en el gráfico XXI.

**Gráfico XXI: Evolución del Margen Neto 2017 - 2022**  
*(Expresado en millones de dólares)*

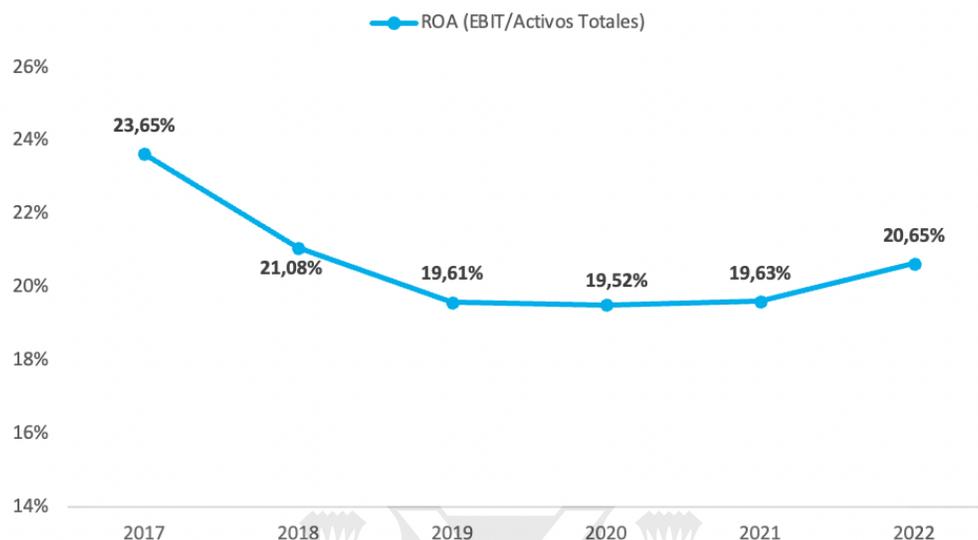


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

Dejando de a un lado los márgenes sobre ventas, también es posible analizar la rentabilidad teniendo en cuenta el ROA (Rentabilidad sobre Activos) y ROE (Rentabilidad sobre Equity).

El ROA es un indicador financiero que calcula la rentabilidad sobre los activos totales de la compañía sin tener en cuenta cómo fueron financiados los mismos. Para determinarlo se calcula el cociente entre el EBIT o Utilidad Operativa y el valor de los activos totales de la compañía. Cabe mencionar que hay diversos criterios que pueden utilizarse para calcular el rendimiento sobre los activos. En este caso, tomaremos los activos totales del año 2022, pero también hay quienes lo calculan sobre los activos disponibles al inicio del ejercicio, es decir los activos totales al cierre del ejercicio anterior, o bien quienes realizan un promedio entre ambos activos.

**Gráfico XXII: Evolución del ROA de Hershey 2017 - 2022**



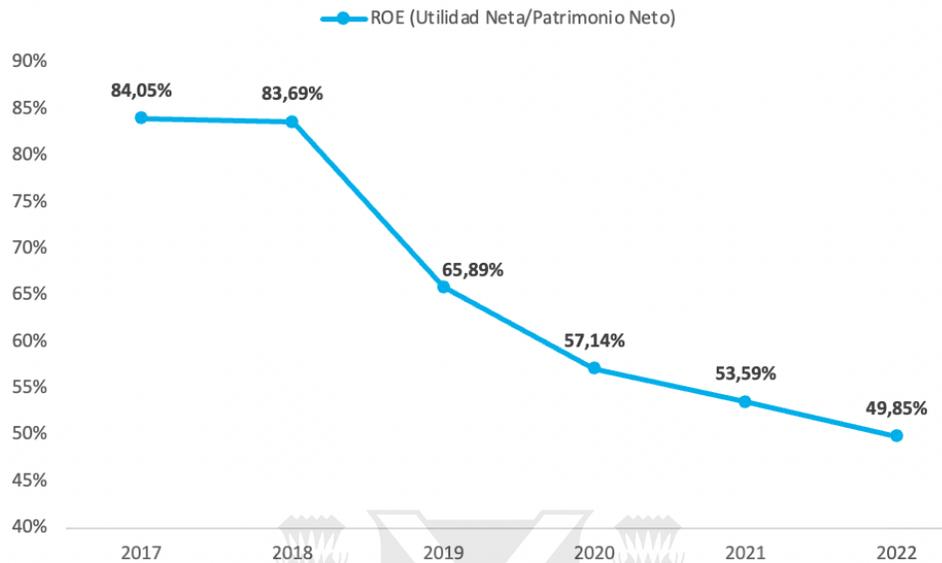
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En el gráfico XXII, podemos verificar que en este caso el ROA no tiende a mantener una tendencia al alza o a la baja por lo que no podríamos concluir que existe una constante mejora en la eficiencia del uso de los activos y su rentabilidad. Dentro los cinco períodos analizados, podemos identificar que en los primeros tres de ellos el ROA fue bajando respecto al período anterior mientras que en 2021 y 2022 hubo un leve incremento porcentual. Igualmente, podemos destacar que en los últimos cinco años el ROA se mantuvo en niveles de entre un 19,5% y 23,6%.

En cuanto al ROE, sirve para calcular la rentabilidad del equity en relación al beneficio neto de la empresa. Es decir, mide el beneficio obtenido en función del capital invertido. Para calcularlo se realiza el cociente entre la utilidad neta y el capital contable de la compañía.

Al igual que con el ROA, si bien pueden efectuarse el cálculo según múltiples criterios, en este caso tomaremos el capital al 31 de diciembre del 2022.

**Gráfico XXIII: Evolución del ROE de Hershey 2017 - 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En contraste con el ROA, si podemos evidenciar un descenso sostenible del ROE a durante los últimos 5 años. La explicación matemática para este acontecimiento es que dado que la utilidad neta que se ubica en el numerador del ratio crece a un ritmo más lento que el patrimonio neto, año a año el ROE va disminuyendo.

Sin embargo, para poder brindar un análisis más detallado tanto en cuanto al ROA como el ROE, creemos pertinente partir del análisis Dupont:

$$ROE = \underbrace{\frac{Utilidad\ Neta}{Ventas}}_{\text{Margen Neto}} \times \underbrace{\frac{Ventas}{Activo\ Total}}_{\text{Rotación de Activos}} \times \underbrace{\frac{Activo\ Total}{Patrimonio\ Neto}}_{\text{Ratio de Apalancamiento}}$$

{ }   
**ROA**

**Tabla IX: Análisis Dupont de Herhsey 2017 - 2022**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Neto	0,10	0,15	0,14	0,16	0,16	0,16
Rotación de Activos	1,35	1,01	0,98	0,89	0,86	0,95
Ratio de Apalancamiento	5,96	5,47	4,66	4,08	3,78	3,32

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

De la tabla precedente, podemos identificar los factores que afectaron durante los últimos años a la variación, más precisamente a la disminución, del ROA y ROE.

En cuanto al ROA, vemos que el factor determinante fue la disminución constante que hubo entre 2018 y 2021 del ratio de rotación de activos. Mientras que en el caso del ROE, además de la rotación de activos mencionada, su disminución se vio aún más acelerada dado que el ratio de apalancamiento ha ido disminuyendo continuamente a partir del año 2018.

### 3.2 Indicadores y Ratios de Actividad

En primer lugar, es importante analizar cuan eficiente es la gestión de Hershey sobre sus activos para generar ingresos. Esto se mide a partir del ratio de rotación de activos, que se calcula como el cociente entre las ventas netas de la compañía y los activos totales que poseía durante ese período de tiempo.

**Gráfico XXIV: Evolución Ratio de Rotación de Activos 2017 - 2022**

(Expresado en millones de dólares)

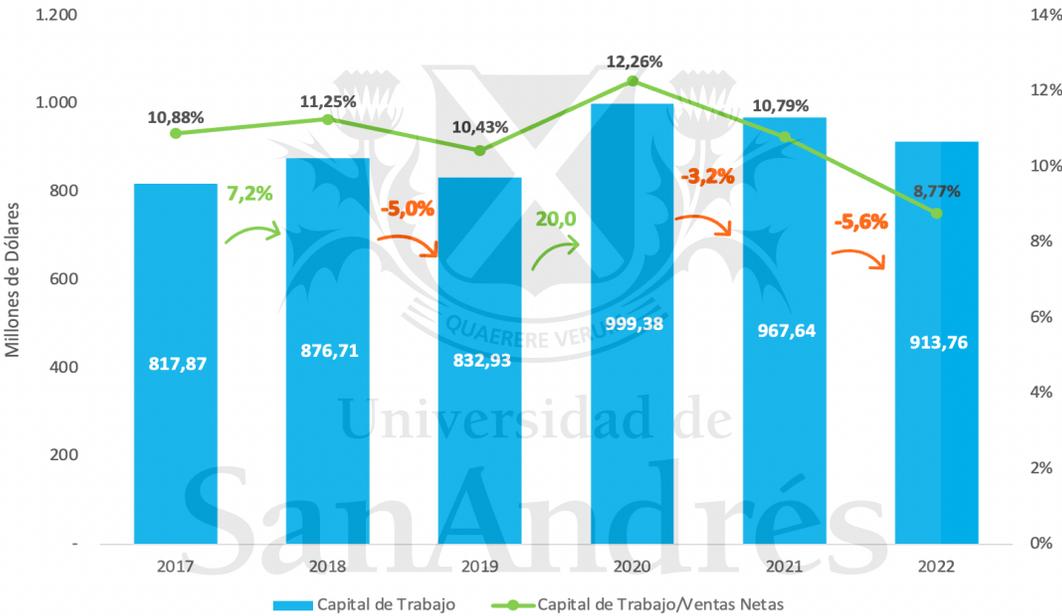


Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En el gráfico precedente, podemos verificar que si bien en el ratio de rotación de activos fue disminuyendo a lo largo de los últimos años, con un leve incremento en 2022, no necesariamente significa una ineficiente gestión de los activos. Podemos visualizar que, si bien en los últimos años las ventas fueron incrementando contantemente, el activo se incrementó a un ritmo más acelerado.

En cuanto al capital de trabajo, el mismo mide los recursos que posee una empresa disponibles para hacer frente a sus operaciones y obligaciones a corto plazo, es fundamental para poder garantizar la liquidez de la compañía. Se calcula teniendo en cuenta las cuentas a cobrar y los inventarios, y restándole las cuentas a pagar.

**Gráfico XXV: Evolución Capital de Trabajo 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En el gráfico XXV podemos visualizar que el capital de trabajo no ha sido una variable que se mantuvo constante a lo largo de los últimos años, ni acompañó el crecimiento sostenido que se fue dando en las ventas netas. El primer gran descenso se evidenció en el 2019, donde las cuentas a cobrar se redujeron en un 4% mientras que las cuentas a pagar se incrementaron en más de un 9%, los inventarios solo tuvieron una variación a la suba de un 3% aproximadamente. Sin embargo, durante el 2020, el fuerte incremento se dio por la suba en un 18,3% de los inventarios. Por último, tanto en 2021, como en 2022, hubo un fuerte incremento de las cuentas a pagar de corto plazo que afectaron directamente al disponible como capital de trabajo.

Dado que las variaciones del capital de trabajo tienen a ser muy volátiles, es conveniente también calcularlo como un porcentaje de las ventas para medirlo según la operatoria que fue teniendo la compañía. De esta manera, podemos verificar que durante los últimos 5 años siempre mantuvo valores de entre un 8,7% y 12,2% sobre las ventas, sin percibirse cambios significativos.

Otro factor que es importante destacar para comprender más sobre la actividad de la compañía es el ciclo de conversión de caja, que calcula el tiempo que transcurre entre que una empresa adquiere la materia prima necesaria para la producción y la venta del producto final.

El ciclo de conversión de caja se estima sumando la rotación de cuentas a cobrar y la rotación de inventario, menos la rotación de cuentas a pagar.

**Tabla X: Evolución Ciclo de Conversión de Caja 2017 - 2022**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rotación de Cuentas a Cobrar	29	28	26	28	27	25
Rotación de Inventario	68	68	68	79	73	72
Rotación de Cuentas a Pagar	47	43	46	48	51	60
<b>Ciclo de Conversión de Caja</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>49</b>	<b>37</b>

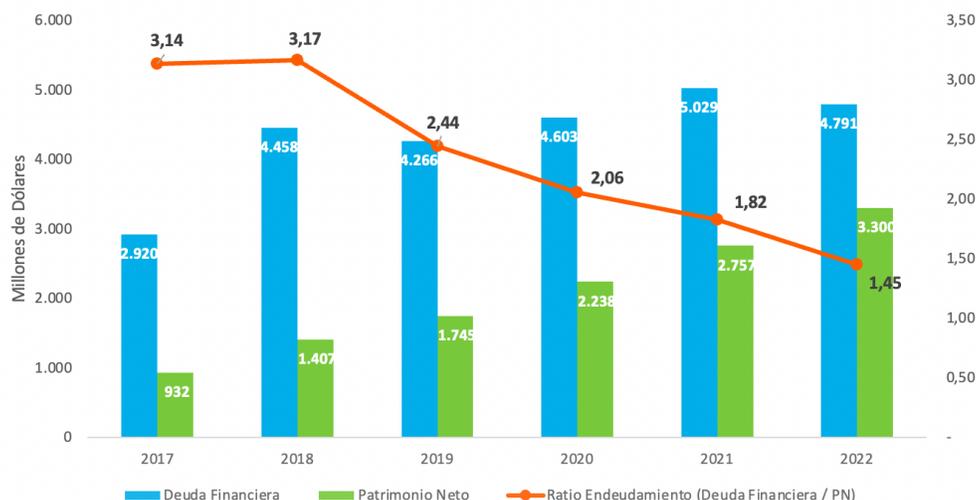
Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En la tabla X, podemos visualizar que la rotación de cuentas a cobrar se ha mantenido estable durante los últimos años, mientras que la rotación de inventario tuvo un salto de 11 días en 2020 y la rotación de cuentas a pagar también tuvo un incremento similar en 2022. En cuanto al ciclo de conversión de caja, el mayor incremento se vio en 2020 debido a que, como se mencionó anteriormente, la rotación de inventario se incrementó en un 16%. En líneas generales, podemos concluir que el último año el ciclo de conversión de caja tuvo una gran mejora con respecto al año anterior, alcanzando un valor de 37 días.

### 3.3 Indicadores Financieros y Estructura de Capital

En cuanto al financiamiento, Hershey mantiene tanto obligaciones financieras a corto plazo como a la largo plazo. La deuda financiera total al 21 de diciembre del 2022 fue de 4.791 millones de dólares, la cual disminuyó en comparación al 2021 donde se registraba una deuda financiera total de 5.029 millones de dólares. Esta disminución se caracterizó principalmente por el pago de deuda a corto plazo que se utilizó para financiar parte de la adquisición de Dot's y Pretzels durante el 2021.

**Gráfico XXVI: Evolución Deuda Financiera y Patrimonio Neto 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En cuanto a la relación entre la deuda financiera y el patrimonio neto que exponen los estados contables de la compañía, podemos visualizar que, si bien posee un grado alto de endeudamiento financiero, el mismo ha ido disminuyendo notablemente durante los últimos años partiendo de un valor de 3,14 en 2017 alcanzando a un ratio de 1,45 en 2022. Asimismo, durante el período analizado, la deuda financiera de Hershey se mantuvo oscilando entre un 60% y 70% en relación al pasivo total que fue reportando la compañía.

Podemos concluir que dentro de la estructura de capital de Hershey's predomina el financiamiento a través de deuda, esto permite reducir el costo de capital dado que las tasas de rendimiento exigibles son menores y esto permite aumentar el rendimiento sobre el capital contable.

El análisis precedente también podría efectuarse utilizando la capitalización de mercado de la compañía en lugar del valor contable del patrimonio neto. Para calcular el valor de mercado, se utilizarán las acciones netas en circulación previamente calculadas en la tabla III multiplicadas por el precio de cierre de la acción a la fecha de cierre de balance de cada año.

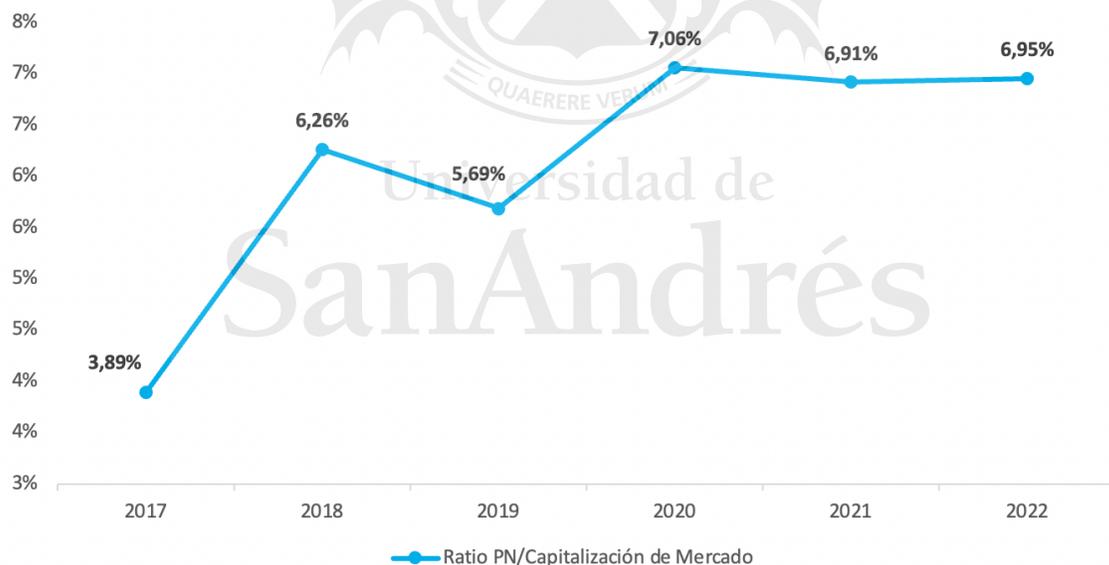
**Tabla XI: Evolución de la Capitalización de Mercado de Hershey 2017 - 2022**

Fecha	Ac. Netas en Circulación	Precio de la acción	Capitalización de Mercado	Patrimonio Neto
31/12/2017	210.860.817	USD 113,51	23.934.811.338	931.565.000
31/12/2018	209.728.904	USD 107,18	22.478.743.931	1.407.266.000
31/12/2019	208.829.433	USD 146,98	30.693.749.227	1.744.994.000
31/12/2020	208.227.127	USD 152,33	31.719.238.672	2.237.883.000
31/12/2021	206.109.014	USD 193,47	39.875.911.145	2.757.229.000
31/12/2022	204.964.717	USD 231,57	47.463.680.950	3.299.544.000

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022 y [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

De la tabla anterior, podemos comparar y verificar que el valor contable de la empresa está subvaluado en relación con el valor de mercado de la misma. De hecho, el valor contable de la compañía a diciembre del 2022 solo representa el 6,95% de su valor de mercado. Si bien en los últimos años la relación porcentual entre el valor contable del patrimonio y la capitalización de mercado se fue incrementando, esta solo se mantuvo en valores entre el 3% y 7% aproximadamente.

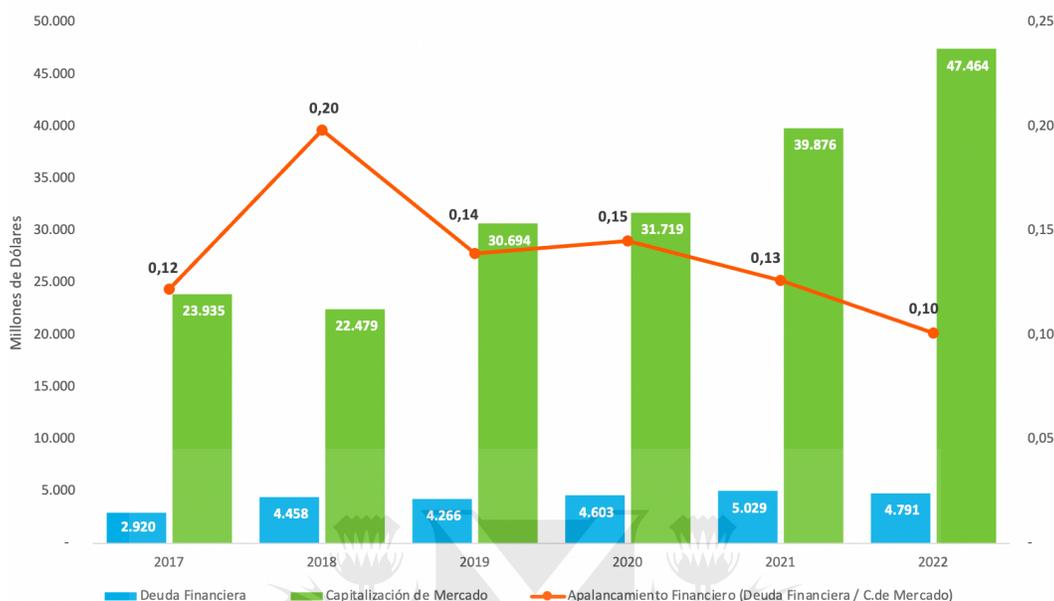
**Gráfico XXVII: Evolución relación valor Contable y valor de Mercado 2017 - 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022 y [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Retomando el análisis del apalancamiento financiero, pero utilizando el valor de mercado, podemos verificar amplias diferencias en contraste con el valor contable. Podemos verificar que el valor de mercado supera entre cinco y nueve veces al valor de la deuda financiera y el grado de apalancamiento es mucho menor, manteniéndose el ratio niveles de entre un 0,1 y 0,2.

**Gráfico XXVIII: Evolución Deuda Financiera y Capitalización de Mercado 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022 y [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Por otro lado, tal como se mencionó anteriormente, la deuda se compone por obligaciones a corto y largo plazo.

La deuda a corto plazo se compone de papeles comerciales de Estados Unidos o préstamos bancarios con un vencimiento de un máximo de tres meses. La deuda de corto plazo es altamente volátil en la compañía, esto se debe justamente al corto período en que se encuentran vigentes. Al 31 de diciembre del 2018 se vio incremento al 100% con respecto al cierre del año anterior y en 2021 la variación fue de más de un 1000%. En la siguiente tabla, podemos verificar que las principales variaciones se encuentran en los papeles comerciales de Estados Unidos.

**Tabla XII: Evolución Deuda a Corto Plazo Hershey 2017 - 2022**

*Expresado en miles de dólares	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Préstamos Bancarios	110.684	113.189	32.282	74.041	119.038	135.555
Papel Comercial de EEUU	448.675	1.084.740	0	0	820.385	558.235
<b>Deuda total a Corto Plazo</b>	<b>559.359</b>	<b>1.197.929</b>	<b>32.282</b>	<b>74.041</b>	<b>939.423</b>	<b>693.790</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En cuanto a la deuda a largo plazo, al 31 de diciembre del 2022 la compañía cerró con un importe de 4.097 millones de dólares. A comparación del 2021, el importe de deuda a largo plazo se mantuvo casi invariable. Durante el período analizado, tuvo un pico máximo de

4.528 millones de dólares en 2020. En 2018 y 2019 tuvo un incremento porcentual del 30%, que fue desacelerándose a partir del 2020 y se redujo en un 10% en 2021.

**Gráfico XXIX: Evolución Deuda a Largo Plazo 2017 - 2022**  
(Expresado en miles de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

La deuda a largo plazo se compone de Notas con vencimientos de entre 1 y 30 años, obligaciones de leasing financieros y debentures. Durante los últimos dos años, el 94% de la deuda a largo plazo correspondía a Notas, aproximadamente el 1,8% a debentures y el saldo restante a las obligaciones de leasing. Cabe destacar que aproximadamente el 57% de la deuda será cancelada durante los próximos cinco años.

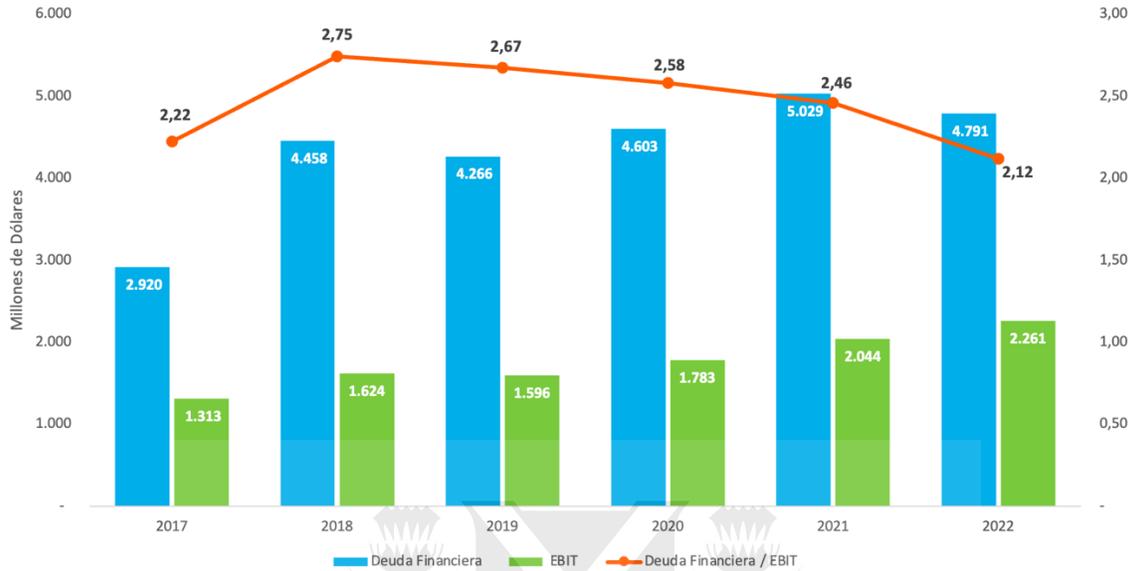
**Tabla XIII: Deuda a Largo Plazo Hershey 2021 - 2022***\*Expresado en miles de dólares*

Tipo de Deuda		Fecha de vencimiento	2021	2022
2,625%	Notas	1 de mayo de 2023	250.000	250.000
3,375%	Notas	15 de mayo de 2023	500.000	500.000
2,050%	Notas	15 de noviembre de 2024	300.000	300.000
0,900%	Notas	1 de junio de 2025	300.000	300.000
3,200%	Notas	21 de agosto de 2025	300.000	300.000
2,300%	Notas	15 de agosto de 2026	500.000	500.000
7,200%	Debentures	15 de agosto de 2027	193.639	193.639
2,450%	Notas	15 de noviembre de 2029	300.000	300.000
1,700%	Notas	1 de junio de 2030	350.000	350.000
3,375%	Notas	15 de agosto de 2046	300.000	300.000
3,125%	Notas	15 de noviembre de 2049	400.000	400.000
2,650%	Notas	1 de junio de 2050	350.000	350.000
Obligaciones de leasing financieros			69.146	73.479
Impacto neto de swaps de tasa de interés, costos de emisión de deuda y descuentos de deuda no amortizada			-23.314	-19.563
<b>Deuda total a largo plazo</b>			<b>4.089.471</b>	<b>4.097.555</b>
Menos: deuda corriente			-2.844	-753.578
Deuda total a largo plazo No Corriente			4.086.627	3.343.977

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022**

Continuando con la evaluación de la deuda financiera, es relevante considerar la relación entre el EBIT y el monto total de la misma. Este análisis complementa al ratio de apalancamiento. Es importante destacar que esta relación tuvo una evolución notable a lo largo de los últimos años. En particular, desde 2018, se observa una disminución constante en el nivel de apalancamiento. En ese año, la relación alcanzó su punto máximo de los últimos años, situándose en un 2,75 y, desde entonces, ha ido disminuyendo gradualmente. Generalmente, se estima que un ratio mayor a 3 indicaría un nivel elevado de deuda para el valor de los resultados operativos de la compañía, es este sentido podemos concluir que Hershey no mantiene niveles preocupantes de endeudamiento.

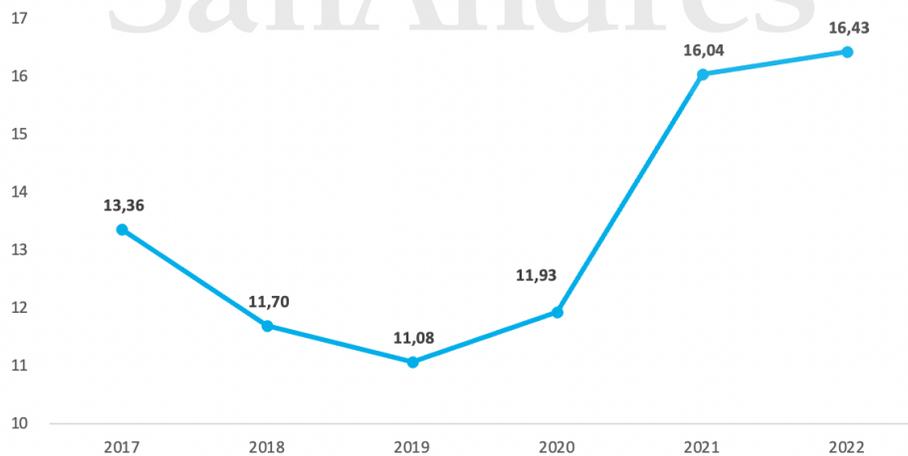
**Gráfico XXX: Evolución Deuda Financiera y EBIT 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

Sin embargo, también es necesario considerar que el ratio de cobertura de intereses también alcanzó su mínimo en 2018 con un valor de 11,7 y fue incrementándose considerablemente los últimos años hasta alcanzar un valor de 16,43 en 2022. Esto demuestra que el EBIT de la compañía al 31 de diciembre del 2022 superaba a los intereses a pagar en más de 16 veces lo cual demuestra solidez financiera y cierto menor riesgo de crédito dada la sólida capacidad de la compañía para hacer frente al pago de intereses.

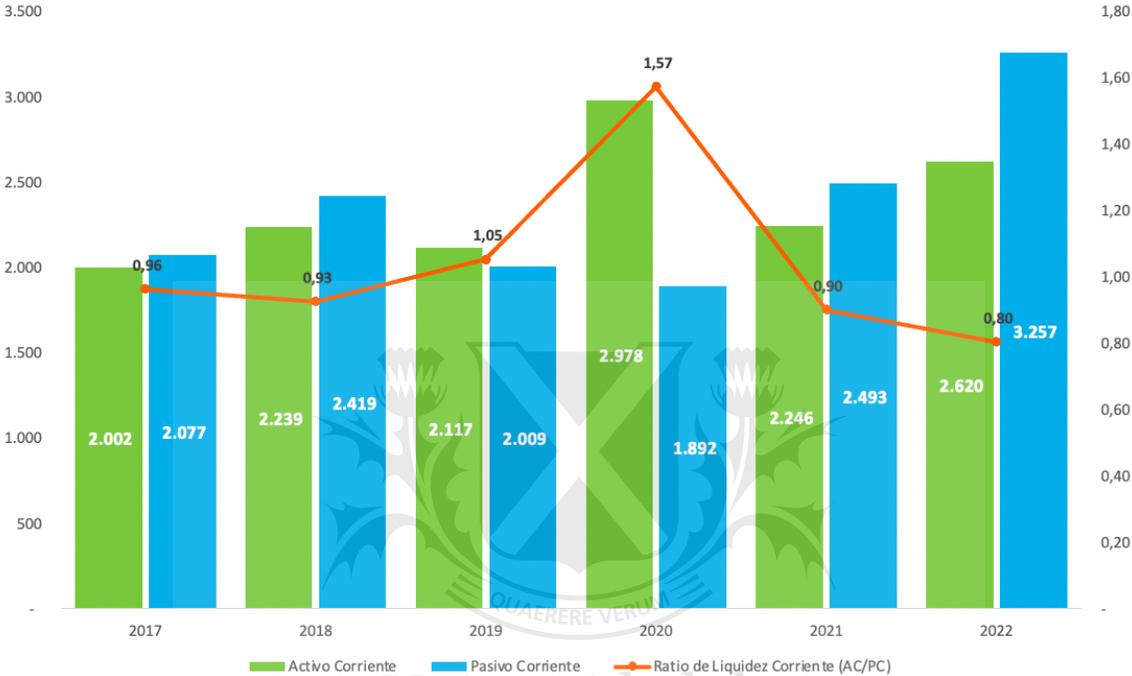
**Gráfico XXXI: Evolución Cobertura de Intereses 2017 - 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

Por último, se calculará el ratio de liquidez corriente que registra la posibilidad de una empresa de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Este ratio se determina calculando el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente.

**Gráfico XXXII: Evolución Activo Corriente, Pasivo Corriente y Liquidez 2017 - 2022**  
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2017-2022

En cuanto a este punto podemos verificar que, a excepción del 2019 y 2020, durante la mayor parte del período analizado el pasivo corriente superó al activo corriente. Incluso, en 2022 fue cuando la compañía presentó un peor ratio de liquidez alcanzando el valor mínimo de los últimos años con un 0,8.

Sin embargo, para poder dar un mejor entendimiento a todos los ratios calculados durante esta sección, es conveniente ver cómo se presentan los mismos dentro de empresas que operan en la misma industria y se encuentran dentro de los principales competidores de Hershey.

### 3.4 Ratios de Competidores

Tal como se mencionó finalmente en el punto 3.3, es conveniente analizar cómo se posiciona The Hershey Company con respecto a sus principales competidores en cuanto a todos los ratios que se desarrollaron en la presente sección de análisis financiero. Para esto, se

tomaron como referencia las empresas Mondelez International, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG y sus reportes anuales al 31 de diciembre del 2022.

**Tabla XIV: Ratios de Rentabilidad de competidores 2022**

Indicador - Ratio	Hershey Company	Mondelez International	Nestlé SA	Lindt & Sprüngli AG
Margen Bruto	43,20%	35,92%	45,20%	64,70%
Margen Operativo	21,70%	11,22%	13,05%	14,98%
Margen Neto	15,80%	8,63%	10,16%	11,46%
ROA	20,65%	4,97%	9,12%	9,37%
ROE	49,85%	10,09%	22,42%	12,95%

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Hershey, Mondelez Internacional, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG**

Iniciando por los indicadores de rentabilidad, podemos verificar que Hershey posee el mayor margen operativo e incluso se encuentra por encima de un 6,7% con respecto al segundo mayor, en este caso Lindt & Sprüngli AG. También, posee el mayor margen neto dentro de sus competidores, siendo Mondelez quien tiene el valor más bajo en lo respectivo a este margen.

En cuanto a la rentabilidad sobre los activos, también es superior a la de sus pares alcanzando un nivel de 20,65%, seguido por Lindt & Sprüngli AG con un 9,37%. El rendimiento sobre el equity de Hershey también es mejor que el de sus competidores con más de un 35% de diferencia.

**Tabla XV: Ratios de Actividad de competidores 2022**

Indicador - Ratio	Hershey Company	Mondelez International	Nestlé SA	Lindt & Sprüngli AG
Rotación de Activos	0,95	0,44	0,70	1,13
CT/Ventas	8,77%	-3,47%	5,94%	30,95%
Rotación Cuentas a Cobrar	25	36	43	70
Rotación de Inventario	72	61	106	182
Rotación de Cuentas a Pagar	60	137	145	60
Ciclo de Conversión de Caja	37	-40	4	192

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Hershey, Mondelez Internacional, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG**

En cuanto a los ratios de actividad, podemos ver que Hershey posee el segundo mejor indicador de rotación de activos luego de Lindt & Sprüngli AG, lo mismo ocurre con la relación de capital de trabajo sobre ventas.

En cuanto al ciclo de conversión de caja, se encuentra más alejado de sus pares. Mondelez posee un ciclo de conversión negativo lo que podría significar un exceso de liquidez disponible. Igualmente, en este sentido es Lindt & Sprüngli AG el peor entre sus pares con un ciclo de 192 días.

**Tabla XVI: Ratios de Financieros y de Estructura de Capital de competidores 2022**

<b>Indicador - Ratio</b>	<b>Hershey Company</b>	<b>Mondelez International</b>	<b>Nestlé SA</b>	<b>Lindt &amp; Sprüngli AG</b>
Endeudamiento Financiero	1,45	0,77	1,27	0,33
Deuda Financiera/EBIT	2,12	5,84	4,41	1,93
Cobertura de Intereses	16,43	8,35	9,86	25,07
Liquidez Corriente	0,8	0,60	0,88	1,83

**Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Hershey, Mondelez Internacional, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG**

Por último, podemos verificar que Hershey posee el mayor nivel de endeudamiento financiero con respecto a sus competidores pero posee una cobertura de intereses alta en comparación a sus pares. Igualmente, quien mayor ratio de cobertura de intereses posee es Lindt & Sprüngli AG alcanzando un nivel de 25,07 pero es seguido por Hershey con 16,43 como bien fue abordado anteriormente.

En cuanto a su liquidez corriente, ocupa el tercer lugar con un ratio de 0,8 dado que fue evolucionando a la baja durante los últimos años. Lindt & Sprüngli AG lidera el grupo con un ratio de 1,83, seguido por Nestlé con 0,88 y por último se encuentra Mondelez con 0,6.

## 4 Valuación: Flujo de Fondos Descontados

En el presente trabajo se utilizarán dos metodologías de valuación para estimar el valor de la compañía al 31 de diciembre del 2022 a partir del análisis económico financiero de todos los aspectos que se fueron detallando a lo largo de las secciones abordadas anteriormente.

En primer lugar, se empleará una metodología de valuación enfocada en los ingresos de la compañía, el flujo de fondos descontados. Este método permite determinar el valor del capital accionario de una compañía, a partir del valor presente de sus flujos de efectivo futuros. Es decir, esta técnica propone que el valor intrínseco de los activos puede ser estimado a partir de la generación futura de caja de estos activos.

Si bien también puede calcularse a través de este método el flujo de fondos libres para los accionistas, en el presente trabajo se efectuará la valuación a partir del flujo de fondos disponible para la firma (FCFF). Este consiste en determinar cuál será el flujo de fondos libre para la compañía luego de todos los gastos operativos e impuestos, pero antes de todos los gastos de índole financiero como el pago de intereses.

Para abordar esta metodología de valuación es necesario en primer lugar estimar cuál será la vida futura del flujo de la compañía. En este caso, dado que Hershey se encuentra dentro de la industria del consumo masivo y, se trata de una industria que tiende a crecer de manera estable como bien se pudo verificar en la sección de análisis de industria, se proyectarán cinco años de flujo de fondos y luego se calculará el valor terminal a perpetuidad para el período posterior a los cinco años proyectados.

En segundo lugar, es necesario proyectar cuál será el valor de los flujos de fondos futuros de la empresa, es decir, estimar cuál será la capacidad de la empresa para generar caja en el futuro a partir de sus activos.

Para esto, primero se partirá del EBIT el cual calcularemos proyectando las ventas y márgenes operativos futuros. Asimismo, hay otras variables que se deberán estimar, cómo la inversión de capital necesaria (CAPEX) y la variación en el capital de trabajo.

En síntesis, podríamos concluir que para obtener el FCFF es necesario calcular las siguientes variables a partir de estimaciones sobre proyecciones futuras:

$$\begin{aligned}
 & EBIT(1 - t) \\
 & + Depreciación \\
 & - Inversión de Capital \\
 & \pm Variación del Capital de trabajo \\
 \hline
 & = FCFF
 \end{aligned}$$

Por tal motivo, para poder estimar los flujos de fondos futuros se proyectarán cuatro variables fundamentales basadas en el análisis del negocio, de la industria y análisis financiero de la compañía:

- Ventas Netas y Margen operativo para obtener el EBIT
- Inversión de capital o CAPEX
- Capital de Trabajo

Por otro lado, se deberá determinar la tasa de descuento que se utilizará para llevar los flujos de fondos proyectados a valor presente. Para este trabajo de valuación se utilizará la tasa WACC, es decir el costo medio ponderado de capital. Comúnmente se utiliza la tasa WACC para valuar distintos proyectos de inversión dado que la misma tiene en cuenta la estructura de capital de la empresa. La tasa WACC se obtiene de la siguiente manera:

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

Ke: Costo del capital propio o equity

Kd: Costo de la deuda financiera

E: Fondos propios

D: Deuda financiera

t: Tasa impositiva

## 4.1 Proyección de Ventas Netas

Las proyecciones que se detallarán en la tabla XVIII, se nutren de informes publicados en Statista que fueron abordados junto con las expectativas de crecimiento en la sección de análisis de la industria.

Para estimar el crecimiento de ventas se tomarán como referencia las proyecciones de crecimiento del segmento de confitería y snacks tanto a nivel mundial como en Estados Unidos particularmente, discriminado según los segmentos de ventas que reporta la compañía. Se cree que la industria del chocolate y snacks ya se encuentra en un crecimiento estable y la compañía opera en una industria madura donde no habrá lugar a cambios sustanciales o determinantes dentro de la misma.

Como bien se mencionó en la primera sección del presente trabajo de valuación, The Hershey Company reporta sus ventas en tres segmentos: Confitería en América del Norte, Bocadillos salados de América del Norte y el mercado internacional.

En primer lugar, verificaremos cuál es el crecimiento proyectado para los próximos cinco años del segmento de confitería para Estados Unidos, discriminando los subsegmentos de confitería de chocolate y confitería de azúcar que es donde opera Hershey. Con esta información podremos estimar la evolución de los ingresos para el segmento de Confitería de América del Norte. Según la tabla XVII, podemos verificar que los ingresos crecerían a una CAGR del 2,72%.

**Tabla XVII: Proyección Ingresos Confitería por Subsegmento en EEUU**

(Expresado en miles de millones de dólares)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Confitería de chocolate	51,75	53,58	55,03	56,38	57,74	59,16
Confitería de azúcar	35,6	36,88	37,88	38,8	39,74	40,71
<b>Confitería de Chocolate y Azucar</b>	<b>87,35</b>	<b>90,46</b>	<b>92,91</b>	<b>95,18</b>	<b>97,48</b>	<b>99,87</b>
Productos de Patelería y Pasteles	81	83,86	86,11	88,19	90,29	92,47
Helado	18,44	19,13	19,77	20,42	21,13	21,93
<b>Total Confitería EEUU</b>	<b>186,8</b>	<b>193,5</b>	<b>198,8</b>	<b>203,8</b>	<b>208,9</b>	<b>214,3</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Statista

Por otro lado, para proyectar las ventas del segmento de bocadillos salados de América del Norte se utilizará el crecimiento estimado para los próximos años del mercado de snacks en Estados Unidos. Según la información que fue incluida en el gráfico XVII, dicho mercado proyecta un crecimiento para los próximos cinco años de una CAGR 3,6%.

Por último, para el segmento de confitería y snacks a nivel internacional se proyecta un crecimiento de una CAGR de 7,28% como bien se detalló en el gráfico XV de la sección de análisis de la industria.

A modo de resumen, se integran en un mismo cuadro cuales son los crecimientos porcentuales proyectados para cada mercado según las perspectivas de crecimiento detalladas en la sección de industria. Es importante destacar que, como se mencionó anteriormente, los datos incluidos en la tabla surgen de las proyecciones incluidas dentro de las expectativas de crecimiento de la industria.

**Tabla XVIII: Proyección Crecimiento de Ingresos por Mercado 2023 - 2027**

	2023	2024	2025	2026	2027
Snacks EEUU	3,57%	3,54%	3,42%	3,64%	3,84%
Confitería EEUU*	3,56%	2,71%	2,44%	2,42%	2,45%
Confitería y Snacks Global	6,15%	6,67%	6,39%	6,28%	10,96%

\*Comprende solo el crecimiento de los subsegmentos de confitería de chocolate y azúcar

**Fuente: Elaboración propia en base a Statista**

Si bien en los últimos años también se dieron diferentes crecimientos producto de adquisiciones que generaron crecimientos no orgánicos sobre las ventas, se realizará las proyecciones futuras sobre el potencial crecimiento orgánico de las ventas basado en la evolución del crecimiento. Asimismo, se aplicarán los crecimientos según los diferentes segmentos de venta que reporta la compañía y su porcentaje sobre las ventas del último año.

A continuación se puede verificar la tabla XIX donde se exponen las ventas proyectadas para los próximos cinco años basados en el crecimiento de la industria global y de estados unidos, situándose levemente por encima de la inflación proyectada.<sup>3</sup>

**Tabla XIX: Proyección Ventas Netas The Hershey Company 2023 - 2027**

(Expresado en millones de dólares)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Confitería en América del Norte	8.536,5	8.841,1	9.153,7	9.466,3	9.811,0	10.187,7
Bocadillos salados de América del Norte	1.029,4	1.066,1	1.094,9	1.121,7	1.148,8	1.176,9
Internacional	853,4	905,9	966,4	1.028,1	1.092,7	1.212,5
<b>Total de Ventas</b>	<b>10.419,30</b>	<b>10.813,05</b>	<b>11.214,97</b>	<b>11.616,07</b>	<b>12.052,44</b>	<b>12.577,11</b>
<b>Crecimiento Proyectado Porcentual</b>	-	<b>3,78%</b>	<b>3,72%</b>	<b>3,58%</b>	<b>3,76%</b>	<b>4,35%</b>

**Fuente: Elaboración propia en base a Statista y a los Reportes Anuales de la Compañía**

<sup>3</sup>Statista (2022) "Tasa de Inflación en Estados Unidos entre 2010 y 2027" <https://es-statista.com.eza.udesa.edu.ar/estadisticas/598528/proyeccion-inflacion-en-ee-uu-2008-2020/>

## 4.2 Proyección Margen Operativo

Tal como se ha evidenciado en la sección de análisis financiero, el margen operativo de la compañía se mantiene bastante estable y durante los últimos cinco años el margen operativo se mantuvo entre el 20% y 22,8% sobre las ventas netas. Dado que, se considera que Hershey opera en un mercado e industria estable, donde no se ven cambios significativos sobre las ventas (incluso no hubo grandes consecuencias sobre los estados financieros del 2020 donde se vieron los efectos de la pandemia correspondiente al COVID-19), se considera que se podría proyectar el margen operativo futuro como un promedio del margen de los últimos cinco años. Teniendo en cuenta lo expuesto, se tomará un margen operativo promedio del 21,4% sobre el total de las ventas netas proyectadas.

**Tabla XX: Margen Operativo y EBIT The Hershey Company 2018 - 2022**

	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Operativo	20,8%	20,0%	21,9%	22,8%	21,7%
Resultado Operativo (EBIT)	1.623,80	1.596,00	1.782,70	2.043,70	2.260,80

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018-2022

**Tabla XXI: Proyección Resultado Operativo The Hershey Company 2023 - 2027**

(Expresado en millones de dólares)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Margen Operativo	21,7%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%
Resultado Operativo (EBIT)	2.260,8	2.314,0	2.400,0	2.485,8	2.579,2	2.691,5

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

## 4.3 Proyección Depreciaciones y Amortizaciones

Para obtener la tasa de depreciación y amortización que se utilizará para proyectar, se calculó como fue evolucionando la relación entre el valor nominal de depreciación y amortización y el valor bruto del rubro de propiedad, planta y equipo. Se utiliza el valor bruto dado que el mismo contempla la depreciación y amortización acumulada.

**Tabla XXII: Evolución tasa de Depreciación y Amortización 2018 - 2022**

(Expresado en miles de dólares)	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciación y Amortización	295.144	291.544	294.907	315.002	378.959
Propiedad, Planta y Equipo Bruto	4.581.671	4.734.403	4.964.887	5.400.957	5.709.487
<b>Tasa de Depreciación y Amortización</b>	<b>6,44%</b>	<b>6,16%</b>	<b>5,94%</b>	<b>5,83%</b>	<b>6,64%</b>
<b>Promedio 5 años</b>	<b>6,20%</b>				

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018 - 2022

Como se puede verificar en la tabla XXII, la tasa de depreciación se mantuvo bastante estable durante los últimos cinco años, rondando un valor de entre el 5,83% y el 6,64%. Dado que no se trata de una tasa altamente variable, se proyectará utilizando un 6,2% que corresponde al promedio de los últimos cinco años.

#### 4.4 Proyección Inversión de Capital (CAPEX)

Para estimar la inversión de capital futura o CAPEX, se tomaron del flujo de fondos de la compañía el monto invertido durante los últimos cinco años y se calculó su porcentaje sobre las ventas totales netas de la compañía. Como variable para estimar el capex, se calculó el promedio de los últimos cinco años que es de 4,83%

**Tabla XXIII: Evolución Inversión de Capital (CAPEX) 2018 - 2022**

<i>(Expresado en miles de dólares)</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Capex	328.601	318.192	441.626	495.877	519.481
Ventas Netas	7.791.100	7.986.300	8.149.700	8.971.300	10.419.300
<b>Capex/Ventas Netas</b>	<b>4,22%</b>	<b>3,98%</b>	<b>5,42%</b>	<b>5,53%</b>	<b>4,99%</b>
<b>Promedio 5 años</b>	<b>4,83%</b>				

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2018 - 2022

Se tomaron las ventas previamente proyectadas en el punto 4.1 y se aplicó el porcentaje de inversión de capital promedio del 4,83% arribando a los valores expresados en la tabla XXIV.

**Tabla XXIV: Proyección Inversión de Capital (CAPEX) 2023 - 2027**

<i>(Expresado en millones de dólares)</i>	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas Netas	10.419	10.813	11.215	11.616	12.052	12.577
Capex/Ventas Netas	4,99%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%
<b>Capex</b>	<b>519,48</b>	<b>521,92</b>	<b>541,32</b>	<b>560,68</b>	<b>581,75</b>	<b>607,07</b>

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

#### 4.5 Proyección de Capital de Trabajo

Para proyectar el capital de trabajo y sus respectivas variaciones, se partió de la evolución de los últimos cinco años y su respectivo porcentaje sobre las ventas netas totales. En este caso, dado que es un concepto más volátil en lugar de calcular el promedio de los últimos cinco años para estimarlo, se utilizó el promedio móvil de los últimos cinco años para cada período.

**Tabla XXV: Evolución y Proyección Capital de Trabajo 2018 - 2027**

<i>(Expresado en millones de dólares)</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Capital de Trabajo	876,71	832,93	999,38	967,64	913,76
Ventas Netas	7.791,10	7.986,30	8.149,70	8.971,30	10.419,30
Capital de Trabajo/Ventas Netas	11,25%	10,43%	12,26%	10,79%	8,77%
	2023	2024	2025	2026	2027
Capital de Trabajo	1.157,02	1.187,63	1.233,82	1.240,61	1.282,23
Ventas Netas	10.813,05	11.214,97	11.616,07	12.052,44	12.577,11
Capital de Trabajo/Ventas Netas	10,70%	10,59%	10,62%	10,29%	10,19%

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

**Tabla XXVI: Proyección de Variaciones de Capital de Trabajo 2023 - 2027**

<i>(Expresado en millones de dólares)</i>	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Capital de Trabajo	913,76	1.157,02	1.187,63	1.233,82	1.240,61	1.282,23
Variación Capital de Trabajo	53,87	-243,25	-30,61	-46,20	-6,79	-41,62

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

La variación de capital de trabajo proyectada se calculó como la diferencia interanual nominal entre los importes de capital de trabajo y, dado que los incrementos en el capital de trabajo representan una reducción de la caja en el flujo de fondos, se exponen de manera negativa.

#### 4.6 Proyección Tasa Impositiva

Para el cálculo de la tasa impositiva que será aplicada para proyectar el flujo de fondos, se tomará el promedio de la tasa efectiva de los últimos cinco años. El management de la compañía declaró que esperaba para el 2023 una tasa impositiva de entre el 15% y 16%, por lo que utilizar el promedio de los últimos años del 16,06% tiene concordancia con la perspectiva del management de Hershey.<sup>4</sup>

**Tabla XXVII: Evolución Tasa Impositiva Efectiva 2018 - 2022**

	2018	2019	2020	2021	2022
Tasa Impositiva	17,0%	16,9%	14,7%	17,5%	14,2%
<b>Promedio</b>	<b>16,06%</b>				

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

<sup>4</sup> Información obtenida de los transcript de los resultados del cuarto trimestre del 2022.  
[https://investors.thehersheycompany.com/en\\_us/home/reports-and-filings/quarterly-reports.html](https://investors.thehersheycompany.com/en_us/home/reports-and-filings/quarterly-reports.html)

## 4.7 Tasa de Descuento

Como se mencionó al principio de la presente sección, para poder actualizar el valor de los flujos de fondos futuros es necesario contar con una tasa de descuento que represente tanto el riesgo de mercado, de la industria y de la compañía, como el costo de oportunidad correspondiente.

Para el presente trabajo, se utilizará como tasa de descuento el costo promedio ponderado de capital o tasa WACC que contempla la estructura de capital de la compañía. Para esto, es necesario estimar las variables que la componen: el costo de capital, el costo de la deuda financiera, la estructura de capital y la tasa impositiva que se calculó previamente.

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

*Ke*: Costo del capital propio o equity

*Kd*: Costo de la deuda financiera

*E*: Fondos propios

*D*: Deuda financiera

*t*: Tasa impositiva

### 4.7.1 Costo del capital propio o equity (ke)

En primer lugar, se debe que estimar la tasa de retorno sobre el equity, para esto nos basaremos en el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$Ke = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$r_f$ : Tasa libre de riesgo

$\beta$ : Beta o Riesgo Sistemático

$r_m$ : Rendimiento de Mercado

El CAPM tiene como fundamento que el rendimiento esperado del activo que se está evaluando debe corresponderse con el riesgo que posee asociado. A continuación, se calcularán cada una de las variables que componen la fórmula del CAPM para determinar el rendimiento del capital propio ( $K_e$ ).

### Tasa libre de riesgo ( $r_f$ )

El modelo presupone la existencia de un activo que no posee riesgo asociado, generalmente se representa a través de bonos del gobierno. Es decir, supone el rendimiento que un inversionista podría obtener un activo que se considera libre de riesgo.

Los bonos que son emitidos por gobiernos sólidos, como por ejemplo los del Tesoro de Estados Unidos, generalmente se consideran como inversiones libres de riesgo, ya que se asume que dicho gobierno cumplirá con sus obligaciones de pago de intereses y devolución de capital.

Para este trabajo de valuación, se utilizará a modo de risk free o tasa libre de riesgo se tomará como referencia la tasa de retorno del bono a 10 años del tesoro de Estados Unidos al 31/12/2022. A dicha fecha, la tasa de retorno del activo mencionado se encontraba en un 3,879%.

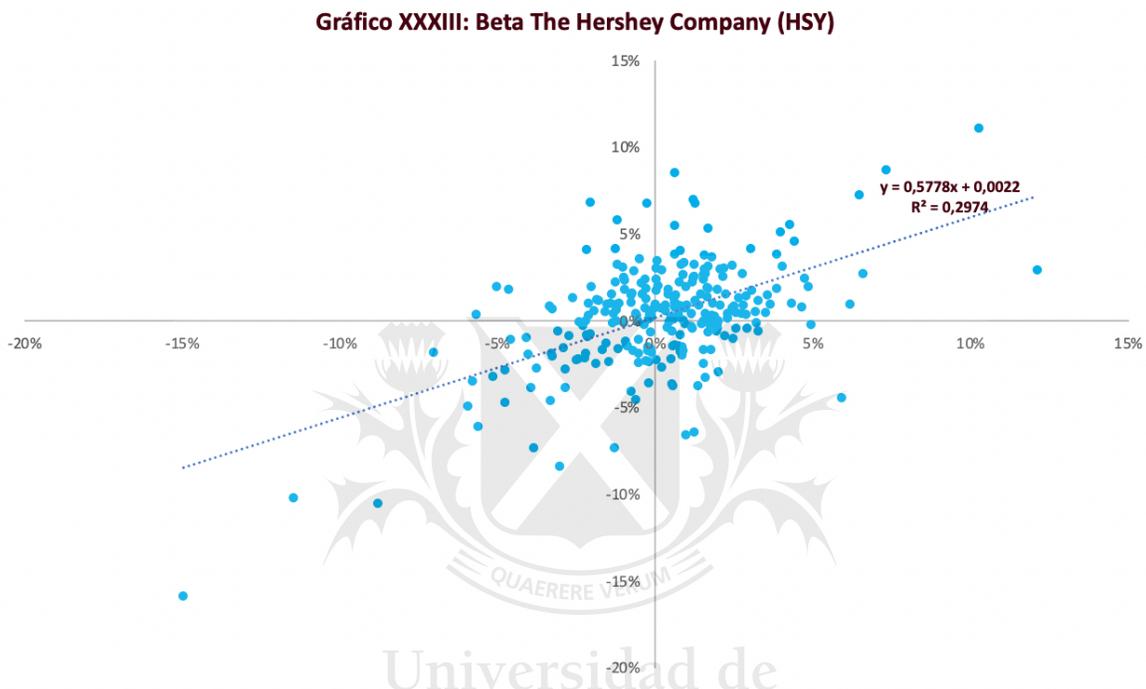
### Beta o Riesgo Sistemático ( $\beta$ )

La beta de tasa WACC es una medida que se utiliza para calcular el riesgo sistemático asociado a una empresa, o una inversión este riesgo no puede eliminarse mediante una diversificación de portafolio.

The Hershey Company cotiza en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) por lo que por un lado se tomarán los retornos semanales de la acción de Hershey (HSY) y por otro lado se deben calcular los retornos de mercado para poder utilizarlas como variables fundamentales de una regresión lineal.

Dado que, como se ha mencionado a lo largo de las diferentes secciones, la mayor parte de la operatoria de Hershey se encuentra en Estados Unidos se contemplará como representativo del retorno del mercado en el que sitúa el retorno del S&P 500 (^GSPC).

Tanto del HSY como del (^GSPC) se tomaron los retornos semanales de los últimos cinco años (2018 – 2022). Con estas dos variables, se efectuó una regresión lineal simple con los rendimientos de HSY como variable dependiente y los rendimientos del S&P 500 como variable independiente. De esta manera se obtuvo el siguiente gráfico de dispersión que representa la relación entre ambos retornos.



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance de Hershey (HSY) y S&P 500 (^GSPC)

Por otro lado, se adjuntan los resultados de la regresión simple, donde obtuvo un beta de 0,57. Por la industria en la que opera la compañía, no es inusual que posean un beta por debajo de 1. Los productos de Hershey tienden a ser menos sensibles a las fluctuaciones económicas y a las condiciones del mercado en comparación con algunas otras industrias más cíclicas.

**Tabla XXVIII: Regresión Lineal HSY - S&P 500**

<b>Estadísticas de la regresión</b>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,5454
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,2974
R <sup>2</sup> ajustado	0,2947
Error típico	0,0255
Observaciones	260

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

	<b>Grados de libertad</b>	<b>Suma de cuadrados</b>	<b>Promedio de los cuadrados</b>	<b>F</b>	<b>Valor crítico de F</b>
Regresión	1	0,0708	0,0708	109,2332	0,0000
Residuos	258	0,1672	0,0006		
Total	259	0,2380			

	<b>Coefficientes</b>	<b>Error típico</b>	<b>Estadístico t</b>	<b>Probabilidad</b>	<b>Inferior 95%</b>	<b>Superior 95%</b>	<b>Inferior 95,0%</b>	<b>Superior 95,0%</b>
Intercepción	0,0022	0,0016	1,4182	0,1573	-0,0009	0,0054	-0,0009	0,0054
Variable X 1	<b>0,5778</b>	0,0553	10,4515	0,0000	0,4690	0,6867	0,4690	0,6867

Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance de Hershey (HSY) y S&P 500 (^GSPC)

En cuanto al valor del R<sup>2</sup> que adoptan las variables a partir de la regresión lineal efectuada, adopta un valor del 0,29 que explica qué proporción de la varianza es explicada por los retornos del mercado.

Asimismo, se efectuará el mismo análisis para calcular los betas de las compañías que también fueron evaluadas en la sección de análisis financiero: Mondelez International, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG.

Los betas de las compañías competidoras también fueron calculados utilizando la información de los retornos de los últimos cinco años. Tanto para Lindt como para Nestlé, se utilizó el MSCI World para efectuar la regresión dado que su operatoria se encuentra distribuida en todo el mundo. Una vez calculados, se procedió a desapalancar los mismos según su estructura de capital, es decir su proporción de deuda financiera sobre el valor de mercado del equity. Para desapalancar los betas se utilizará la siguiente fórmula.

$$Beta\ Desapalancado = \frac{Beta\ Apalancado}{\left[1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E}\right)\right]}$$

Una vez obtenidos los tres betas desapalancado, se promedió los mismos y se obtuvo un beta promedio desapalancado de los competidores. A continuación, se procedió a

apalancar el beta promedio obtenido según la estructura de capital de Hershey para poder compararlo con el beta obtenido a través de la regresión lineal simple.

**Tabla XXIX: Cálculo de Beta de The Hershey Company por Comparables**

	Lindt & Sprüngli AG	Nestlé SA	Mondelez International
Beta Apalancado	0,7243	0,4846	0,6865
Proporción D/E	0,06	0,19	0,23
Tasa Impositiva 31/12/2022	21,04%	24,20%	26,80%
Beta Desapalancado	0,6898	0,4236	0,5872
<b>Promedio Beta Desapalancado</b>		<b>0,5669</b>	
Proporción D/E Hershey		0,09	
Tasa Impositiva 31/12/2022 Hershey		14,20%	
<b>Beta Promedio Apalancado</b>		<b>0,6089</b>	

Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance y Reportes Anuales de Nestlé SA, Lindt & Sprüngli AG y Mondelez International

Del beta obtenido a partir de los betas comparables de los competidores de Hershey, se obtuvo un beta de 0,60, podemos concluir que tiene coherencia y guarda relación con el beta obtenido a partir de la regresión lineal de los retornos de Hershey: 0,57.

#### Rendimiento de mercado ( $r_m$ )

El rendimiento de mercado o la tasa de riesgo que se asocia al mismo será calculada en concordancia con lo que se ha ido exponiendo a lo largo del trabajo. Dado que Hershey posee más del 90% de su operatoria en Estados Unidos, se tomará como referencia el retorno histórico del índice S&P 500 en base al promedio geométrico de sus retornos anuales históricos (1928 – 2022).<sup>5</sup>

Posteriormente a obtener la tasa de riesgo de mercado, es necesario descontar la tasa libre de riesgo donde también se tomó como referencia la tasa de retorno del bono a 10 años del tesoro de Estados Unidos al 31/12/2022.

**Tabla XXX: Prima de Riesgo de Mercado**

Promedio Rendimiento anual S&P 500 1928 - 2022	9,64%
Risk Free 31/12/2022	3,879%
<b>Prima de Riesgo de Mercado</b>	<b>5,76%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

<sup>5</sup> Damodaran. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2022 <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

### Costo de Capital (Ke)

Dadas todas las variables que fueron calculadas, es posible llegar al costo de capital asociado a la compañía de 6,78%

$$Ke = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$
$$Ke = 0,03879 + 0,5778 * 0,0576$$
$$Ke = 0,07208$$

#### 4.7.2 Costo de la Deuda (kd)

El kd representa el costo de la deuda o rendimiento requerido por los inversionistas o prestamistas a cambio de proporcionar financiamiento a través de deuda. El costo de financiamiento puede variar según el tipo de deuda que la empresa emita y según el riesgo crediticio que tenga asociada la misma.

Hershey posee varias obligaciones financieras emitidas, las cuales fueron mencionadas dentro del análisis financiero. Para el costo de la deuda, se tomará el rendimiento de las últimas notas emitidas a largo plazo. La últimas dos emisiones fueron en los años 2019 y 2020, donde se emitieron obligaciones con vencimiento a 10, 20 y 30 años según cada emisión. Se tomará como costo de deuda la yield to maturity promedio de dichas obligaciones al 31 de diciembre del 2022.

**Tabla XXXI: Costo de la Deuda The Hershey Company**

Cupón	Tipo de Deuda	Fecha de vencimiento	2022	Precio	YTM
2,450%	Notas	15 de noviembre de 2029	300.000	86,02	4,827%
1,700%	Notas	1 de junio de 2030	350.000	79,88	4,943%
3,125%	Notas	15 de noviembre de 2049	400.000	71,952	5,037%
2,650%	Notas	1 de junio de 2050	350.000	65,420	4,970%
Promedio					4,944%

**Fuente: Elaboración propia en base Estados Financieros de la compañía y Markets Insider**

### Tasa WACC

Habiéndose calculado todas las variables y parámetros necesarios para llegar a la tasa WACC, solo resta mencionar cómo se encontraba compuesta la estructura de capital de Hershey al 31 de diciembre del 2022. La proporción de deuda financiera y equity se encontraba en 8/92. La deuda ascendía a un 8% con un valor libro de 4.097 millones de dólares y la capitalización de mercado rondaba los 47.463 millones de dólares.

En cuanto a la tasa impositiva, se utilizará el promedio de la tasa efectiva de los últimos cinco años que fue calculada previamente.

A continuación se realizarán los cálculos pertinentes para determinar la tasa WACC a partir de los análisis realizados precedentemente.

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

**Tabla XXXII: Costo Promedio Ponderado de Capital**

<b>Costo de Capital</b>	
Risk Free	3,879%
Beta Hershey	0,58
Rendimiento de Mercado	9,64%
<b>Costo de Capital (Ke)</b>	<b>7,208%</b>
<b>Costo de la Deuda</b>	
<b>Costo de la deuda (Kd)</b>	<b>4,94%</b>
Promedio Tasa Impositiva (t)	16,06%
Equity / Capital Total	0,92
Deuda Financiera / Capital Total	0,08
<b>WACC</b>	<b>6,96%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 4.8 Valor Terminal

El valor terminal permite estimar el flujo de fondos que generará la empresa más allá de los cinco años que serán proyectados inicialmente. El valor terminal será medido en función de una perpetuidad, basado en el fundamento de que Hershey se ubica dentro de una industria estable y se considera que la compañía tiene una vida ilimitada.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FF (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde:

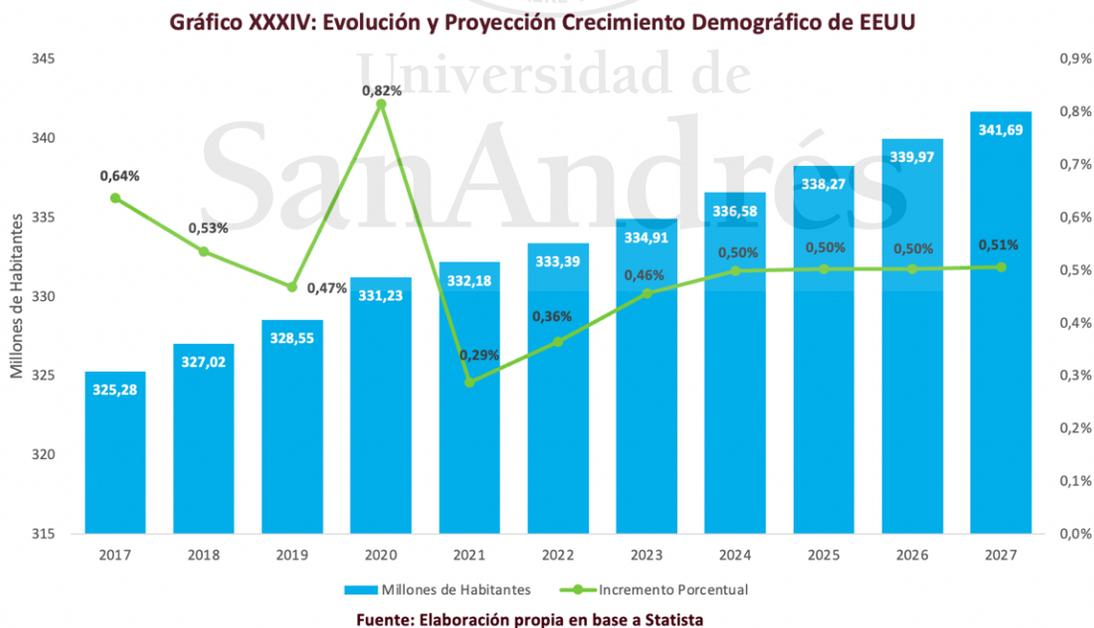
FF: Flujo de Fondos del último período

g: Tasa de crecimiento a perpetuidad

r: Tasa de descuento

El flujo de fondos utilizado para el valor terminal, corresponderá al proyectado para el año 2027 y la tasa de descuento corresponde a la tasa WACC que fue previamente calculada.

En cuanto a la tasa de crecimiento a perpetuidad, se analizó el crecimiento demográfico que se proyecta para Estados Unidos los próximos años. Dado que, como se puede visualizar en el siguiente gráfico el crecimiento demográfico interanual de Estados Unidos se estabilizará en torno al 0,5% según datos proyectados por Statista en base a información pública de la web de FMI<sup>6</sup>, en este sentido no se estima que habrá cambios significativos por sobre los que proyecta la industria.



<sup>6</sup> <https://es-statista-com.eza.udes.edu.ar/estadisticas/635251/poblacion-total-de-estados-unidos/>

Asimismo, según las proyecciones publicadas por Statista, la inflación se encuentra disminuyendo año a año y se estabilizará en torno 2% anual.<sup>7</sup>

Al igual que cuando se efectuó la proyección de las ventas, suponemos que no habrá crecimiento inorgánico y la industria seguirá creciendo los próximos años hasta estabilizarse en torno a un crecimiento promedio del 2,5%, levemente por encima de la inflación proyectada, sin haber cambios significativos en el volumen producto de no haber cambios significativos a nivel demográfico en su principal mercado.

#### 4.9 Resultados de la Valuación Flujos de Fondos Descontados

El objetivo de esta sección es resumir el resultado de la valuación del capital accionario de The Hershey Company al 31 de diciembre del 2022.

Los flujos de fondos descontados serán proyectados en base a tres escenarios, un escenario optimista, uno base y uno pesimista. El escenario base partirá de las variables que fueron proyectadas a lo largo de esta sección, mientras que el parámetro que será alterado en ambos escenarios será el crecimiento porcentual de las ventas netas.

##### 4.9.1 Escenario Base

El escenario base parte de la información ha sido desarrollada y proyectada a lo largo de esta sección. Se proyectaron las ventas a cinco años y se calculó el valor restante de los flujos de fondos a través de un valor terminal con una tasa de crecimiento del 2,5%.

Las ventas, acompañan el crecimiento de la industria dado que la empresa mantiene una cuota de mercado estable y se encuentra en un mercado maduro sin muchas posibilidades a la entrada de nuevos competidores. La ventas se proyectaron para los años 2023 a 2027 con tasas de crecimiento interanuales de 3,78%, 3,72%, 3,58%, 3,76% y 4,35% respectivamente.

Bajo estos supuestos de crecimiento y, a partir de las variables restantes que fueron proyectadas como la tasa de depreciación, tasa impositiva, inversiones de capital y capital de trabajo, se llegó un valor presente del capital accionario de 36.617 millones de dólares. Dado que al 31 de diciembre del 2022 The Hershey Company poseía 204.964.717 acciones en circulación, el precio de la acción se estima en un valor de USD 178,65.

---

<sup>7</sup> <https://es-statista-com.eza.udes.edu.ar/estadisticas/598528/proyeccion-inflacion-en-ee-uu-2008-2020/>

### Tabla XXXIII: The Hershey Company - Escenario Base

*\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción*

<b>Fecha de Valuación</b>	<b>31/12/22</b>
Tasa de Crecimiento (g)	2,50%
Tasa de descuento (WACC)	6,96%
<b>Valor de The Hershey Company al 31/12/2022</b>	<b>40.251,29</b>
Caja y Equivalentes	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario al 31/12/2022</b>	<b>36.617,62</b>
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	204.964.717
<b>Precio por Acción</b>	<b>USD 178,65</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 4.9.2 Escenario Optimista

El escenario optimista, por su parte, también parte de la información ha sido desarrollada y proyectada a lo largo de esta sección pero con un incremento en el crecimiento de las ventas. En cuanto al cálculo del valor restante de los flujos de fondos, también se estimó a través de un valor terminal con una tasa de crecimiento del 2,5%.

En este escenario, se supone que las ventas crecen a un ritmo mayor que la industria ganando competitividad e incrementándose su cuota de mercado anual en un 3% cada año. Es decir, a diferencia del escenario base donde se suponía que Hershey mantenía su cuota de mercado, en este escenario la compañía va aumentando su cuota de mercado en un 3% cada año con respecto al anterior. La ventas se proyectaron para los años 2023 a 2027 con tasas de crecimiento interanuales de 6,78%, 6,72%, 6,58%, 6,76% y 7,35% respectivamente.

Además, se proyecta un incremento gradual de los márgenes operativos en los próximos cinco años hasta alcanzar en 2027 un nivel del 23% de las ventas.

Bajo estos supuestos de crecimiento y, a partir de las variables restantes que fueron proyectadas como la tasa de depreciación, tasa impositiva, inversiones de capital y capital de trabajo, se llegó un valor presente del capital accionario de 46.230 millones de dólares. Dado que al 31 de diciembre del 2022 The Hershey Company poseía 204.964.717 acciones en circulación, el precio de la acción se estima en un valor de USD 225,55.

### Tabla XXXIV: The Hershey Company - Escenario Optimista

*\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción*

<b>Fecha de Valuación</b>	<b>31/12/22</b>
Tasa de Crecimiento (g)	2,50%
Tasa de descuento (WACC)	6,96%
<b>Valor de The Hershey Company al 31/12/2022</b>	<b>49.864,03</b>
Caja y Equivalentes	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario al 31/12/2022</b>	<b>46.230,36</b>
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	204.964.717
<b>Precio por Acción</b>	<b>USD 225,55</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 4.9.3 Escenario Pesimista

El escenario optimista, por su parte, también parte de la información ha sido desarrollada y proyectada a lo largo de esta sección pero con una disminución en el crecimiento de las ventas. En cuanto al cálculo del valor restante de los flujos de fondos, también se estimó a través de un valor terminal con una tasa de crecimiento del 2,5%.

En este escenario, se supone que las ventas crecen a un ritmo menor que la industria perdiendo competitividad e reduciendo su cuota de mercado anual en un 3% cada año. Es decir, a diferencia del escenario base donde se suponía que Hershey mantenía su cuota de mercado, en este escenario la compañía va disminuyendo su cuota de mercado en un 3% cada año con respecto al anterior. Las ventas se proyectaron para los años 2023 a 2027 con tasas de crecimiento interanuales de 0,78%, 0,72%, 0,58%, 0,76% y 1,35% respectivamente.

Además, se proyecta un decrecimiento gradual de los márgenes operativos en los próximos cinco años hasta alcanzar en 2027 un nivel del 19% de las ventas.

Bajo estos supuestos de crecimiento y, a partir de las variables restantes que fueron proyectadas como la tasa de depreciación, tasa impositiva, inversiones de capital y capital de trabajo, se llegó un valor presente del capital accionario de 31.489 millones de dólares. Dado que al 31 de diciembre del 2022 The Hershey Company poseía 204.964.717 acciones en circulación, el precio de la acción se estima en un valor de USD 153,63.

### Tabla XXXV: The Hershey Company - Escenario Pesimista

*\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción*

<b>Fecha de Valuación</b>	<b>31/12/22</b>
Tasa de Crecimiento (g)	2,50%
Tasa de descuento (WACC)	6,96%
<b>Valor de The Hershey Company al 31/12/2022</b>	<b>35.122,77</b>
Caja y Equivalentes	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario al 31/12/2022</b>	<b>31.489,10</b>
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	204.964.717
<b>Precio por Acción</b>	<b>USD 153,63</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 4.9.4 Conclusión

Del análisis de los tres escenarios podemos concluir que la sensibilidad de modificar el crecimiento porcentual de las ventas y del margen operativo no tiene consecuencias simétricas ni lineales.

El valor de la empresa en un escenario optimista es un 46,81% mayor al valor de la compañía en un escenario pesimista. Reducir en un 3% el crecimiento porcentual anual proyectado para el escenario base y realizar una reducción porcentual progresiva del margen operativo, redujo el valor de la compañía en un 14,01%, mientras que aumentarlo en un escenario optimista incrementó su valor en un 26,25% respecto del escenario base.

### Tabla XXXVI: The Hershey Company - Comparación Escenarios

*\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción*

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
<b>Valor de The Hershey Company al 31/12/2022</b>	<b>35.122,77</b>	<b>40.251,29</b>	<b>49.864,03</b>
Caja y Equivalentes	463,89	463,89	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56	-4.097,56	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario al 31/12/2022</b>	<b>31.489,10</b>	<b>36.617,62</b>	<b>46.230,36</b>
Cantidad de Acciones al 31/12/2022	204.964.717	204.964.717	204.964.717
<b>Precio por Acción</b>	<b>USD 153,63</b>	<b>USD 178,65</b>	<b>USD 225,55</b>

Fuente: Elaboración propia

Por último, podemos mencionar que al 31 de diciembre del 2022 el valor real de la acción de The Hershey Company cotizaba en NYSE a un valor de USD 231,57 por acción por lo que se puede concluir que el mercado posee expectativas de crecimiento superiores a las que

se consideraron al momento de realizar las proyecciones del escenario base en el presente trabajo de valuación.



Universidad de  
**San Andrés**

## 5 Valuación: Múltiplos de Empresas Comparables

La valuación por múltiplos es un método que se utiliza para estimar valor de una empresa a partir de ratios financieros y de actividad de empresas comparables. A diferencia de la valuación por flujo de fondos descontados, se trata de una valuación relativa bajo la hipótesis de que empresas que se desempeñan en la misma industria o son comparables tendrán múltiplos financieros similares.

Esta metodología de valuación será utilizada como un complemento a la valuación por DCF que fue efectuada en la sección anterior. El objetivo es verificar que las proyecciones realizadas tengan coherencia y sean razonables respecto del valor obtenido para la firma a partir del flujo de fondos proyectado.

En primer lugar, se deben establecer las empresas que serán consideradas como comparables de The Hershey Company. En este caso, se tomaron las mismas compañías que se vienen analizando a lo largo del presente trabajo: Mondelez International, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG. Estas empresas son competidores directos de Hershey y operan dentro de la misma industria y abastecen mercados internacionalmente.

Para el análisis de los comparables se utilizara la información económico financiera que se ha ido analizando a lo largo del presente trabajo en la sección de análisis financiero.

En cuanto al múltiplo que será utilizado para la valuación, se utilizará un múltiplo relacionado al EBITDA de las compañías. En la práctica, este tipo de múltiplos se utilizan para obtener el valor de la firma y el más comúnmente utilizado es el “Enterprise Value – EBITDA” (EV/EBITDA). Este múltiplo permite realizar la valuación de empresas que incluso poseen distinta estructura de capital y, al utilizar el EBITDA, se neutraliza el efecto de las amortizaciones y ayuda a homogeneizar el análisis. La mayor limitante de utilizar este múltiplo es que no contemplan las inversiones de capital (CAPEX) el cual es necesario para mantener la operatividad de las distintas compañías.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Capitalización de Mercado} + \text{Deuda Financiera} - \text{Caja y Equivalentes}}{\text{Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones}}$$

A continuación, se detallan y resumen los resultados obtenidos de realizar la comparación de los distintos ratios financieros de Hershey y sus comparables.

**Tabla XXXVII: Ratios e Indicadores Compañías Comparables a The Hershey Company**

	EV/EBITDA	CAGR Ventas 2017-2022	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen EBITDA	ROE	ROA
Lindt & Sprüngli AG	21,72	3,98%	64,70%	14,98%	20,5%	12,95%	9,37%
Nestlé SA	14,94	1,01%	45,20%	13,05%	16,8%	22,42%	9,12%
Mondelez International	16,29	3,99%	35,92%	11,22%	13,8%	10,09%	10,09%
<b>Promedio</b>	<b>17,65</b>	<b>3,00%</b>	<b>48,60%</b>	<b>13,09%</b>	<b>17,0%</b>	<b>15,15%</b>	<b>9,53%</b>
<b>Ther Hershey Company</b>	<b>17 -20</b>	<b>6,75%</b>	<b>43,20%</b>	<b>21,70%</b>	<b>25,3%</b>	<b>49,85%</b>	<b>20,65%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Hershey, Mondelez Internacional, Nestlé SA y Lindt & Sprüngli AG

- En cuanto al CAGR de las ventas de los últimos cinco años, Hershey posee la mayor tasa de crecimiento. La misma es casi el doble del crecimiento que posee Lindt & Sprüngli AG y Mondelez Internacional.
- En cuanto al margen bruto, Hershey posee un margen bastante similar al de Nestlé SA. Lindt & Sprüngli AG por su parte es quien lidera en este sentido teniendo un margen bastante superior al promedio de sus pares.
- En cambio, el margen operativo de Hershey es bastante superior al de sus competidores directos. El promedio de la industria se ubica en torno al 13%, mientras que Hershey posee un margen del 21,7%.
- El margen EBITDA de Hershey también es superior al de sus pares, pero posee menos diferencia con el margen de Lindt & Sprüngli AG que tiene un EBITDA del 20,5% de las ventas.
- Finalmente, en cuanto al ROE y ROA, Hershey supera ampliamente a sus competidores casi triplicando el promedio de la industria.

Por lo expuesto, podríamos concluir que el múltiplo de EV/EBITDA podría colocarse ligeramente por encima de sus competidores y encontrarse en el rango de entre 17 y 20.

Teniendo en cuenta es rango, se calculó el valor de la acción teniendo él cuenta el límite inferior de 17x, el punto medio de 18,5x y el límite superior de 20x

### Tabla XXXVIII: The Hershey Company - Valuación por Múltiplos

\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción

EV/EBITDA	17x	18,5x	20x
EBITDA	2.639,76	2.639,76	2.639,76
<b>Valor de la Empresa</b>	<b>44.875,90</b>	<b>48.835,54</b>	<b>52.795,18</b>
Caja y Equivalentes	463,89	463,89	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56	-4.097,56	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario</b>	<b>41.242,24</b>	<b>45.201,88</b>	<b>49.161,51</b>
Cantidad de Acciones	204.964.717	204.964.717	204.964.717
<b>Precio por Accion</b>	<b>201,22</b>	<b>220,53</b>	<b>239,85</b>

Fuente: Elaboración propia

Según el valor de la acción al que se arribó a partir de la valuación por comparables, verificamos que se obtuvieron resultados levemente superiores a los obtenidos mediante el flujo de fondos descontados. En el punto medio, donde se ubica el múltiplo del 18,5x, el valor de la acción es un 23,44% superior al del escenario base. Sin embargo, el valor de la acción en el límite inferior es un 30,97% más elevado que el escenario pesimista, mientras que el valor en el límite superior difiere en un 6,34% del escenario optimista.

Por último, para culminar con el análisis de los comparables, se efectuó un análisis de sensibilidad entre el múltiplo EV/EBITDA y el EBITDA para verificar cómo se comporta éste último ante cambios en el múltiplo. Asimismo, se verificó qué impacto tendría en el precio de la acción de The Hershey Company.

### Tabla XXXIX: The Hershey Company - Análisis Sensibilidad EBITDA

\*Valores Expresados en millones de USD

		Múltiplo EV/EBITDA				
		17x	18x	18,5x	19x	20x
<b>EBITDA</b>	<b>2.375,78</b>	40.388,31	42.764,10	43.951,99	45.139,88	47.515,66
	<b>2.507,77</b>	42.632,11	45.139,88	46.393,76	47.647,65	50.155,42
	<b>2.639,76</b>	44.875,90	47.515,66	<b>48.835,54</b>	50.155,42	52.795,18
	<b>2.771,75</b>	47.119,70	49.891,45	51.277,32	52.663,19	55.434,94
	<b>2.903,73</b>	49.363,49	52.267,23	53.719,10	55.170,96	58.074,70

Fuente: Elaboración propia

**Tabla XL: The Hershey Company - Análisis Sensibilidad Precio Acción**

*\*Valores Expresados en millones de USD a excepción de precios por acción*

		Múltiplo EV/EBITDA				
		17x	18x	18,5x	19x	20x
EBITDA	2.375,78	179,32	190,91	196,71	202,50	214,10
	2.507,77	190,27	202,50	208,62	214,74	226,97
	2.639,76	201,22	214,10	<b>220,53</b>	226,97	239,85
	2.771,75	212,16	225,69	232,45	239,21	252,73
	2.903,73	223,11	237,28	244,36	251,44	265,61

Fuente: Elaboración propia



Universidad de  
**San Andrés**

## 6 Bibliografía

### 6.1 Bibliografía Académica

Damodaran, Aswath (1995) Investment Valuation. Wiley Finance Second Edition.

Franklin Allen, Richard Brealey, Stewart Myers (2014). Principles of Corporate Finance. Eleventh Edition. McGraw-Hill.

Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2017). Corporate Finance. Fourth Edition. Pearson.

Paul Healy (2000) Financial Statement and Ratio Analysis. Harvard Business School.

### 6.2 Reportes y páginas web

Boerse Frankfurt. Hershey Co Corporate Bonds: [https://www.boerse-frankfurt.de/bonds/search?ISSUERS=The%2520Hershey%2520Co.&ISSUER\\_TYPES=CORPORATE\\_BONDS&ORDER\\_BY=TURNOVER&ORDER\\_DIRECTION=DESC](https://www.boerse-frankfurt.de/bonds/search?ISSUERS=The%2520Hershey%2520Co.&ISSUER_TYPES=CORPORATE_BONDS&ORDER_BY=TURNOVER&ORDER_DIRECTION=DESC)

Candy Industry. Candy Industry's Global Top 100 Candy Companies Lists. (Enero 2021): <https://www.snackandbakery.com/candy-industry/TopCandyCompanies>

Damodaran. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2022 <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

Finbox. Market Capitalization: <https://finbox.com/SWX:NESN/explorer/marketcap/>

Finbox. Market Capitalization: <https://finbox.com/SWX:LISN/explorer/marketcap/>

Finbox. Market Capitalization: <https://finbox.com/NASDAQGS:MDLZ/explorer/marketcap/>

Investing. Información Histórica: <https://es.investing.com/>

Lindt & Sprüngli AG. Estados Financieros:

<https://www.lindt-spruengli.com/investors/financial-reporting/presentations>

Markets Insider: <https://markets.businessinsider.com/bonds/hershey-co-the-dl-notes-201515-25-bond-2025-us427866au28?miRedirects=1>

Mondelez International. Estados Financieros:

<https://www.mondelezinternational.com/Investors/Financials/Annual-Reports/>

Nestlé SA. Estados Financieros: <https://www.nestle.com/investors/annual-report>

Statista (Abril 2022). “Población de los Estados Unidos desde 2016 hasta 2027”: <https://es-statista-com.eza.udes.edu.ar/estadisticas/635251/poblacion-total-de-estados-unidos/#:~:text=La%20estad%C3%ADstica%20presenta%20una%20evoluci%C3%B3n,los%20341%20millones%20en%202027>

Statista (2022) “Tasa de Inflación en Estados Unidos entre 2010 y 2027”: <https://es-statista-com.eza.udes.edu.ar/estadisticas/598528/proyeccion-inflacion-en-ee-uu-2008-2020/>

Statista (Junio 2023) “The Hershey Company”: <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/study/25038/the-hershey-company-statista-dossier/>

Statista (Mayo 2023) “Confectionery in the United States”: <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/31582/confectionery-statista-dossier/>

Statista (Octubre 2023) “Food Market Data and Analysis” <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/55496/food-market-data-and-analysis/>

Statista (Octubre 2023) “Statista Market Insights”: <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/cmo/food/confectionery-snacks/united-states#revenue>

The Hershey Company. Earnings Release:

[https://investors.thehersheycompany.com/en\\_us/home/reports-and-filings/quarterly-reports.html](https://investors.thehersheycompany.com/en_us/home/reports-and-filings/quarterly-reports.html)

The Hershey Company. Estados Financieros:

[https://investors.thehersheycompany.com/en\\_us/home/reports-and-filings/annual-reports.html](https://investors.thehersheycompany.com/en_us/home/reports-and-filings/annual-reports.html)

The Hershey Company. Relaciones con Inversores:

[https://investors.thehersheycompany.com/en\\_us/home/investor-resources.html](https://investors.thehersheycompany.com/en_us/home/investor-resources.html)

Sitio web de The Hershey Company:

[https://www.thehersheycompany.com/en\\_us/home.html](https://www.thehersheycompany.com/en_us/home.html)

Yahoo Finance. Información Histórica: <https://finance.yahoo.com/>

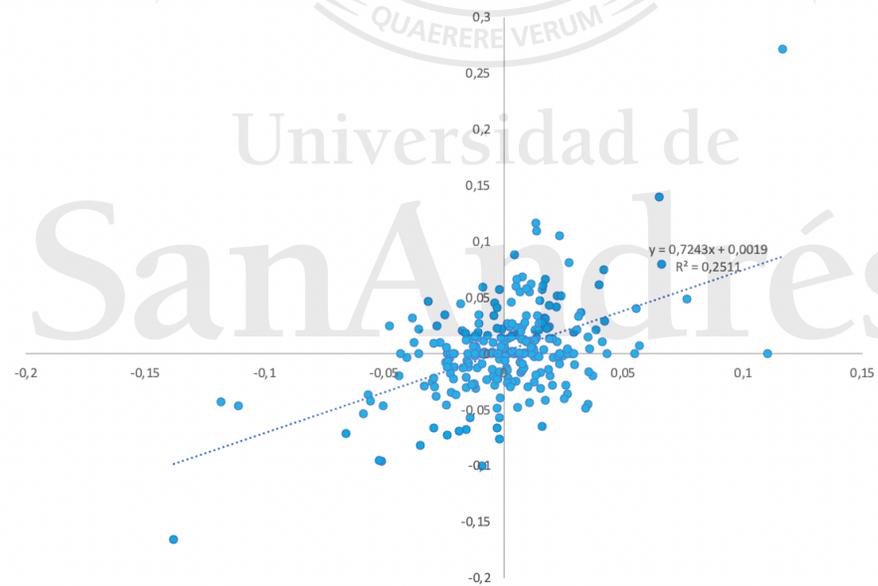
## Anexo A: Cálculo de Beta de Lindt & Sprüngli AG

<b>Estadísticas de la regresión</b>	
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,5011
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,2511
R <sup>2</sup> ajustado	0,2482
Error típico	0,035096255
Observaciones	260

<b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,1065	0,1065	86,4978	0,0000
Residuos	258	0,3178	0,0012		
Total	259	0,4243			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,0019	0,0022	0,8685	0,3859	-0,0024	0,0062	-0,0024	0,0062
Variable X 1	<b>0,7243</b>	0,0779	9,3004	0,0000	0,5710	0,8777	0,5710	0,8777

### Beta Lindt & Sprüngli AG



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance de ADR Lindt & Sprüngli AG de Lindt y MSCI World

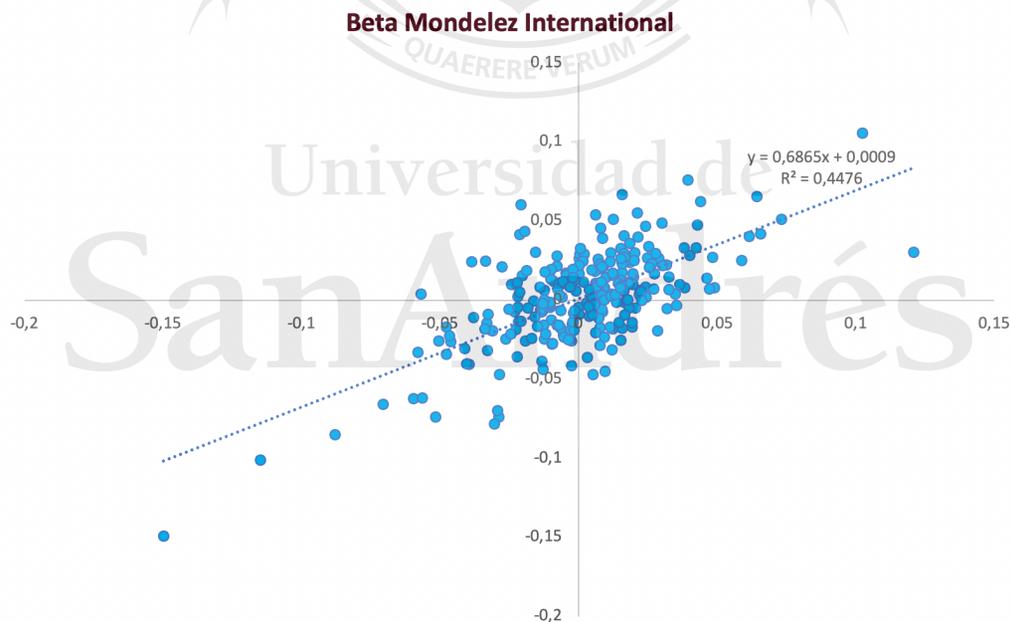
## Anexo B: Cálculo de Beta de Mondelez International

<b>Estadísticas de la regresión</b>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,6691
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,4476
R <sup>2</sup> ajustado	0,4455
Error típico	0,0219
Observaciones	260

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0999	0,0999	209,0775	0,0000
Residuos	258	0,1233	0,0005		
Total	259	0,2232			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,0009	0,0014	0,6853	0,4938	-0,0017	0,0036	-0,0017	0,0036
Variable X 1	0,6865	0,0475	14,4595	0,0000	0,5930	0,7800	0,5930	0,7800



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance de Mondelez International y S&P 500

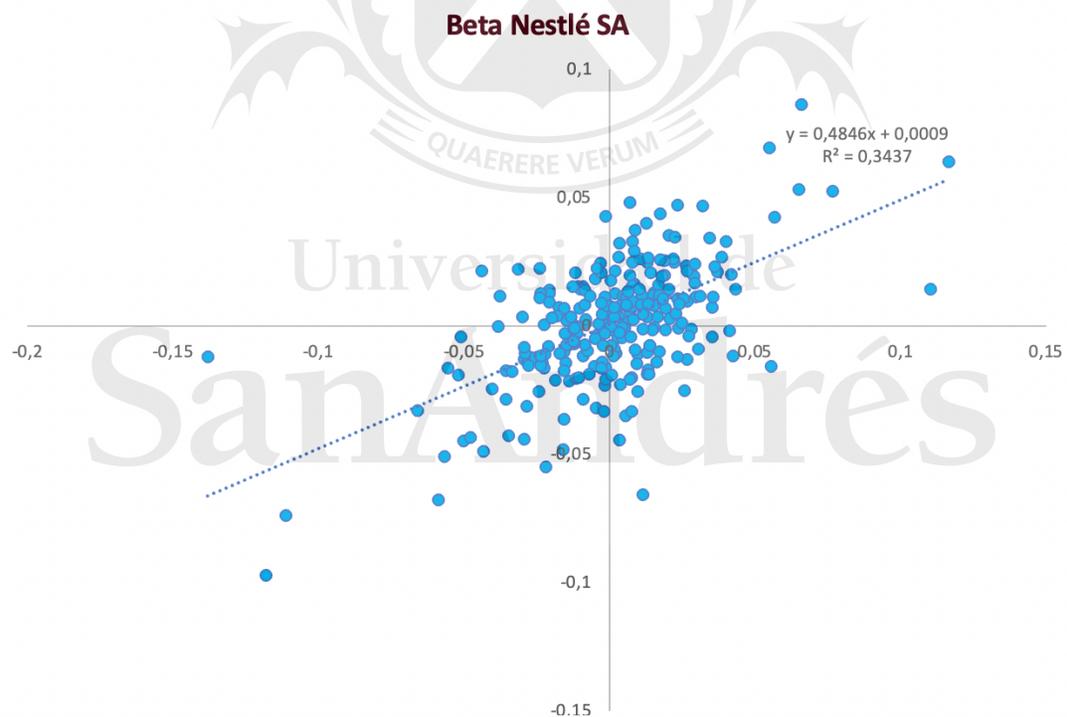
## Anexo C: Cálculo del Beta Nestlé SA

<b>Estadísticas de la regresión</b>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,5863
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,3437
R <sup>2</sup> ajustado	0,3412
Error típico	0,0188
Observaciones	260

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<b>Grados de libertad</b>	<b>Suma de cuadrados</b>	<b>Promedio de los cuadrados</b>	<b>F</b>	<b>Valor crítico de F</b>
Regresión	1	0,0477	0,0477	135,1223	0,0000
Residuos	258	0,0911	0,0004		
Total	259	0,1388			

	<b>Coefficientes</b>	<b>Error típico</b>	<b>Estadístico t</b>	<b>Probabilidad</b>	<b>Inferior 95%</b>	<b>Superior 95%</b>	<b>Inferior 95,0%</b>	<b>Superior 95,0%</b>
Intercepción	0,0009	0,0012	0,7427	0,4583	-0,0014	0,0032	-0,0014	0,0032
Variable X 1	0,4846	0,0417	11,6242	0,0000	0,4025	0,5667	0,4025	0,5667



Fuente: Elaboración propia en base retornos obtenidos de Yahoo Finance de ADR Nestlé SA y MSCI World

## Anexo D: DCF Escenario Base

Millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas Netas	7.791,10	7.986,30	8.149,70	8.971,30	10.419,30	10.813,05	11.214,97	11.616,07	12.052,44	12.577,11
% Margen Operativo	20,80%	20,00%	21,90%	22,80%	21,70%	21,40%	21,40%	21,40%	21,40%	21,40%
<b>Margen Operativo (EBIT)</b>	<b>1.620,55</b>	<b>1.597,26</b>	<b>1.784,78</b>	<b>2.045,46</b>	<b>2.260,99</b>	<b>2.313,99</b>	<b>2.400,00</b>	<b>2.485,84</b>	<b>2.579,22</b>	<b>2.691,50</b>
Tasa Impositiva	17,00%	16,90%	14,70%	17,50%	14,20%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%
Impuestos	275,49	269,94	262,36	357,95	321,06	371,63	385,44	399,23	414,22	432,26
<b>EBIT x (1 - t)</b>	<b>1.345,06</b>	<b>1.327,32</b>	<b>1.522,42</b>	<b>1.687,50</b>	<b>1.939,93</b>	<b>1.942,37</b>	<b>2.014,56</b>	<b>2.086,61</b>	<b>2.165,00</b>	<b>2.259,25</b>
Depreciación y Amortización	295,14	291,54	294,91	315,00	378,96	386,31	386,35	386,38	386,41	386,45
Capex	-328,60	-318,19	-441,63	-495,88	-519,48	-521,92	-541,32	-560,68	-581,75	-607,07
Δ Capital de Trabajo	-58,84	43,778	-166,45	31,745	53,873	-243,25	-30,61	-46,20	-6,79	-41,62
<b>FCFF</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.563,50</b>	<b>1.828,97</b>	<b>1.866,11</b>	<b>1.962,88</b>	<b>1.997,01</b>
Tasa de Crecimiento (g)										2,50%
Tasa de descuento (WACC)										6,96%
Valor Terminal										45.845,12
<b>FCFF + Valor Terminal</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.563,50</b>	<b>1.828,97</b>	<b>1.866,11</b>	<b>1.962,88</b>	<b>47.842,13</b>
<b>FCFF Descontados al 21/12/2022</b>						<b>1.461,70</b>	<b>1.598,55</b>	<b>1.524,81</b>	<b>1.499,44</b>	<b>34.166,80</b>

**Valor de The Hershey Company al 31/12/2021: 40.251,29**

Caja y Equivalentes 463,89

Deuda Financiera -4.097,56

**Valor del Capital Accionario al 31/12/2022 36.617,62**

*\*Valores Expresados en millones de USD*

## Anexo E: DCF Escenario Optimista

Millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas Netas	7.791,10	7.986,30	8.149,70	8.971,30	10.419,30	11.021,44	11.761,74	12.535,26	13.382,21	14.366,24
% Margen Operativo	20,80%	20,00%	21,90%	22,80%	21,70%	21,40%	21,80%	22,20%	22,60%	23,00%
<b>Margen Operativo (EBIT)</b>	<b>1.620,55</b>	<b>1.597,26</b>	<b>1.784,78</b>	<b>2.045,46</b>	<b>2.260,99</b>	<b>2.358,59</b>	<b>2.564,06</b>	<b>2.782,83</b>	<b>3.024,38</b>	<b>3.304,23</b>
Tasa Impositiva	17,00%	16,90%	14,70%	17,50%	14,20%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%
Impuestos	275,49	269,94	262,36	357,95	321,06	378,79	411,79	446,92	485,72	530,66
<b>EBIT x (1 - t)</b>	<b>1.345,06</b>	<b>1.327,32</b>	<b>1.522,42</b>	<b>1.687,50</b>	<b>1.939,93</b>	<b>1.979,80</b>	<b>2.152,27</b>	<b>2.335,90</b>	<b>2.538,66</b>	<b>2.773,57</b>
Depreciación y Amortización	295,14	291,54	294,91	315,00	378,96	386,31	419,31	454,51	492,04	532,10
Capex	-328,60	-318,19	-441,63	-495,88	-519,48	-531,98	-567,71	-605,05	-645,93	-693,43
Δ Capital de Trabajo	-58,84	43,778	-166,45	31,745	53,873	-265,55	-66,22	-85,93	-46,04	-87,14
<b>FCFF</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.568,58</b>	<b>1.937,65</b>	<b>2.099,44</b>	<b>2.338,74</b>	<b>2.525,10</b>
Tasa de Crecimiento (g)										2,50%
Tasa de descuento (WACC)										6,96%
Valor Terminal										57.968,63
<b>FCFF + Valor Terminal</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.568,58</b>	<b>1.937,65</b>	<b>2.099,44</b>	<b>2.338,74</b>	<b>60.493,73</b>
<b>FCFF Descontados al 21/12/2022</b>						<b>1.466,45</b>	<b>1.693,53</b>	<b>1.715,46</b>	<b>1.786,55</b>	<b>43.202,04</b>

<b>Valor de The Hershey Company al 31/12/2022</b>	<b>49.864,03</b>
Caja y Equivalentes	463,89
Deuda Financiera	-4.097,56
<b>Valor del Capital Accionario al 31/12/2022</b>	<b>46.230,36</b>

\*Valores Expresados en millones de USD

## Anexo F: DCF Escenario Pesimista

Millones de USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas Netas	7.791,10	7.986,30	8.149,70	8.971,30	10.419,30	10.500,47	10.575,76	10.636,73	10.717,20	10.862,23
% Margen Operativo	20,80%	20,00%	21,90%	22,80%	21,70%	21,40%	20,80%	20,20%	19,60%	19,00%
<b>Margen Operativo (EBIT)</b>	<b>1.620,55</b>	<b>1.597,26</b>	<b>1.784,78</b>	<b>2.045,46</b>	<b>2.260,99</b>	<b>2.247,10</b>	<b>2.199,76</b>	<b>2.148,62</b>	<b>2.100,57</b>	<b>2.063,82</b>
Tasa Impositiva	17,00%	16,90%	14,70%	17,50%	14,20%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%
Impuestos	275,49	269,94	262,36	357,95	321,06	360,88	353,28	345,07	337,35	331,45
<b>EBIT x (1 - t)</b>	<b>1.345,06</b>	<b>1.327,32</b>	<b>1.522,42</b>	<b>1.687,50</b>	<b>1.939,93</b>	<b>1.886,22</b>	<b>1.846,48</b>	<b>1.803,55</b>	<b>1.763,22</b>	<b>1.732,37</b>
Depreciación y Amortización	295,14	291,54	294,91	315,00	378,96	386,31	417,75	449,40	481,25	513,33
Capex	-328,60	-318,19	-441,63	-495,88	-519,48	-506,84	-510,47	-513,41	-517,30	-524,30
Δ Capital de Trabajo	-58,84	43,778	-166,45	31,745	53,873	-209,80	3,63	-9,86	26,63	-4,23
<b>FCFF</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.555,89</b>	<b>1.757,39</b>	<b>1.729,68</b>	<b>1.753,80</b>	<b>1.717,17</b>
Tasa de Crecimiento (g)										2,50%
Tasa de descuento (WACC)										6,96%
Valor Terminal										39.421,05
<b>FCFF + Valor Terminal</b>	<b>1.252,76</b>	<b>1.344,45</b>	<b>1.209,25</b>	<b>1.538,37</b>	<b>1.853,28</b>	<b>1.555,89</b>	<b>1.757,39</b>	<b>1.729,68</b>	<b>1.753,80</b>	<b>41.138,22</b>
<b>FCFF Descontados al 21/12/2022</b>						<b>1.454,58</b>	<b>1.535,98</b>	<b>1.413,33</b>	<b>1.339,72</b>	<b>29.379,16</b>

**Valor de The Hershey Company al 31/12/2022 35.122,77**

Caja y Equivalentes 463,89

Deuda Financiera -4.097,56

**Valor del Capital Accionario al 31/12/2022 31.489,10**

*\*Valores Expresados en millones de USD*